



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

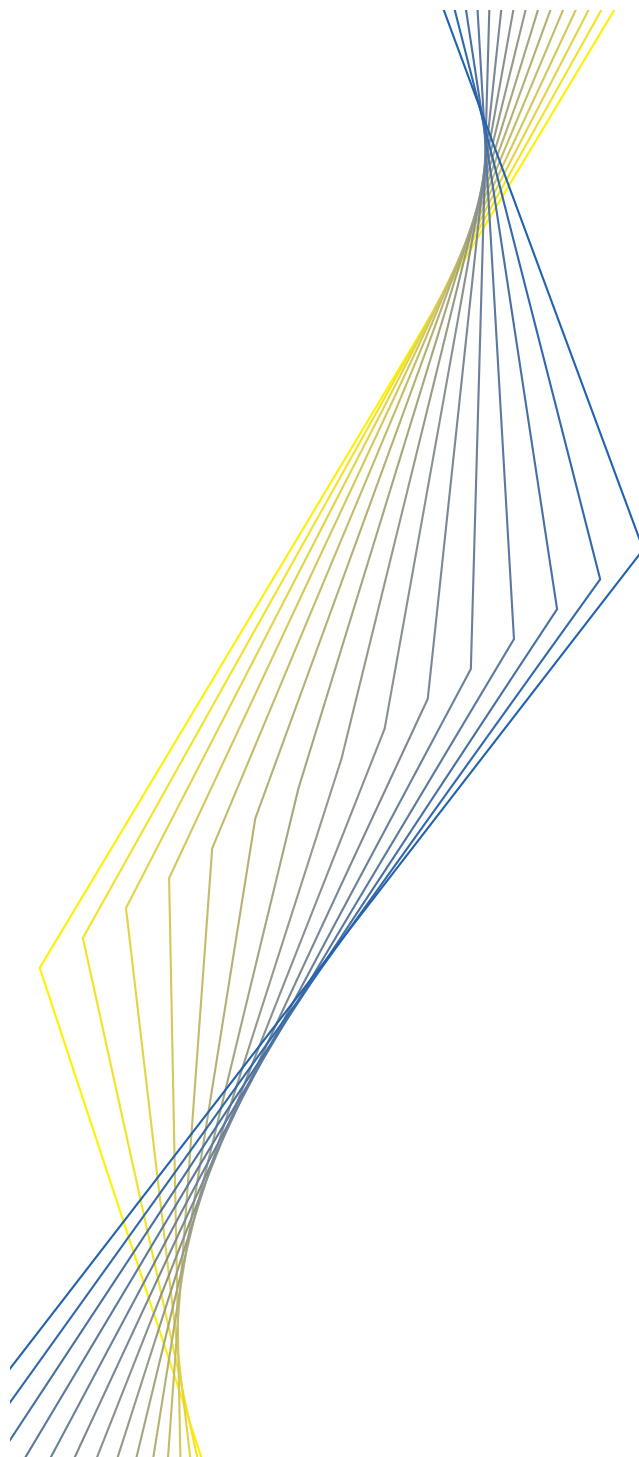
ECB EZB EKT BCE EKP

# RAPPORT ANNUEL

2001



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**



**RAPPORT  
ANNUEL**

**2001**

© **Banque centrale européenne, 2002**

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

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

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

*Achévé de rédiger le 5 mars 2002*

ISSN 1561-4581

# Sommaire

<b>Avant-propos</b>	<b>2</b>
---------------------	----------

---

## Chapitre I

### Les évolutions économiques et la politique monétaire

<b>1 Vue d'ensemble : les décisions de politique monétaire en 2001</b>	<b>8</b>
<b>2 Les évolutions monétaires et financières</b>	<b>13</b>
2.1 Les évolutions monétaires	13
2.2 Les marchés de capitaux	19
<b>3 Les évolutions de prix</b>	<b>34</b>
<b>4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail</b>	<b>41</b>
<b>5 Les évolutions budgétaires</b>	<b>49</b>
<b>6 L'environnement macroéconomique international, les taux de change et la balance des paiements</b>	<b>54</b>

---

## Chapitre II

### Les opérations de banque centrale

<b>1 La mise en œuvre de la politique monétaire</b>	<b>68</b>
1.1 Vue d'ensemble	68
1.2 Les opérations principales de refinancement	70
1.3 Les opérations de refinancement à plus long terme	72
1.4 Les autres opérations d' <i>open market</i>	73
1.5 Les facilités permanentes	73
1.6 Le système de réserves obligatoires	74
1.7 Les actifs éligibles	75
1.8 L'activité sur le marché monétaire	77
<b>2 Les opérations de change et le placement des réserves de change</b>	<b>78</b>
2.1 Les opérations de change	78
2.2 Les réserves de change de l'Eurosystème	79
2.3 Les évolutions de la stratégie de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves de change	80
<b>3 La gestion des fonds propres de la BCE</b>	<b>81</b>

## Chapitre III

### La gestion des risques

<b>1 Les opérations liées à la politique monétaire</b>	86
1.1 Le cadre du contrôle des risques	86
1.2 L'évaluation du risque de contrepartie	87
<b>2 Les opérations de placement</b>	88
<b>3 Les évolutions prévues en 2002</b>	90

---

## Chapitre IV

<b>Les évolutions économiques dans les autres pays de l'Union européenne</b>	94
--	----

---

## Chapitre V

### Les questions européennes, internationales et bilatérales

<b>1 Les questions européennes</b>	106
1.1 L'évolution du cadre de la politique économique	107
1.2 La réforme des marchés financiers	109
<b>2 Les questions multilatérales</b>	111
2.1 Les surveillances multilatérale et bilatérale des politiques macroéconomiques	112
2.2 Le suivi des évolutions des marchés financiers internationaux	114
2.3 L'architecture du système monétaire et financier international	115
2.4 Le rôle international de l'euro	117
<b>3 Les questions bilatérales</b>	118
3.1 Le processus d'adhésion à l'UE : plusieurs questions clés de politique économique ont été identifiées par l'Eurosystème	119
3.2 La coopération entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats à l'adhésion	122
3.3 La participation de l'Eurosystème au dialogue économique entre l'UE et les pays candidats à l'adhésion	123
3.4 Le renforcement des relations de travail avec d'autres pays	123

---

## Chapitre VI

### Le passage à l'euro fiduciaire et la production et l'émission de billets en euros

<b>1 Le passage aux billets de banque et pièces de monnaie en euros en 2002</b>	126
1.1 Le passage à l'euro fiduciaire au sein de la zone euro	126
1.2 Le passage à l'euro fiduciaire en dehors de la zone euro	128
1.3 L'échange des billets de banque nationaux auprès des banques centrales nationales	129

<b>2</b>	<b>La production des billets de banque et pièces de monnaie en euros</b>	129
2.1	La production de billets requise pour l'introduction de l'euro	129
2.2	Le stock de réserve centralisé de billets destiné à couvrir les risques	130
2.3	Le soutien à la production des pièces en euros	130
<b>3</b>	<b>La protection des billets en euros contre la contrefaçon</b>	130
3.1	Les travaux de recherche et de développement	130
3.2	Les activités relatives à la lutte contre la contrefaçon	130
<b>4</b>	<b>Les émissions de billets en euros</b>	131
<b>5</b>	<b>La campagne d'information Euro 2002</b>	131

---

## Chapitre VII

### Les systèmes de paiement et de règlement de titres

<b>1</b>	<b>Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement de l'Eurosystème</b>	138
1.1	Le système <i>Target</i>	138
1.2	Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC)	140
<b>2</b>	<b>Les questions d'ordre général relatives à la surveillance des systèmes de paiement</b>	141
<b>3</b>	<b>Les systèmes de paiement de montant élevé</b>	142
3.1	Les évolutions des autres systèmes de paiement de montant élevé en euros	142
3.2	Le système CLS (Continuous Linked Settlement)	143
<b>4</b>	<b>Les systèmes de paiement de masse</b>	143
4.1	Le passage définitif des systèmes de paiement de masse à l'euro	143
4.2	Les évolutions dans le domaine des services de paiement de masse transfrontière	143
4.3	Les initiatives de l'ABE	144
4.4	La monnaie électronique et les enquêtes sur le commerce et les paiements électroniques	144
<b>5</b>	<b>Les systèmes de compensation et de règlement de titres</b>	145
5.1	La compensation	145
5.2	Le règlement	146
5.3	La coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières	147
<b>6</b>	<b>La coopération avec les pays candidats à l'adhésion et les autres activités</b>	147
6.1	La coopération avec les pays candidats à l'adhésion	147
6.2	Les autres activités	148

## Chapitre VIII

### La stabilité financière et la surveillance prudentielle

1	Les dispositifs de stabilité financière et de surveillance prudentielle	152
2	Les structures, les performances et les risques dans le secteur bancaire	153
3	La réglementation bancaire et financière	157

---

## Chapitre IX

### Le cadre statistique

1	Introduction	162
2	Les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux marchés financiers	162
3	Les statistiques de balance des paiements, avoirs de réserve et position extérieure et taux de change effectifs	164
4	Les comptes financiers et les statistiques de finances publiques	164
5	Les statistiques économiques générales	165
6	L'intégration de la Grèce dans les statistiques de la zone euro	165
7	La coopération avec la Commission européenne et les institutions internationales	166
8	Les statistiques relatives aux États membres ne participant pas à la zone euro et aux pays candidats à l'adhésion	166

---

## Chapitre X

### Les autres missions et activités

1	Les fonctions consultatives	170
2	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire de l'État et à l'accès privilégié aux institutions financières	173
3	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	174

## Chapitre XI

### La communication externe et le principe de responsabilité

<b>I La politique et les activités de communication de la BCE</b>	178
1.1 Les objectifs de la politique de communication	178
1.2 Les principaux thèmes sur lesquels a porté la communication en 2001	178
1.3 Les activités de communication	179
<b>2 L'échange d'informations et d'opinions avec le Parlement européen</b>	180
2.1 Vue d'ensemble des relations entre la BCE et le Parlement européen	180
2.2 Les points de vue de la BCE sur certains sujets évoqués lors des réunions avec le Parlement européen	181

---

## Chapitre XII

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

<b>I L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales</b>	188
<b>2 Les organes de décision de la BCE</b>	189
2.1 Le Conseil des gouverneurs	189
2.2 Le Directoire	191
2.3 Le Conseil général	192
<b>3 L'organisation de la BCE</b>	194
3.1 Le gouvernement d'entreprise	194
3.2 La gestion des ressources humaines	195
3.3 L'organigramme de la BCE	196
<b>4 Le dialogue social au sein du SEBC</b>	198
<b>5 Les Comités du SEBC</b>	198

---

## Chapitre XIII

### Les comptes annuels de la Banque centrale européenne et le bilan consolidé de l'Eurosystème pour l'exercice 2001

<b>Bilan au 31 décembre 2001</b>	202
<b>Compte de résultat pour l'exercice clos au 31 décembre 2001</b>	204
<b>Principes et méthodes comptables</b>	205
<b>Annexe au bilan</b>	209
<b>Annexe au compte de résultat</b>	214



<b>Rapport des commissaires aux comptes</b>	216
<b>Annexe relative à l'affectation des bénéfices</b>	217
<b>Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2001</b>	219
<hr/>	
<b>Annexes</b>	
Glossaire	222
Chronologie des mesures de politique monétaire	238
<hr/>	
<b>Les instruments juridiques adoptés par la Banque centrale européenne en 2001</b>	241
<hr/>	
<b>Documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE)</b>	243

## Liste des encadrés, tableaux et graphiques

### Encadrés

1	L'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur la monnaie en circulation et M3	20
	Graphique : Circulation fiduciaire, PIB et coûts d'opportunité	20
2	Les rendements obligataires et les cours des actions de la zone euro ont présenté une corrélation positive durant la majeure partie de l'année 2001	27
	Graphique : Rendements obligataires et cours des actions dans la zone euro	28
3	L'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les prix à la consommation dans la zone euro	37
4	Les avancées des réformes structurelles dans les marchés de produits et du travail	48
5	La politique budgétaire et la croissance économique à long terme	53
6	Les déterminants de la synchronisation des cycles d'activité au niveau international	56
7	Les évolutions du volume des échanges de la zone euro depuis la crise asiatique	60
	Graphique : Exportations et importations extra-zone euro et exportations intra-zone euro, en volume	61
	Graphique : Volume des exportations extra-zone euro, demande étrangère et part à l'exportation	61
	Graphique : Volume des exportations de la zone euro vers les États-Unis, la Chine, la Corée du Sud et les pays de l'ANSEA	62
	Graphique : Volume des importations de la zone euro en provenance des États-Unis, de Chine, de Corée du Sud et des pays de l'ANSEA	62
8	Les opérations des banques centrales après les attentats du 11 septembre 2001	79
9	Le Rapport sur le respect des codes et normes dans la zone euro	113
10	Synthèse des principales positions de l'Eurosystème en ce qui concerne l'adhésion	120
11	Procédures de consultation en 2001	170
12	Les auditions des représentants de la BCE devant le Parlement européen en 2001	181

### Tableaux

1	Composantes de M3	16
2	Contreparties de M3	19
3	Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	22
4	Évolution des prix et des coûts dans la zone euro	35
5	Inflation mesurée par les prix à la consommation : résultats pour 2001 et anticipations pour 2001 et 2002	39
6	Structure de la croissance du PIB en volume dans la zone euro	42
7	Production industrielle de la zone euro	45
8	Évolutions du marché du travail de la zone euro	46
9	Situations budgétaires dans la zone euro	50
10	Principales catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème	76
11	Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark	94
12	Indicateurs macroéconomiques pour la Suède	99
13	Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni	101
14	Flux de paiements dans <i>Target</i>	138
15	Pic d'activité de <i>Target</i> en 2001	139
16	Opérations de fusions et acquisitions auxquelles participent des banques de l'Union européenne	155

## Graphiques

1	Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	9
2	Croissance de M3 et valeur de référence	14
3	Estimations des <i>money gaps</i> nominal et réel	14
4	Variations de M3 et de ses contreparties	17
5	Encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	22
6	Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro	23
7	Pente de la courbe des rendements du marché monétaire et volatilité implicite des options sur contrats Euribor à trois mois	24
8(a)	Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	25
8(b)	Écart de taux d'intérêt à dix ans entre les États-Unis et la zone euro	25
9	Taux d'intérêt réel et point mort d'inflation calculé à partir de l'OATi française	26
10	Taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts et taux de marché comparable	30
11	Taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts et taux de marché comparable	31
12(a)	Indices des cours des actions dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	32
12(b)	Volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	32
13	Ventilation de l'IPCH de la zone euro par composantes	36
14	Ventilation des prix à la production de la zone euro	40
15	Coûts salariaux unitaires, rémunération par tête et productivité du travail dans la zone euro	40
16	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro	41
17	Indicateurs de confiance dans la zone euro	43
18	Exportations de biens et production industrielle de la zone euro	44
19	Chômage dans la zone euro	47
20	Taux de change effectif nominal de l'euro	59
21	Compte de transactions courantes et échanges de biens et services de la zone euro	63
22	Indices de volume des exportations extra-zone euro de biens de consommation, de biens intermédiaires et de biens d'équipement	64
23	Compte de revenus de la zone euro	64
24	Flux financiers nets de la zone euro en 2000 et 2001	65
25	Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2001	69
26	Nombre de soumissionnaires et écart entre le taux de <i>swap</i> contre Eonia à deux semaines et le taux de soumission minimal	71
27	Indicateurs économiques et financiers relatifs aux pays de l'UE hors zone euro et à la zone euro	96
28	Taux de change bilatéraux des monnaies des pays de l'UE hors zone euro par rapport à l'euro	97
29	Actions en matière de coopération entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats en 2001	122
30	Répartition intrajournalière des paiements transfrontière traités par <i>Target</i> en 2001	139
31	Évolution des garanties transfrontière en pourcentage du volume total de garanties fournies à l'Eurosystème	141

## Abréviations

### Pays

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

### Autres

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque(s) centrale(s) nationale(s)
BPM5	Manuel de la balance des paiements du FMI (5 <sup>e</sup> édition)
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 3	Classification type pour le commerce international (3 <sup>e</sup> version révisée)
CUMIN	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
CVS	Corrigé des variations saisonnières
Écu	Unité de compte européenne
EUR	Euro
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FMI	Fonds monétaire international
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. I	Nomenclature générale des activités économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
UE	Union européenne

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



Le passage à l'euro fiduciaire dans les douze États membres de la zone euro a été un événement historique. Les quatorze feuillets intercalaires du présent *Rapport annuel* illustrent des scènes relatives au passage à l'euro fiduciaire, tirées d'une collection de photographies commandées par la Banque centrale européenne. Réalisées par le photographe Claudio Hils, elles représentent les préparatifs engagés dans l'ensemble de la zone euro, depuis la conception et la production des billets et pièces en euros jusqu'à l'introduction même de l'euro fiduciaire, le 1<sup>er</sup> janvier 2002.

	Page
Banque centrale européenne : Le symbole de l'euro devant la façade de l'Eurotower a été illuminé pour la première fois le 31 décembre 2001 à minuit.	XIV
Autriche : Robert Kalina, maquettiste des billets de banque en euros, à l'œuvre à l'Österreichische Nationalbank (Banque nationale d'Autriche), Vienne	6
France : Nettoyage d'une plaque d'impression dans les ateliers de la Fabrication des billets de la Banque de France à Chamalières	66
Grèce : Le contrôle des planches de billets dans les ateliers de la Fabrication des billets de la Banque de Grèce, Athènes	84
Belgique : (à droite) Luc Luyckx, de la Monnaie Royale de Belgique à Bruxelles, réalisateur de la face commune des pièces en euros (à gauche) Une pièce de 2 euros et son modèle en plâtre	92
Italie : Le conditionnement des pièces en euros, Hôtel des Monnaies d'Italie, Rome	104
Allemagne : Destruction de pièces nationales à proximité de Francfort	124
Espagne : Billets de banque en euros conditionnés sous cellophane, Banco de España (Banque d'Espagne), Madrid	136
Portugal : (à droite) Véhicule blindé quittant les ateliers portugais de la Fabrication des billets avec un chargement de billets en euros (à gauche) Gardes assurant la sécurité dans la rue lors du transport des espèces	150
Finlande : Formation des caissiers, Suomen Pankki (Banque centrale de Finlande), Helsinki	160
Irlande : Étudiants irlandais « personnifiant » les billets et pièces en euros dans un centre commercial de Dublin	168
Banque centrale européenne : Les lauréats du concours « Deviens un champion de l'euro », en compagnie de Willem F. Duisenberg, président de la Banque centrale européenne, durant la cérémonie de remise des prix le 31 décembre 2001 à Francfort	176
Luxembourg : La Banque centrale du Luxembourg célébrant le jour de l'introduction de l'euro, le 1 <sup>er</sup> janvier 2002	186
Pays-Bas : Jeunes gens examinant leurs premiers billets en euros retirés d'un DAB à Maastricht, dans les premières minutes du 1 <sup>er</sup> janvier 2002	200



Banque centrale européenne : **Le symbole de l'euro devant la façade de l'Eurotower a été illuminé pour la première fois le 31 décembre 2001 à minuit.**

# **Avant-propos**





Dans l'avant-propos de ce *Rapport* consacré à l'exercice 2001, je tiens tout d'abord à évoquer cette étape importante du processus d'intégration monétaire européenne que constitue le passage à l'euro fiduciaire entrepris le 1<sup>er</sup> janvier 2002. Il s'est déroulé de façon beaucoup plus harmonieuse qu'attendu, le retrait des anciennes coupures ayant, pour une large part, été effectué bien avant le 1<sup>er</sup> mars, date officielle de cessation du cours légal des dernières monnaies nationales encore en circulation dans les pays de la zone euro. Je rends hommage à tous les citoyens de la zone euro qui ont accepté les nouvelles espèces en euros avec enthousiasme, ainsi qu'aux agents économiques et financiers qui ont contribué à la réussite du passage à l'euro fiduciaire. Trois ans après son lancement, l'euro est finalement devenu, avec l'introduction des billets et pièces, une réalité tangible pour plus de 300 millions de citoyens européens.

Durant l'année qui a précédé le passage à l'euro fiduciaire, la hausse des prix, mesurée à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 2,5 %, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en 2000. Cette légère progression de l'inflation enregistrée l'année dernière a

été principalement due à l'évolution des composantes les plus volatiles de l'IPCH, à savoir l'énergie et les produits alimentaires non transformés. L'incidence de la hausse des prix de l'énergie et de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro en 2000, ainsi que les conséquences des épizooties survenues dans plusieurs pays de la zone euro sur les prix des produits alimentaires non transformés, ont été les principaux facteurs ayant contribué à l'accélération du taux d'inflation. Celui-ci a atteint un point haut de 3,4 % en mai 2001 avant de revenir progressivement à 2,0 % en décembre (en glissement annuel). Cette inflexion a résulté principalement de la dissipation des facteurs ayant engendré des tensions inflationnistes fin 2000 et au cours des premiers mois de 2001. Début 2002, la hausse des prix s'est légèrement accélérée, en raison d'effets de base, de relèvements de la fiscalité indirecte dans certains pays et de conditions météorologiques défavorables. Toutefois, le passage à l'euro fiduciaire n'a eu, semble-t-il, qu'une incidence faible, voire négligeable, sur l'évolution des prix.

Au cours de l'année dernière, les risques pesant globalement sur la stabilité des prix se sont progressivement atténués. La situation économique dans la zone euro s'est dégradée, sous l'effet du ralentissement économique mondial, qui s'est manifesté depuis fin 2000. Les attentats survenus aux États-Unis ont accru l'incertitude et prolongé le tassement de l'activité économique. Compte tenu de la diminution des risques inflationnistes dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'abaisser à quatre reprises les taux d'intérêt directeurs de la BCE en 2001, de 150 points de base au total. Depuis le 8 novembre 2001, le Conseil des gouverneurs de la BCE n'a plus modifié ses taux directeurs, les maintenant à un niveau approprié au maintien de la stabilité des prix à moyen terme : le taux de soumission minimal, notamment, a été laissé inchangé à 3,25 %. Même si la croissance annuelle de M3 a atteint des niveaux élevés fin 2001, cette évolution n'a pas été jugée susceptible de compromettre les perspectives de stabilité

des prix dans la zone euro. En effet, elle doit être essentiellement analysée à la lumière de la forte incertitude qui régnait sur les marchés de capitaux au second semestre 2001. Début 2002 sont apparus les premiers signes de reprise de l'activité dans la zone euro. Même si, pour le moment, la vigueur de la reprise économique est encore entourée d'une relative incertitude, les conditions sont réunies, dans la zone euro, pour assurer un redémarrage.

La dégradation de la situation économique en 2001, conjuguée aux facteurs ayant entraîné une accélération temporaire du rythme d'inflation au début de l'année, a posé des défis majeurs à la conduite de la politique monétaire dans la zone euro. Néanmoins, l'année s'est achevée sur la perspective d'un prochain retour à un rythme annuel d'inflation conforme à la définition de la stabilité des prix de la BCE, moins de 2%, et la probabilité d'un maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

À cet égard, le niveau des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro traduit la confiance des marchés dans la détermination et la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix à moyen et long terme. En outre, différents indicateurs des anticipations d'inflation des agents économiques ont clairement montré que la crédibilité de la BCE dans la réalisation de la stabilité des prix à moyen terme était très forte. C'est ce que reflète le niveau relativement bas de l'incertitude relative à l'inflation dans la zone euro : ainsi, la réduction structurelle de la prime de risque liée à l'inflation illustre de façon très convaincante les avantages économiques réels que la zone euro a tirés de la conduite appropriée de politiques de stabilité sur plusieurs années.

Le ralentissement économique dans la zone euro en 2001 a également posé des défis en matière de politique budgétaire. Le déficit budgétaire moyen des pays ayant adopté l'euro a atteint 1,3 % du PIB l'année dernière, par le jeu des stabilisateurs automatiques et sous l'effet des réductions d'impôts

importantes consenties dans certains pays de la zone euro. Pour la première fois depuis 1993, la situation budgétaire globale de la zone euro s'est dégradée. Ainsi, la plupart des pays n'ont pas réussi à atteindre les objectifs fixés dans leurs programmes de stabilité fin 2000. En moyenne, l'écart entre ces objectifs et le déficit budgétaire constaté a atteint 0,7 % de PIB. Les règles du Pacte de stabilité et de croissance autorisent, en principe, le jeu des stabilisateurs automatiques si la croissance économique s'écarte de sa tendance. En effet, si un pays parvient, à moyen terme, à l'équilibre ou l'excédent budgétaire, il est très peu probable que les fluctuations normales du cycle d'activité conduisent à un déficit budgétaire supérieur à 3 % du PIB, seuil fixé par le Traité. C'est pourquoi il est très important que les pays qui n'ont pas encore atteint un équilibre ou un excédent budgétaire à moyen terme s'efforcent d'y parvenir le plus rapidement possible. À cet égard, le Pacte de stabilité et de croissance a été mis à l'épreuve au cours de 2001 et début 2002, mais il a conservé son efficacité. Si certains pays ne respectaient pas le Pacte de stabilité et de croissance et ne profitaient pas de la reprise économique pour améliorer de façon substantielle leur situation budgétaire, la crédibilité des politiques budgétaires dans la zone euro serait sérieusement compromise. Cela aurait non seulement des conséquences négatives sur la croissance économique à moyen terme, mais rendrait également plus difficile la mission de la politique monétaire de maintien de la stabilité des prix.

L'année 2001 a également marqué le dixième anniversaire de la conclusion des négociations sur le Traité sur l'Union européenne. Le cadre de politique macroéconomique défini par ce Traité a bénéficié à la fois à l'Union européenne et à la zone euro. Après les expériences malheureuses des années soixante-dix et quatre-vingt, les rédacteurs du Traité avaient pris conscience que les politiques monétaire et budgétaire ne devaient pas être tournées vers le réglage fin de l'activité économique mais devaient plutôt créer un environnement macroéconomique

stable. C'est uniquement à cette condition que ces politiques peuvent apporter une contribution durable à la croissance économique. À cette fin, la politique monétaire doit chercher à préserver la stabilité des prix, et la politique budgétaire à assurer une gestion saine des finances publiques.

Dans le même esprit, seules des réformes structurelles visant à améliorer le fonctionnement des marchés peuvent permettre de renforcer la croissance potentielle de la zone euro, qui est actuellement de 2 % à 2,5 % par an selon les estimations de la BCE. L'amélioration de la flexibilité du marché du travail et la poursuite de la modération des salaires sont également d'une importance capitale pour réduire le chômage, dont le niveau élevé, 8,3 % en 2001, est inacceptable. L'an dernier, un certain nombre de mesures ont été prises, en particulier s'agissant des marchés de produits, notamment à la suite du Conseil européen de Lisbonne de mars 2000, qui a mis l'accent sur l'importance des réformes structurelles pour promouvoir la croissance économique et réduire le chômage dans l'Union européenne. Toutefois, il convient d'accélérer l'ensemble du processus. De fait, le principal défi que l'Union européenne et la zone euro devront relever dans les années à venir consiste à réaliser des progrès notables sur le plan des réformes structurelles.

La substitution de l'euro aux anciennes monnaies nationales soulève d'importants enjeux relatifs à la répartition du revenu monétaire au sein de l'Eurosystème, c'est-à-dire la BCE et les banques centrales nationales (BCN) des États membres participant à la zone euro, qui assurent collectivement à l'échelle de la zone euro les missions d'une banque centrale. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a pris, en décembre 2001, des décisions relatives à l'émission des billets en euros et à la répartition du revenu monétaire. À compter de 2002, la BCE émettra ainsi 8 % du total des besoins en billets de banque en euros, et l'émission des 92 % restants sera répartie

entre les BCN de l'Eurosystème en fonction de leurs parts dans le capital de la BCE. Le revenu de seigneurage des BCN provenant des billets de banque en euros émis sera inclus dans le revenu monétaire qui doit être mis en commun et réparti conformément aux dispositions énoncées dans les statuts de la BCE et du Système européen de banques centrales (SEBC). Afin de limiter son incidence sur les situations financières relatives des BCN, le nouveau régime sera mis en place progressivement pendant une période de transition qui prendra fin en 2007. À compter de 2008, la totalité du revenu monétaire perçu sera réparti entre les BCN conformément à leurs parts respectives dans le capital de la BCE.

À fin 2001, la BCE employait 1 043 personnes ressortissantes des quinze États membres, pour un effectif total budgété de 1 118,5 personnes. 941 personnes étaient employées à fin 2000. Le budget de la BCE pour 2002 envisage de porter les effectifs à un peu plus de 1 150 personnes dans le courant de l'année. À la lumière de l'expérience acquise par la BCE au cours de ses trois ans et demi d'existence, un certain nombre de changements ont été apportés à son organisation. Afin d'accroître les synergies entre les différents secteurs d'activité, le Directoire a décidé de redéfinir les missions dévolues à chacun de ses membres. De plus, les compétences respectives des unités de la BCE ont fait l'objet de certaines modifications. Ces évolutions apparaissent dans le nouvel organigramme de la BCE.

En 2001, la BCE a réalisé un bénéfice net de 1,822 milliard d'euros.

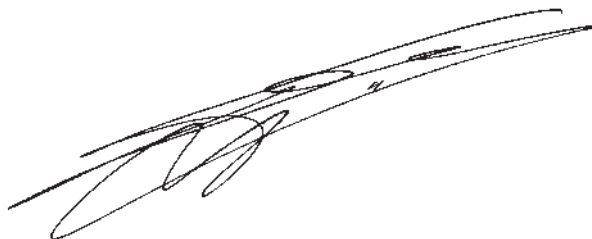
Ce *Rapport annuel* présente une vue d'ensemble des activités du Système européen de banques centrales et de l'Eurosystème en 2001. Il rend compte également de la politique monétaire conduite en 2001 et début 2002. Il met l'accent sur les nombreuses questions, parfois de nature technique, qui se sont posées dans le cadre de

la mise en place et de la consolidation de l'Eurosystème en tant que « banque centrale » de la zone euro.

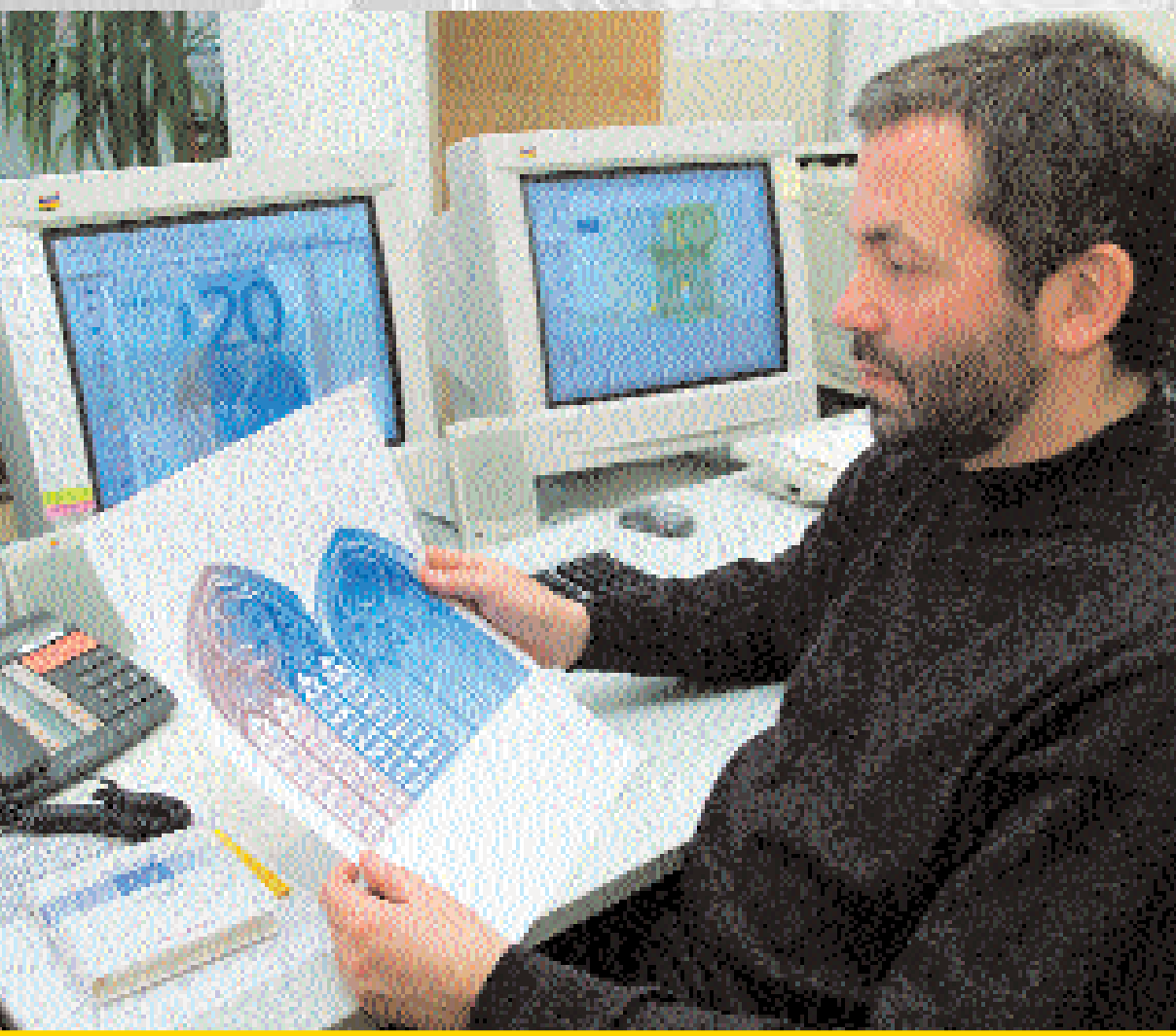
Je conclurai cet avant-propos en revenant sur l'événement historique qui a marqué la fin de l'année 2001 et le début de l'année 2002. L'introduction des billets et des pièces en euros ne représente pas uniquement la phase finale du processus d'intégration monétaire, mais donne également une impulsion nouvelle à l'intégration économique et financière de l'Europe. Tout d'abord, la transparence accrue des prix résultant du passage à l'euro fiduciaire encouragera le développement des échanges intra-zone euro et donc de la concurrence. Ensuite, les agents économiques seront davantage conscients de l'inachèvement du Marché unique : il subsiste, en effet, des obstacles réglementaires, administratifs et juridiques aux échanges de biens, aux prestations de services transfrontière et à la mobilité du travail. L'introduction de l'euro, justifiée entre autres par la volonté de parachever la création du Marché unique, contribuera de ce fait à mettre en lumière ces obstacles et à encourager les efforts en vue de leur suppression. De fait, dès lors que, au sein de la zone euro, les gouvernements ont abandonné volontairement leur monnaie nationale et que les citoyens sont en mesure de tirer parti sur le plan économique de l'utilisation d'une monnaie unique dans une zone économique

élargie, ces derniers demanderont pourquoi il est possible d'avoir une monnaie unique, mais non de supprimer les obstacles subsistants entre leurs pays. En d'autres termes, l'intégration européenne pourrait à l'avenir tenir davantage d'un processus issu de la base, à l'initiative des citoyens européens, que d'un processus émanant du sommet, piloté par les hommes politiques et les experts. Il est rare que des dirigeants de banque centrale prennent part à un événement susceptible de remodeler en profondeur les sociétés et leurs économies, tel que le passage à l'euro fiduciaire. J'ai eu le grand privilège de présider l'Eurosystème au moment où ces événements se sont déroulés, et j'aimerais exprimer ici ma gratitude et ma fierté envers tous mes collègues, sans exception, de la BCE et des BCN qui ont transcrit dans la réalité quotidienne le contrat solennel et les projets définis à Maastricht par les nations européennes.

Francfort-sur-le-Main, mars 2002

A handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping loops and lines, characteristic of Willem F. Duisenberg's signature.

Willem F. Duisenberg



Autriche : **Robert Kalina**, maquettiste des billets de banque en euros, à l'œuvre à la **Oesterreichische Nationalbank** (Banque nationale d'Autriche), Vienne

# Chapitre I

## **Les évolutions économiques et la politique monétaire**

## I Vue d'ensemble : les décisions de politique monétaire en 2001

En 2001, la conduite de la politique monétaire de la zone euro s'est inscrite dans un environnement comportant des défis majeurs. L'une des tâches les plus ardues auxquelles a dû faire face le Conseil des gouverneurs de la BCE a été d'apprécier rapidement et précisément la modification progressive des perspectives de croissance dans la zone euro, découlant essentiellement du ralentissement économique mondial et de l'incidence des hausses des cours du pétrole et des prix de l'alimentation sur le revenu disponible réel. Cette mission a été rendue plus complexe par le choc mondial provoqué par les attentats du 11 septembre aux États-Unis qui a accru les incertitudes et aggravé le ralentissement économique déjà en cours au niveau de l'économie mondiale et dans la zone euro. La conduite de la politique monétaire a par ailleurs été compliquée par les tensions inflationnistes à court terme associées aux effets différés du renchérissement des importations intervenu en 2000 et à l'incidence des épizooties, qui ont touché le bétail, sur la hausse des prix des produits alimentaires non transformés début 2001. Dans ce contexte, les décisions relatives aux taux d'intérêt prises par le Conseil des gouverneurs ont eu pour objectif le maintien de la stabilité des prix à moyen terme apprécié sur la base des perspectives dégagées par l'analyse menée dans le cadre des deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

Début 2001, les taux directeurs de la BCE étaient ceux en vigueur depuis le 5 octobre 2000, date à laquelle le Conseil des gouverneurs les avait relevés de 25 points de base. À cette date, en conformité avec une évaluation faisant ressortir l'existence de risques à la hausse sur la stabilité des prix, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème avait été porté à 4,75 %, tandis que les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt étaient relevés à 5,75 % et 3,75 % respectivement (cf. graphique 1). Sous l'effet de la hausse des cours du pétrole et de la

dépréciation du taux de change de l'euro en 1999 et durant la majeure partie de 2000, l'inflation était demeurée pendant quelques mois à des niveaux supérieurs à ceux compatibles avec la stabilité des prix. À ce moment, la plupart des prévisions anticipaient que la croissance économique demeurerait vigoureuse tant dans la zone euro qu'à l'extérieur de celle-ci, d'où un risque accru de voir la hausse des prix exercer une incidence plus durable sur l'inflation au travers d'effets de second tour par l'intermédiaire des salaires. En outre, les évolutions des agrégats monétaires et de crédit révélaient l'existence de risques de tensions inflationnistes dans un contexte de croissance toujours ferme.

Courant 2001, les risques pesant sur la stabilité des prix se sont, globalement, peu à peu atténués. En ce qui concerne le premier pilier, la croissance de M3, qui avait déjà commencé à fléchir en 2000, a continué de se ralentir début 2001. Cette décélération était principalement imputable à un net ralentissement de l'expansion des composantes les plus liquides de M3, qui reflétait l'incidence du relèvement progressif des taux directeurs de la BCE depuis novembre 1999. Le taux de croissance annuel des prêts octroyés au secteur privé a également diminué à partir du début 2001. L'évolution plus modérée des agrégats monétaires et de crédit indiquait que les risques d'origine monétaire pesant sur la stabilité des prix devenaient plus équilibrés.

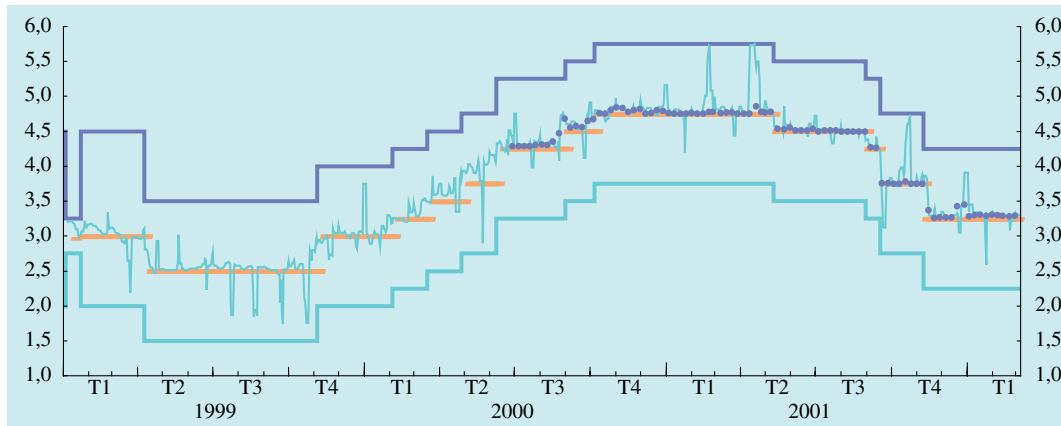
À fin 2000 étaient également apparues les premières indications montrant que les taux officiels de croissance monétaire étaient surestimés du fait de la prise en compte des achats, par des non-résidents de la zone euro, de titres négociables inclus dans M3. Une quantification approximative de ces biais, qui est devenue disponible peu avant la première réunion du Conseil des gouverneurs de mai 2001, permettait de penser que les montants impliqués étaient substantiels, puisqu'ils ont représenté jusqu'à 1 point de pourcentage du taux de croissance annuel de

## Graphique I

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

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



Source : BCE

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

M3, qu'ils avaient augmenté au fil du temps et qu'ils étaient supérieurs aux prévisions initiales. Compte tenu de ces facteurs, il est apparu que la croissance de M3 était moins prononcée qu'on ne l'avait cru tout d'abord, et les premières estimations de la croissance corrigée de M3 se sont d'emblée établies à des niveaux inférieurs à la valeur de référence de 4,5 % dès fin 2000 (ces distorsions n'ont pu être entièrement éliminées des statistiques officielles qu'en novembre 2001).

En ce qui concerne le second pilier, à fin 2000, l'économie mondiale faisait apparaître des signes de faiblesse, notamment avec les premiers indices d'un ralentissement aux États-Unis et d'une dégradation de l'économie au Japon ; ces deux mouvements se sont ajoutés aux incertitudes croissantes quant aux perspectives de croissance des autres régions du monde. Les premières indications selon lesquelles l'économie de la zone euro était affectée par ces évolutions se sont manifestées dans les secteurs les plus exposés à l'environnement extérieur. La croissance de la production industrielle a commencé à fléchir dès le début 2001, et

l'ensemble des enquêtes disponibles sur les conditions économiques ont également fait état d'un certain ralentissement de l'activité durant les premiers mois de 2001. Cependant, compte tenu de la forte progression de l'emploi et des allègements fiscaux mis en œuvre dans plusieurs pays, on tablait sur le maintien d'une consommation vigoureuse. Dans l'ensemble, tandis qu'il devenait de plus en plus évident que la croissance du PIB en volume se ralentissait dans la zone euro, les prévisions diffusées par plusieurs institutions au premier semestre 2001, de même que les projections établies par les services de l'Eurosystème, anticipaient un repli de la croissance du PIB en volume dans la zone euro en 2001 vers des niveaux globalement conformes à la croissance tendancielle de la production potentielle. Cependant, compte tenu des perspectives économiques internationales, les risques associés à ces projections se sont de plus en plus orientés à la baisse.

Un autre facteur pesant sur les perspectives de croissance, en particulier celles relatives à la consommation privée, a été la nouvelle



hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro début 2001. Cette évolution a contrecarré l'effet positif, sur le revenu disponible des ménages, des baisses de la fiscalité directe mises en œuvre dans certains pays de la zone euro fin 2000 et début 2001. Le taux annuel de progression de l'IPCH, qui s'établissait à 2,4 % en janvier 2001, a atteint un sommet de 3,4 % en mai 2001. Cette hausse était essentiellement imputable à un renchérissement des prix des produits alimentaires non transformés, lié à l'apparition d'épizooties touchant le bétail dans certains pays de la zone euro, ainsi qu'aux effets différés de hausses antérieures des cours du pétrole et de la dépréciation du taux de change de l'euro, qui s'étaient exercés par le biais des prix à la production. Par suite de ces effets indirects, la hausse des prix mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés a, elle aussi, affiché une progression régulière début 2001. Ces hausses de prix dans la zone euro ont constitué une source de préoccupation pour la conduite de la politique monétaire, puisqu'elles impliquaient également des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation à moyen terme, notamment en liaison avec d'éventuels effets de second tour par le biais des salaires.

Les inquiétudes relatives à ces effets de second tour se sont toutefois progressivement dissipées, parallèlement à la poursuite de la détérioration des perspectives de l'économie de la zone euro. La dégradation des perspectives de croissance économique impliquait, en effet, à la fois un allègement des tensions inflationnistes exercées par la demande intérieure et une diminution des risques que les salaires faisaient peser sur la hausse des prix. Dans ce contexte, et étant donné que les évolutions salariales restaient jusqu'alors modérées et que les chiffres révisés de M3 faisaient état d'une nette atténuation de la croissance de la masse monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 10 mai 2001, d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base.

L'activité économique dans la zone euro a continué de se ralentir au cours des mois suivants. Cette décélération s'explique principalement par un tassement des exportations de la zone euro et des investissements à la suite du ralentissement mondial et, dans le même temps, par une moindre croissance de la consommation. En outre, les tensions à court terme sur les prix se sont atténuées. Dans ce contexte, après avoir fléchi au cours de la période précédente, la croissance de M3 s'est stabilisée à partir du deuxième trimestre 2001 avant de s'inscrire à nouveau en hausse. Toutefois, pour plusieurs raisons, ce mouvement n'a pas été considéré comme porteur de risques pour l'inflation. Tout d'abord, une partie de la progression de M3 résultait des besoins accrus des agents économiques en termes d'encaisses de transaction, en liaison avec les hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires intervenues précédemment. Ensuite, la vive progression de M3 s'est produite durant une période où la courbe des rendements était relativement plate, ce qui a accru l'attrait de la détention d'actifs à court terme par rapport aux actifs à long terme. De plus, il est apparu que la baisse continue des cours des actions observée depuis le printemps 2000 et les incertitudes prévalant sur les marchés de capitaux avaient conduit bon nombre d'investisseurs à réorienter leurs placements vers des actifs à court terme liquides plus sûrs comme les dépôts. Enfin, il convient de noter que la forte croissance des statistiques officielles de M3 était toujours en partie faussée par la détention d'instruments négociables par les non-résidents de la zone euro. Tous ces facteurs, conjugués au nouveau recul de la progression des prêts au secteur privé, ont conduit à conclure que les informations en provenance du premier pilier étaient compatibles avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Dans un contexte de faiblesse de plus en plus manifeste de l'activité économique et de baisse des tensions inflationnistes, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 30 août 2001, de réduire une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE de 25 points de base.

Les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ont ébranlé l'économie mondiale et menacé de perturber le fonctionnement des marchés de capitaux. Immédiatement après ces événements, l'Eurosystème a pris des mesures visant à garantir le fonctionnement normal de ces marchés. Il a ainsi procédé à plusieurs opérations d'*open market* de réglage fin visant à apporter de la liquidité, ce qui a permis de stabiliser, en l'espace de quelques jours, les marchés interbancaires de la zone euro. En outre, grâce à un accord de *swap* de devises entre la BCE et le Système fédéral de réserve des États-Unis, l'Eurosystème a également contribué à soulager la pénurie de liquidité en dollars des banques de la zone euro (cf. chapitre II).

Les attentats survenus le 11 septembre ont accru les incertitudes partout dans le monde et étaient dès lors susceptibles de renforcer la tendance baissière qui caractérisait déjà l'activité économique. L'affaiblissement de l'environnement international a affecté négativement la demande extérieure de la zone euro et a freiné l'investissement des entreprises. De plus, le regain d'incertitude pouvait compromettre la croissance de la consommation. Dans ces circonstances, alors que les perspectives de croissance économique s'étaient déjà dégradées dans la zone euro avant les attentats, les risques de détérioration se sont accentués et une nouvelle atténuation des tensions inflationnistes est devenue probable. Dans ce contexte, à la suite d'une réunion extraordinaire tenue par voie de téléconférence le 17 septembre, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 50 points de base, agissant de concert avec le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve des États-Unis, qui avait pris une décision équivalente. La décision du Conseil des gouverneurs constituait une réponse à ces circonstances exceptionnelles, reflétant sa conviction qu'une réponse rapide et concertée à ce choc touchant le monde entier était nécessaire. Traduisant également l'analyse selon laquelle les tensions

inflationnistes avaient diminué dans la zone euro, elle était entièrement conforme à la stratégie de politique monétaire de la BCE.

Au cours de la période qui a suivi, les données disponibles, en particulier celles découlant du second pilier de la stratégie de politique monétaire, ont indiqué que les tensions inflationnistes allaient probablement continuer de s'atténuer à moyen terme. Dans le sillage des attentats du 11 septembre, il est apparu de plus en plus clairement que le ralentissement économique dans la zone euro serait plus long et plus prononcé que prévu. Un nouveau repli de la demande extérieure était attendu et les incertitudes créées par les attentats allaient probablement différer la reprise de l'investissement dans la zone euro et affecter négativement la consommation privée intérieure. Tous ces éléments ont conduit à considérer que l'activité économique demeurerait déprimée au second semestre 2001 et que la croissance du PIB en volume resterait, elle aussi, faible début 2002.

Dans le même temps, l'incidence sur le niveau des prix des chocs résultant des hausses des cours du pétrole et de la dépréciation du taux de change de l'euro en 1999 et en 2000, ainsi que du renchérissement des prix alimentaires observé début 2001, s'est peu à peu dissipée. En conséquence, l'IPCH a constamment reculé fin 2001. Le relâchement des tensions inflationnistes a probablement contribué à la stabilisation des anticipations d'inflation, dans la mesure où il est apparu que l'accélération de la hausse des prix enregistrée précédemment constituait un phénomène temporaire. Cette évolution, conjuguée au ralentissement de l'activité économique, était supposée soutenir la poursuite de la modération salariale.

Ce jugement n'a pas été démenti par l'analyse des données monétaires. Une nouvelle nette accélération de M3 a été observée après les attentats du 11 septembre, mais celle-ci reflétait sans doute dans une large mesure les réaménagements de portefeuille opérés par les investisseurs privés, qui ont délaissé les

actions et autres actifs financiers à plus long terme au profit des actifs à court terme plus liquides et relativement sûrs inclus dans M3. Ces mouvements ont été considérés comme une réaction des investisseurs au renforcement des incertitudes sur les marchés de capitaux ; c'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a estimé qu'elles n'auraient qu'une incidence temporaire sur la croissance de M3 et qu'elles n'augureraient pas de pressions inflationnistes ultérieures. Cette appréciation a été étayée par le fait que la croissance annuelle des financements octroyés au secteur privé a continué de s'affaiblir. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 novembre, de réduire les taux directeurs de la BCE de 50 points de base supplémentaires. À l'issue de cette décision, le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement s'est établi à 3,25 %, tandis que les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt se sont inscrits à 4,25 % et 2,25 %, respectivement.

Lors de la réunion du 8 novembre, le Conseil des gouverneurs a en outre décidé que, à compter de cette date, il ne procéderait, en principe, à l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire de la BCE et ne prendrait de décisions relatives aux taux d'intérêt que lors de sa première réunion du mois. Le Conseil des gouverneurs a annoncé que la seconde réunion du mois serait consacrée aux questions portant sur les autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosysteme.

Lors de la réunion du 6 décembre, le Conseil des gouverneurs a procédé à son examen habituel de la valeur de référence pour la croissance de M3 et a confirmé le taux de croissance annuel de 4,5 % retenu pour l'agrégat large M3. Cette décision se fonde sur la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE et sur des hypothèses inchangées d'une croissance potentielle du PIB comprise entre 2 % et 2,5 % par an et d'un ralentissement tendanciel de la vitesse de circulation de M3 de 0,5 % à 1 % par an dans la zone euro. À cette occasion, il a été

rappelé que la valeur de référence est un concept qui doit être apprécié à moyen terme. Des écarts temporaires de M3 par rapport aux niveaux conformes à ses déterminants à long terme peuvent apparaître dans un contexte économique exceptionnel. La vigueur de la croissance de M3 à fin 2001 doit être évaluée à la lumière de ces considérations. Elle est intervenue dans un contexte économique et financier caractérisé par de lourdes incertitudes et ne devrait dès lors pas dénoter l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme. Il a également été rappelé que, si le climat d'incertitude caractérisant actuellement l'environnement économique et financier venait à se dissiper, la persistance d'un excédent de liquidité dans l'économie devrait faire l'objet d'un suivi attentif afin de déterminer si cette situation signale des risques pour la stabilité des prix.

À fin 2001 et début 2002, les informations disponibles ont confirmé les anticipations antérieures du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne les perspectives économiques de la zone euro et, partant, les décisions de politique monétaire à caractère prospectif prises précédemment. La croissance du PIB en volume a été proche de zéro au troisième trimestre 2001, et plusieurs indicateurs ont fait état d'une activité économique faible au quatrième trimestre 2001 et début 2002. Cela étant, une amélioration globale de la croissance économique était attendue courant 2002. Cette perspective s'est reflétée dans les prévisions diffusées par des institutions internationales ainsi que dans les projections des services de l'Eurosysteme publiées en décembre 2001. Plusieurs facteurs ont soutenu cette analyse. D'abord et surtout, il n'existait dans la zone euro aucun déséquilibre majeur nécessitant un long processus d'ajustement. Les incertitudes planant sur l'économie mondiale étant censées s'atténuer avec le temps, on considérait que les bons fondamentaux économiques, ainsi que les conditions de financement favorables en vigueur dans la zone euro, constituaient une assise solide

pour soutenir la reprise. En outre, le repli persistant de la hausse des prix à la consommation devait exercer une influence positive sur le revenu disponible réel, soutenant ainsi la demande intérieure. Dans l'ensemble, alors que le calendrier et la vigueur du redressement demeuraient incertains, les données disponibles début 2002 permettaient de tabler sur un raffermissement de l'activité.

Début 2002, l'ensemble des informations, y compris toutes les prévisions disponibles et projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, soutenaient l'hypothèse d'une probable stabilisation du rythme annuel de l'IPCH à des niveaux inférieurs à 2 % à moyen terme.

## 2 Les évolutions monétaires et financières

### 2.1 Les évolutions monétaires

#### ***Des facteurs spécifiques ont entraîné une forte croissance de M3***

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 s'est établi en moyenne à 5,5 % en 2001, contre 4,9 % en 2000. Toutefois, après avoir accusé un net ralentissement entre le printemps 2000 et début 2001, la progression de M3 s'est sensiblement accrue courant 2001, passant d'un point bas de 3,8 % en mars à 8,0 % en décembre (cf. graphique 2). À la suite de cette nette accélération, la moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 a été supérieure à la valeur de référence de 4,5 % à compter du second trimestre de l'année sous revue. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 pendant la période comprise entre octobre et décembre 2001 est ressortie à 7,8 % contre 4,1 % au cours de la période correspondante de 2000.

La vive progression de M3 enregistrée courant 2001 peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires a accru les besoins des agents économiques en encaisses de transaction, et l'accélération de M3 peut en partie être considérée comme un ajustement consécutif à la modeste croissance de la masse monétaire observée vers la fin 2000 et le début 2001.

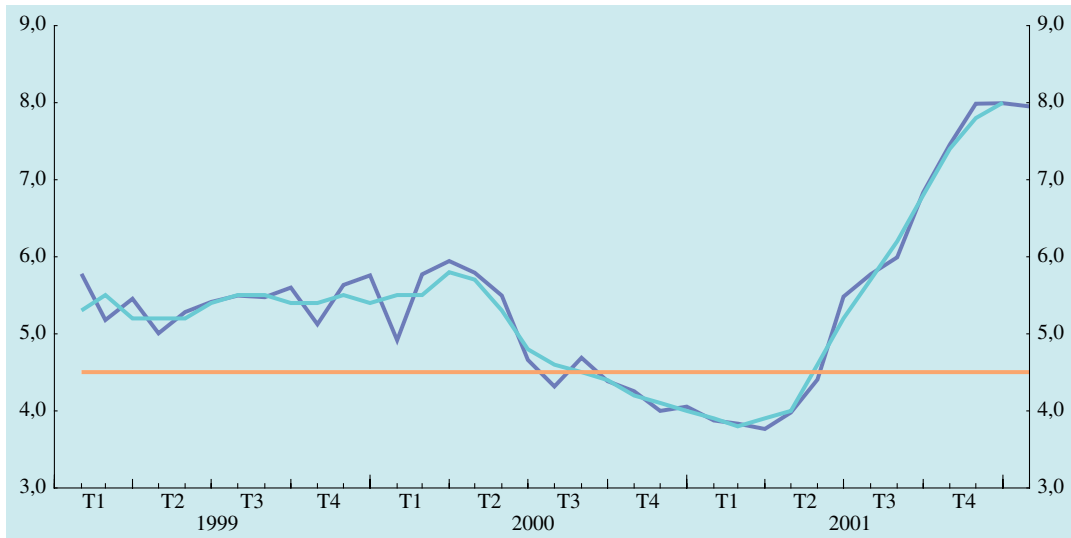
Les mesures de la liquidité, telles que l'écart monétaire (*money gap*) nominal et réel, permettent d'illustrer l'influence de ces deux facteurs. Dans le graphique 3, la mesure du *money gap* nominal est définie comme la différence entre l'encours effectif de M3 et celui qu'il aurait atteint si la croissance monétaire avait correspondu à la valeur de référence depuis décembre 1998 (retenu comme période de référence). La mesure du *money gap* réel est définie comme étant la différence entre l'encours observé de M3 corrigé de l'IPCH et le niveau réel de M3 induit par la croissance potentielle de la production et les tendances de la vitesse de circulation de M3 à moyen terme, la période de référence étant également décembre 1998. Lors de l'interprétation des *money gaps* nominal et réel, il y a lieu de tenir compte du fait que le choix de la période de référence est quelque peu arbitraire. Comme le montre le graphique 3, entre le début 2000 et le deuxième trimestre 2001, l'écart entre ces deux mesures s'est élargi. Cet écart était provoqué par la hausse de l'inflation au cours de cette période, reflétant le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Le niveau des prix plus élevé qui en a résulté, conjugué avec la faible croissance de M3, explique les bas niveaux du *money gap* réel à fin 2000 et début 2001, ce qui tendait à indiquer que le niveau de M3 en termes réels était alors insuffisant. L'accélération de M3 observée en 2001 s'expliquait dès lors probablement en partie par un effet de « rattrapage » et par une demande d'encaisses de transaction plus forte que nécessaire pour

## Graphique 2

### Croissance de M3 et valeur de référence

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

- M3
- M3 (moyenne mobile centrée sur trois mois)
- Valeur de référence (4,5 %)



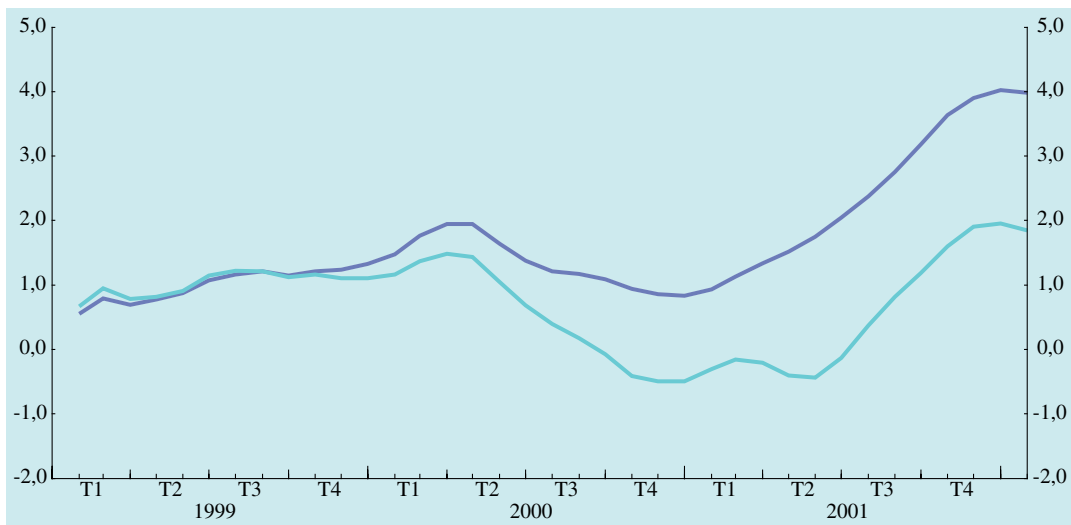
Source : BCE

## Graphique 3

### Estimations des *money gaps* nominal et réel

(en pourcentage de l'encours de M3 ; moyennes mobiles sur trois mois)

- *Money gap* nominal <sup>1)</sup>
- *Money gap* réel <sup>2)</sup>



Source : BCE

1) Écart entre l'encours effectif de M3 et le niveau compatible avec une croissance monétaire correspondant à la valeur de référence, la période de référence étant décembre 1998

2) Le money gap nominal moins l'écart des prix à la consommation par rapport à la définition de la stabilité des prix, la période de référence étant décembre 1998

ramener la détention de numéraire aux niveaux désirés en termes nominaux.

Une autre raison expliquant l'accroissement de la préférence pour la liquidité des investisseurs non-IFM de la zone euro en 2001 a été, du moins jusqu'en août, le profil relativement aplati de la courbe des rendements. Par conséquent, l'attrait relatif des actifs à très court terme rémunérés à un taux d'intérêt proche de celui du marché monétaire par rapport aux actifs à plus long terme est demeuré élevé durant la majeure partie de 2001. Alors que la courbe des rendements s'est progressivement repentifiée à partir de la fin de l'été 2001, à la suite des réductions des taux directeurs de la BCE, le repli corrélatif des taux d'intérêt de marché à court terme a réduit les coûts d'opportunité liés à la détention d'instruments inclus dans M3, en particulier ceux qui sont peu ou pas rémunérés, comme les dépôts à vue, par rapport à d'autres actifs à court terme non inclus dans M3 (comme par exemple les bons du Trésor). Cette évolution a dès lors constitué un facteur supplémentaire à l'origine de l'accélération de la croissance de M3 fin 2001.

Enfin, il apparaît que le profil de M3 observé en 2001 a été influencé par les évolutions des marchés boursiers. La faiblesse persistante des bourses mondiales entre mars 2000 et septembre 2001 semble avoir donné lieu à un renforcement progressif de l'aversion au risque des investisseurs à l'égard des actions. Ce facteur a, partant, induit un réaménagement des portefeuilles des investisseurs non-IFM de la zone euro, au détriment des actions et au profit des titres comportant un faible risque. Plus tard dans l'année, le net regain d'incertitude sur les marchés boursiers à la suite des attentats du 11 septembre a, lui aussi, entraîné une forte demande d'actifs sûrs et liquides.

Globalement, l'ensemble des facteurs susmentionnés a conduit à considérer que la forte dynamique monétaire observée en 2001 ne devait pas être source de préoccupations excessives. Étant donné qu'il s'agit de facteurs

de nature temporaire, ils ne doivent pas être considérés comme signalant des risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

Si l'on examine plus en détail l'évolution des composantes de M3, on constate que l'encours des billets et pièces en circulation s'est nettement contracté en rythme annuel en 2001 (cf. tableau 1). Cette évolution reflète, dans une large mesure, l'incidence croissante de la perspective du passage à l'euro fiduciaire (cf. encadré 1 pour de plus amples détails). En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à vue, après avoir été très modéré pendant les quatre premiers mois de 2001, a fortement augmenté par la suite, en particulier au second semestre de l'année. Comme pour M3 considéré globalement, l'accélération de la progression des dépôts à vue peut en partie être considérée comme un effet de « rattrapage » après la faible croissance observée antérieurement et comme un ajustement au relèvement du niveau des prix, étant donné que ces composantes très liquides sont étroitement liées aux transactions. En outre, il semble que des avoirs détenus sous forme d'espèces aient été, dans une large mesure, convertis en dépôts à vue. La forte augmentation des dépôts à vue, notamment à partir de septembre, s'explique également par les lourdes incertitudes pesant sur les marchés de capitaux, puisque les investisseurs ont, semble-t-il, utilisé les dépôts à vue comme un instrument leur permettant de « stocker » leurs liquidités pour une courte durée.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables inclus dans M3 a également augmenté sensiblement, pour atteindre 20,9 % au dernier trimestre de 2001, contre 6,5 % au dernier trimestre de l'année précédente. Cette hausse a vraisemblablement essentiellement résulté des réaménagements de portefeuille induits à la fois par les évolutions sur les marchés boursiers mondiaux et le profil relativement aplati de la courbe des rendements de la zone euro durant la majeure partie de l'année. Les instruments négociables sont

## Tableau I

### Composantes de M3

(variations annuelles en pourcentage ; moyennes trimestrielles)

	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2002 Janv.
<i>Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier</i>						
<b>M1</b>	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
<i>dont</i> : Billets et pièces en circulation	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
<i>dont</i> : Dépôts à vue	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
<b>M2</b>	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3 – M2 (= instruments négociables)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
<b>M3</b> <sup>1)</sup>	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier</i>						
Billets et pièces en circulation	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Dépôts à vue	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Pensions	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Titres d'OPCVM monétaires	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Instruments du marché monétaire et titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

Source : BCE

1) Séries corrigées de l'ensemble des avoirs des non-résidents de la zone euro en instruments négociables

particulièrement adaptés pour des prises de positions temporaires, dans la mesure où ils sont liquides, comportent peu de risques et où leur rémunération, étroitement liée aux taux d'intérêt du marché, est généralement supérieure à celle des dépôts bancaires à court terme. Au sein des instruments négociables, l'augmentation du taux de croissance annuel des titres d'OPCVM monétaires a été particulièrement vive au dernier trimestre 2001 (30,2 % contre 1,8 % au dernier trimestre 2000).

Enfin, la croissance annuelle des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue s'est, elle aussi, accentuée en 2001, poursuivant une tendance haussière amorcée début 2000. Cette hausse masque toutefois des évolutions contrastées entre les dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) et les dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans). Alors que le taux de variation annuel des dépôts d'épargne à court terme s'est fortement redressé (passant de -4,9 % au dernier trimestre 2000 à 5,0 % au dernier trimestre 2001), le taux de

croissance annuel des dépôts à court terme s'est sensiblement atténué, essentiellement durant le second semestre, revenant de 12,6 % au dernier trimestre 2000 à 6,9 % au dernier trimestre 2001. Ces mouvements ont reflété l'évolution des taux d'intérêt appliqués par les banques de dépôts à ces composantes de M3, qui a modifié leur attrait relatif en 2001. De fait, à partir de fin 2000, l'écart entre les taux d'intérêt des dépôts à court terme et ceux des dépôts d'épargne à court terme s'est resserré de 80 points de base, revenant à 60 points de base en décembre 2001 ; cette évolution traduit le fait que les dépôts à terme ont suivi de plus près le repli progressif des taux d'intérêt à court terme en 2001. En conséquence, les dépôts d'épargne à court terme sont devenus relativement plus attractifs.

Le taux de croissance annuel de M3 est passé de 8,0 % en décembre 2001 à 7,9 % en janvier 2002. La moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de l'agrégat monétaire large M3 a progressé, passant de 7,8 %, pour la période allant d'octobre à décembre 2001 à 8,0 % entre novembre 2001 et janvier 2002. Ce mouvement haussier

masque, toutefois, un ralentissement de la dynamique à court terme de M3, comme le montre la diminution du taux de croissance semestriel annualisé, qui est revenu de 9,7 % en novembre 2001 à 8,7 % en décembre 2001, puis 8,1 % en janvier 2002.

### Le ralentissement de la croissance des créances sur le secteur privé

Le graphique 4 fournit une vue d'ensemble des évolutions de M3 et de ses contreparties en 2001. Il montre que la forte accélération de M3 s'est accompagnée d'un ralentissement de la croissance du crédit (qui est néanmoins demeurée relativement robuste), d'une modeste progression des engagements financiers à long terme et d'une augmentation des créances nettes sur les non-résidents. Cette situation contraste fortement avec celle de 1999, où la forte croissance de M3 était allée de pair avec une progression soutenue des financements, une hausse marquée des engagements financiers à long

terme et une forte diminution des créances nettes des IFM sur les non-résidents.

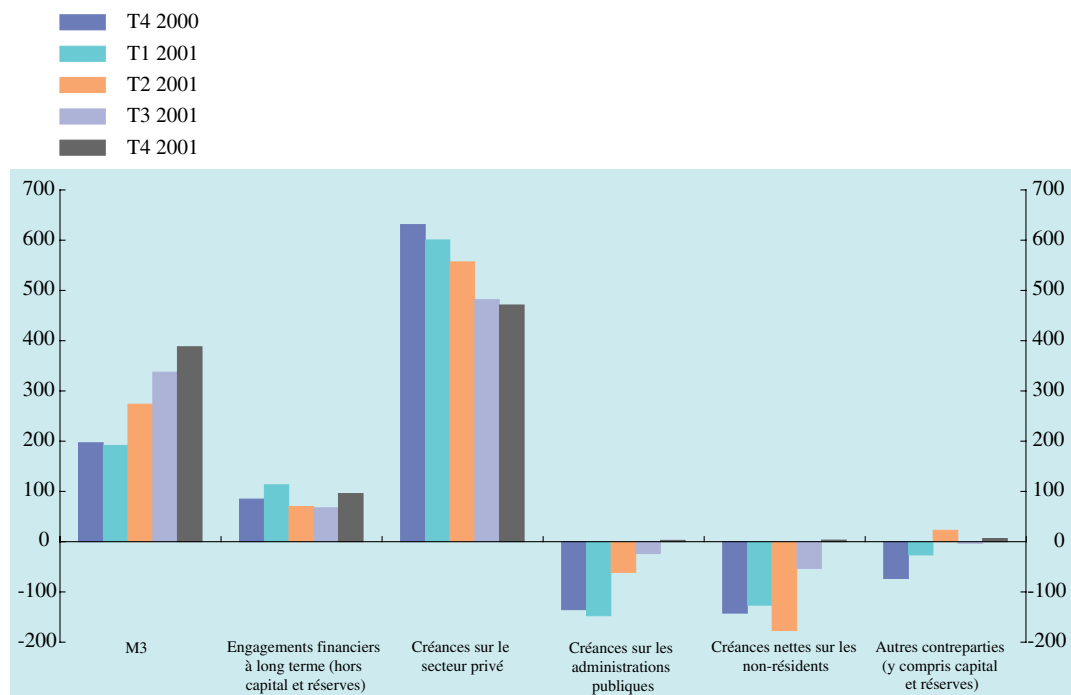
Si l'on examine ces évolutions plus en détail, s'agissant des financements, on constate que le taux de croissance annuel moyen de l'ensemble des concours octroyés par les IFM aux résidents de la zone euro est revenu à 5,5 % en 2001, alors qu'il avait atteint 7,1 % en 2000. Ce repli reflète les évolutions contrastées enregistrées par les créances sur les administrations publiques et les créances sur le secteur privé.

Les créances sur les administrations publiques se sont fortement redressées en 2001, affichant uniquement un faible recul annuel (0,5 %) au dernier trimestre de l'année, ce qui contraste avec la forte contraction en rythme annuel (7,0 %) enregistrée au dernier trimestre 2000 (cf. tableau 2). Cette reprise peut en partie refléter les besoins de financement accrus des administrations publiques dans l'ensemble de la zone euro,

## Graphique 4

### Variations de M3 et de ses contreparties

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



Source : BCE



dans le contexte d'une détérioration des soldes budgétaires.

À l'inverse, le taux de croissance annuel des créances des IFM sur le secteur privé s'est fortement ralenti en 2001, revenant de 10,5 % au dernier trimestre 2000 à 6,9 % au dernier trimestre 2001. Ce recul s'explique par le net fléchissement du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé, qui est revenu à 6,5 % au dernier trimestre 2001, alors qu'il s'élevait à 9,6 % au dernier trimestre de l'année précédente. La ventilation sectorielle trimestrielle des prêts octroyés par les IFM de la zone euro au secteur privé non financier fait apparaître que, en 2001, tant la progression des prêts accordés aux sociétés non financières que celle des prêts aux ménages ont faibli (cf. tableau 2). En ce qui concerne les prêts aux ménages, on a observé un ralentissement particulièrement marqué du crédit à la consommation (dont la croissance est revenue de 7,8 % au dernier trimestre 2000 à 3,7 % au dernier trimestre 2001), qui traduit peut-être la détérioration de la confiance des consommateurs de la zone euro ainsi que le ralentissement de l'activité économique pendant l'année. Le taux de croissance annuel des prêts au logement est revenu de 8,6 % au dernier trimestre 2000 à 6,6 % au dernier trimestre 2001. Ce recul s'explique sans doute en partie par le moindre dynamisme des marchés immobiliers de certains pays de la zone euro. Dans le même temps, le maintien d'une demande relativement vive de prêts au logement peut s'expliquer par la baisse relativement importante des taux d'intérêt appliqués à ces prêts par les banques de dépôts durant l'année. En ce qui concerne les sociétés non financières, le taux de croissance annuel des prêts qui leur sont octroyés est revenu à 6,3 % au quatrième trimestre 2001, alors qu'il atteignait 10,9 % au dernier trimestre de l'année précédente. Cette évolution est en partie imputable à l'affaiblissement ou à la résorption de facteurs spécifiques qui avaient poussé à la hausse, en 2000, le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises, notamment la vigueur du mouvement de fusions et acquisitions et le financement des licences UMTS. En outre,

l'affaiblissement de la croissance économique a probablement joué un rôle important dans le ralentissement de la progression des prêts aux entreprises.

La modeste croissance des engagements financiers à long terme du secteur des IFM (hors capital et réserves) atteste, elle aussi, les réaménagements déjà évoqués des portefeuilles, en 2001, au profit des actifs inclus dans M3. Le taux de progression annuel des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) s'est élevé à 2,8 % au dernier trimestre 2001, niveau particulièrement faible par rapport au passé. Cette évolution tient, en partie, au maintien d'un profil relativement plat de la courbe des rendements durant la majeure partie de 2001. Le resserrement de l'écart entre le rendement des engagements financiers à long terme et la rémunération des instruments à court terme a probablement pesé sur la demande d'engagements financiers à long terme en 2001. En outre, l'instabilité régnant sur les marchés financiers, en particulier après les attentats de septembre, semble avoir contribué à l'affaiblissement de la demande d'actifs à long terme, même si, durant les deux derniers mois de l'année, la croissance de cette contrepartie a paru se redresser légèrement. Cette évolution pourrait s'expliquer par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements à partir d'août et par une normalisation de la situation sur les marchés financiers après le regain d'incertitude provoqué par les attentats du 11 septembre.

Enfin, l'évolution des flux de créances nettes des IFM sur les non-résidents s'est sensiblement modifiée en 2001. Après la forte contraction de la position créditrice nette du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents en 1999 et en 2000 (à hauteur de 196,6 milliards d'euros et 142,3 milliards, respectivement), les créances nettes du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents se sont accrues de 3,0 milliards au cours de la période de douze mois se terminant en décembre 2001. La nette amélioration de la position créditrice nette

**Tableau 2****Contreparties de M3***(variations annuelles en pourcentage ; moyennes trimestrielles ; données non corrigées des effets saisonniers et de calendrier)*

	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2002 Janv.
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
<b>Créances sur les administrations publiques</b>	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Titres autres que des actions	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Prêts	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
<b>Créances sur les autres résidents de la zone euro</b>	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Titres autres que des actions	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Actions et autres titres de participations	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Prêts	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8
<i>Pour mémoire : ventilation sectorielle des prêts (fin de trimestre) <sup>1)</sup></i>						
<i>Aux sociétés non financières</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>Aux ménages</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Crédits à la consommation <sup>2)</sup></i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Prêts au logement <sup>2)</sup></i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Autres prêts</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

Source : BCE

1) Les taux de croissance sont calculés à partir des données de flux. Les secteurs correspondent aux définitions du SEC 95. Pour plus de détails, se reporter à la note de bas de page du tableau 2.5 de la partie Statistiques de la zone euro du Bulletin mensuel de la BCE et aux notes techniques correspondantes. Les différences entre certains sous-totaux et leurs composantes sont dues aux arrondis.

2) Les définitions des crédits à la consommation et des prêts au logement ne sont pas entièrement homogènes dans l'ensemble de la zone euro.

des IFM traduit essentiellement le fait que les non-IFM ont été à l'origine d'importantes entrées de fonds dans la zone euro au cours de la période comprise entre juin et décembre 2001. Les données de la balance des paiements semblent indiquer que cette évolution correspond à des entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés et, en particulier, des opérations sur titres de participation.

## 2.2 Les marchés de capitaux

### La croissance des émissions de titres de créance s'est poursuivie

En 2001, le marché des titres de créance émis par les résidents de la zone euro a poursuivi sa croissance, à un rythme légèrement plus élevé qu'en 2000, avec un encours en progression de plus de 7 % entre fin 2000 et fin 2001, contre un peu moins de 7 % en 2000.

La croissance enregistrée en 2001 recouvre notamment une hausse de 5,5 % de l'encours de titres de créance à court terme, contre 4 % en 2000, et un accroissement de 7,3 % de celui des titres de créance à long terme, après une hausse de 7 % en 2000. Les titres à long terme représentent l'essentiel de l'encours total de titres de créance, soit plus de 90 % à fin 2001, cette part restant stable depuis 1997. Parallèlement, l'émission de titres de créance à court terme a représenté 75 % environ du total des émissions brutes en 2001, en forte hausse par rapport à la moyenne constatée au cours des années quatre-vingt-dix.

L'activité d'émission a progressé en 2001 dans tous les secteurs, à l'exception des IFM. En ce qui concerne tant les encours que les émissions, les administrations publiques et le secteur des IFM ont continué à dominer le marché des titres de créance libellés en euros, mais c'est la poursuite du dynamisme de l'activité d'émission du secteur privé hors

## Encadré I

### L'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur la monnaie en circulation et M3

Le profil d'évolution de la circulation fiduciaire en 2001 a été fortement influencé par la perspective de l'introduction des billets et pièces en euros le 1<sup>er</sup> janvier 2002. Entre décembre 2000 et décembre 2001, la circulation fiduciaire a diminué de 116 milliards d'euros, ce qui équivaut à recul annuel de 32,2 %. Comme le montre le graphique ci-dessous, cette chute est beaucoup trop marquée pour s'expliquer par le ralentissement de l'activité économique. Une contraction du montant de la monnaie fiduciaire en circulation a été observée dans onze des douze pays de la zone euro pendant cette période.

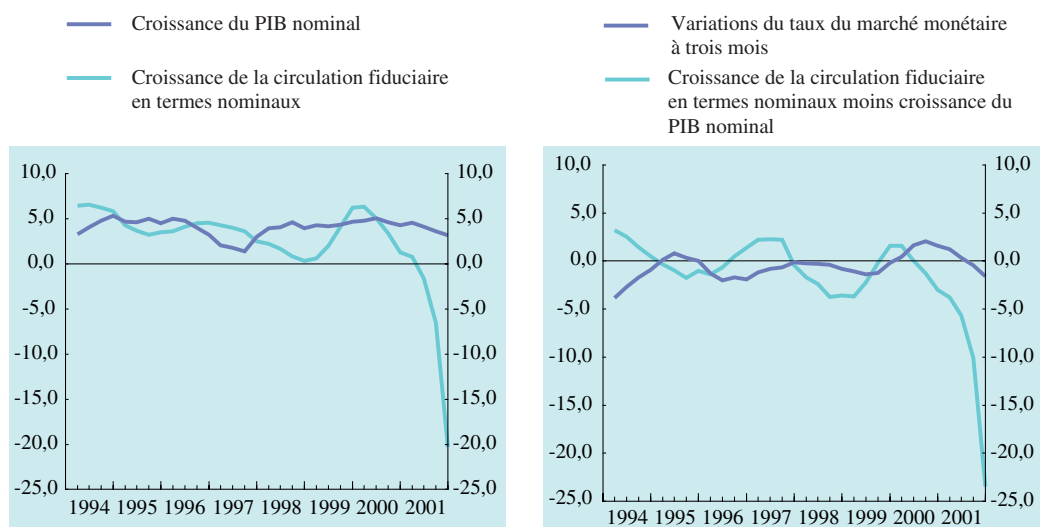
Pour une analyse du recul de la circulation fiduciaire en 2001, on peut distinguer deux périodes : l'ensemble des trois premiers trimestres, d'une part, et le dernier trimestre, de l'autre. Le ralentissement de la circulation fiduciaire constaté au cours des trois premiers trimestres est sans doute largement imputable au fait que les agents économiques de la zone euro se sont séparés de leurs encaisses thésaurisées. Cela a notamment entraîné une réduction de la circulation des grosses coupures. Le retour de l'étranger des billets de banque libellés dans les monnaies nationales a encore renforcé ce mouvement. Cet effet a sans doute été particulièrement prononcé en Allemagne car, de toutes les monnaies remplacées par l'euro, c'est le deutschemark qui circulait le plus hors de la zone euro. De fait, la baisse de la circulation du deutschemark a été plus marquée que celle de l'ensemble des autres monnaies nationales (en décembre 2001, la baisse annuelle était de 46,4 % pour le deutschemark, contre 25 % pour les autres monnaies remplacées par l'euro considérées globalement).

Au cours du dernier trimestre 2001, et particulièrement en décembre, le recul de la circulation fiduciaire a pris un tour plus général et a touché aussi bien les grosses que les petites coupures. Outre la réduction des encaisses thésaurisées dans chaque pays et le retour des billets de banque circulant à l'étranger, la détention de monnaie fiduciaire à des fins de transaction peut aussi avoir diminué, dans une certaine mesure, dans la perspective du passage à l'euro fiduciaire. De plus, il semble que le retour en provenance de l'étranger des billets libellés dans les anciennes dénominations nationales de l'euro, en particulier en deutschemark, ait augmenté vers la fin 2001.

Certaines indications permettent de penser que la baisse de la circulation fiduciaire en 2001 a entraîné un important phénomène de substitution entre espèces et dépôts à court terme au sein de M3. En particulier, le rythme de croissance des dépôts à vue, qui constituent le substitut le plus proche de la monnaie fiduciaire, a

#### Circulation fiduciaire, PIB et coûts d'opportunité

(variations annuelles en points de pourcentage ou variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

augmenté en 2001. Dès lors, malgré le très important recul de la circulation fiduciaire, l'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les agrégats monétaires, en particulier M3, peut être tenue pour limitée.

En définitive, le passage à l'euro fiduciaire souligne l'importance de deux phénomènes : l'utilisation de la monnaie fiduciaire en tant que réserve de valeur par les résidents et la détention de monnaie fiduciaire par les non-résidents. Des données relatives à la répartition des billets de banque en euros entre les résidents et les non-résidents, devenues disponibles début 2002, peuvent fournir une première estimation de la demande de billets de banque en euros par les non-résidents. Les données relatives aux différents canaux ayant servi à l'alimentation initiale en billets des non-résidents de la zone euro (préalimentation *via* les BCN de la zone euro, sous-préalimentation et mise à disposition de billets de banque *via* les établissements de crédit de la zone euro) permettent de chiffrer la distribution initiale de billets et de pièces aux non-résidents de la zone euro à 5 milliards d'euros à fin décembre 2001, c'est-à-dire 4 % du montant total distribué. De nouvelles données indiquent qu'un montant du même ordre de grandeur a été distribué en janvier 2002 aux non-résidents de la zone euro

IFM qui a assuré la croissance de ce marché (cf. graphique 5). La diminution des émissions des IFM semble, en grande partie, liée à la moindre demande de crédits du secteur privé non financier, dans un contexte marqué par le tassement de l'activité économique, conjuguée à un afflux de dépôts auprès des IFM (cf. section 2.1).

La croissance annuelle de l'encours total de titres de créance émis par les administrations publiques est passée de 2,6 % fin 2000 à 3,6 % fin 2001, reflétant l'accroissement des besoins de financement du secteur public en 2001, particulièrement en dehors de l'administration centrale, au niveau régional et au niveau local.

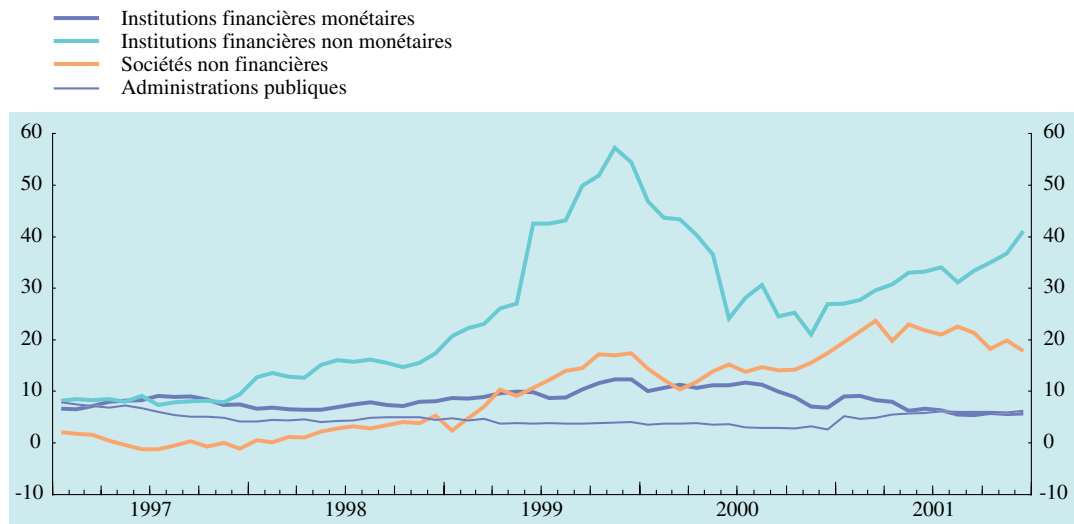
En ce qui concerne le secteur privé hors IFM, l'encours des titres de créance libellés en euros émis par les sociétés non financières a augmenté de 18 % environ en 2001, contre 17 % en 2000, tandis que les émissions des institutions financières non monétaires progressaient de quelque 41 %, après 28 % l'année précédente. Cette accélération de la croissance de l'émission de titres de créance par le secteur privé hors IFM est intervenue dans un contexte d'affaiblissement de la croissance économique dans la zone euro et de hausse généralisée des écarts de taux (*spreads*) sur les titres de dette des sociétés en 2001, en particulier pour les émetteurs les moins bien notés.

Le niveau élevé des émissions du secteur privé hors IFM résulte de la convergence de plusieurs facteurs. Le mouvement de restructuration des entreprises de la zone euro s'est poursuivi à un rythme soutenu en 2001, en dépit d'un léger tassement par rapport à 1999 et au premier semestre 2000. Les taux d'intérêt se sont également inscrits à un niveau relativement bas par rapport au passé. Le recours accru au financement par émissions de titres de créance peut aussi être partiellement imputable à une légère baisse des bénéfices des entreprises et à une détérioration des conditions de financement sur le marché des actions, sous l'effet d'une volatilité importante et de la baisse des cours boursiers en 2001. Par ailleurs, le cercle vertueux, entamé lors de l'introduction de l'euro, par lequel un nombre croissant d'émetteurs créent un marché plus vaste qui, à son tour, attire davantage d'émetteurs, a perduré en 2001, la liquidité et la profondeur accrues se traduisant par une amélioration constante des conditions d'accès aux marchés financiers de la zone euro pour les émetteurs privés. En 2001, le marché a attiré un nombre toujours plus important d'émetteurs, amenant ainsi un éventail élargi de secteurs industriels à recourir de façon croissante au financement direct par le biais de l'émission de titres de créance, même si les principaux émetteurs sont restés le secteur des télécommunications, en particulier, et le secteur automobile.

## Graphique 5

### Encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la zone euro incluent la Grèce.

En conséquence, la proportion de l'encours de titres de créance émis par les institutions financières non monétaires et les sociétés non financières est passée de 9,8 % fin 2000 à 11,5 % fin 2001, dans le prolongement de la tendance observée au cours des années précédentes (cf. tableau 3). La part du secteur des IFM dans l'encours des titres de créance libellés en euros est revenue, quant à elle, de 37,4 % fin 2000 à 36,5 % fin 2001. Reflétant ces modifications, la part relative du secteur public sur le marché des titres de créance libellés en euros a baissé, pour s'établir à 52,0 % fin 2001 contre 52,9 % fin 2000.

La part des émissions brutes de titres de créance en euros par les résidents de la zone en pourcentage du total des émissions, toutes devises confondues, s'est stabilisée légèrement en deçà de 93 % en 2001. L'euro a également conservé son attrait aux yeux des émetteurs internationaux, et l'encours de titres de créance en euros émis par les non-résidents de la zone s'est accru de près de 17 % en 2001, soit à un rythme inférieur à la vive progression de 26,3 % observée en 2000.

#### Les taux du marché monétaire se sont repliés parallèlement aux réductions de taux de la BCE en 2001

Les taux d'intérêt du marché monétaire se sont nettement repliés durant l'année 2001, poursuivant la tendance amorcée à l'automne 2000. Cette évolution a reflété la baisse des taux directeurs de la BCE, qui a été réalisée en quatre étapes au cours de l'année, pour atteindre un total de 150 points de base. Le repli des taux du marché monétaire intervenu en 2001 n'avait pas été totalement anticipé par les marchés au début de l'année, comme l'atteste la différence entre les taux d'intérêt à un mois et à douze mois au début de

## Tableau 3

### Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(en pourcentages ; fin de période)

	1998	1999	2000	2001
IFM	35,8	37,0	37,4	36,5
Secteur privé non-IFM	7,2	8,5	9,8	11,5
Administrations publiques	57,0	54,5	52,9	52,0

Source : BCE

Note : À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la zone euro incluent la Grèce.

l'année, qui était inférieure à 20 points de base, indiquant ainsi que les intervenants de marché ne s'attendaient qu'à une baisse modérée des taux du marché monétaire en 2001 (cf. graphique 6). Plus précisément, au vu des taux d'intérêt implicites des contrats à terme Euribor, il apparaît que, début janvier 2001, les opérateurs prévoyaient un fléchissement de l'ordre de 0,5 point de pourcentage des taux du marché monétaire à trois mois pendant l'année. Les anticipations d'un repli des taux du marché monétaire se sont renforcées pendant l'année, à mesure que de nouvelles informations soulignaient l'affaiblissement des tensions inflationnistes.

Le niveau du taux au jour le jour, mesuré par l'Eonia, a généralement reflété l'évolution du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. La volatilité de l'Eonia a globalement été faible et s'est concentrée sur la fin des périodes de constitution des réserves, moment où les exigences en matière de réserves obligatoires deviennent contraignantes pour le système bancaire. Les principales exceptions ont été enregistrées à la suite des phénomènes d'insuffisance des soumissions de la part des contreparties de

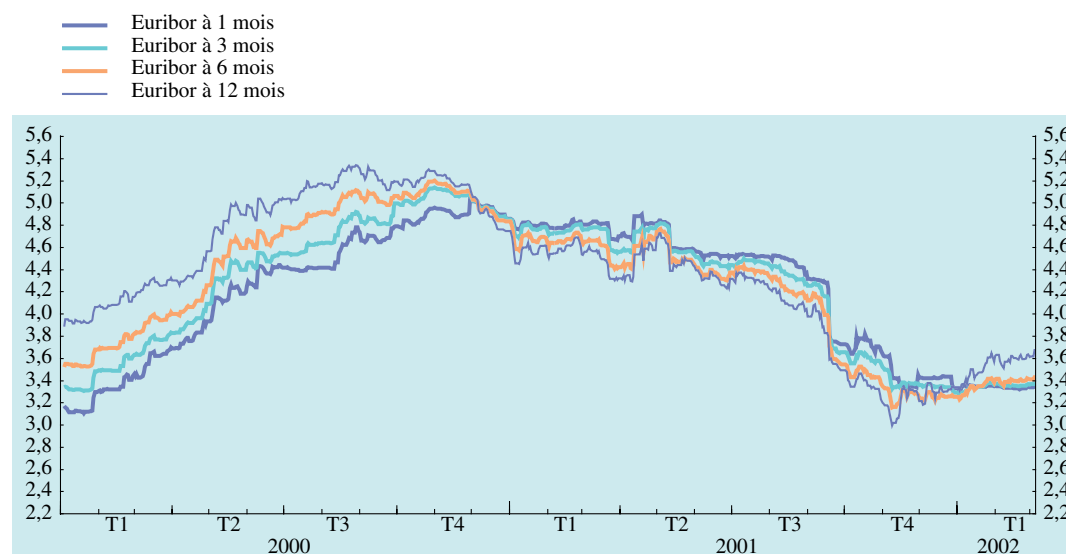
l'Eurosystème lors d'opérations principales de refinancement, en février, avril, octobre et novembre. En outre, dans le sillage des attentats de septembre, l'Eonia s'est temporairement inscrit en hausse, les intervenants de marché ayant affiché une propension accrue à conserver des excédents de liquidité. Cependant, deux opérations de réglage fin menées par l'Eurosystème ont permis de restaurer des conditions normales sur le marché au jour le jour (cf. chapitre II). Par ailleurs, l'Eonia a eu tendance à se tendre légèrement le dernier jour ouvré de chaque mois, en réaction à la volonté des institutions financières d'ajuster leurs bilans à ce moment-là. Comme les années précédentes, ce phénomène a été plus marqué au tournant de l'année. Début 2002, le passage à l'euro fiduciaire a généré une certaine incertitude quant aux conditions de la liquidité, mais la volatilité de l'Eonia est restée contenue et les conditions normales ont été rétablies à l'issue de deux opérations de réglage fin menées par l'Eurosystème.

Au cours du premier semestre 2001, les taux du marché monétaire sur l'ensemble des échéances se sont repliés dans des proportions légèrement supérieures au recul

## Graphique 6

### Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

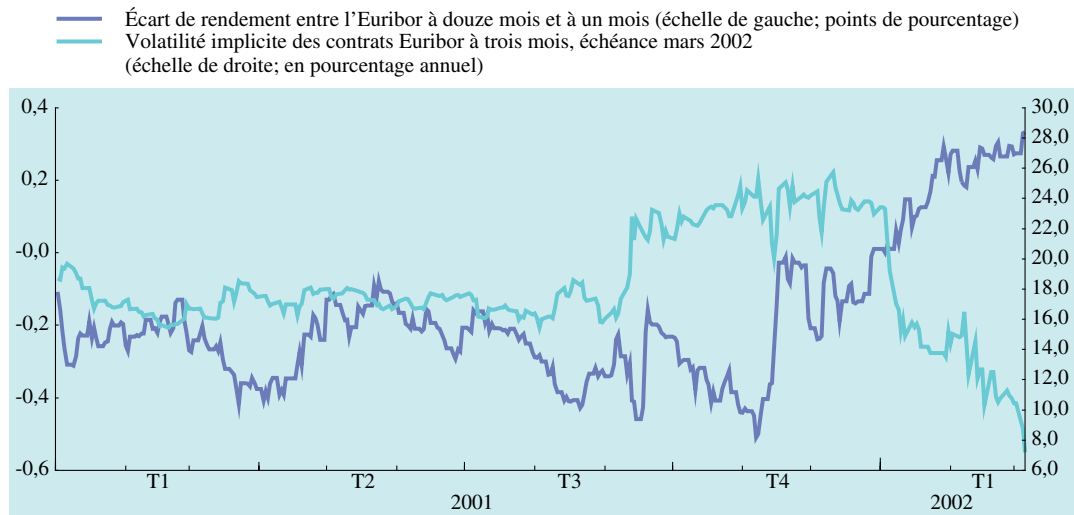


Source : Reuter

## Graphique 7

### Pente de la courbe des rendements du marché monétaire et volatilité implicite des options sur contrats Euribor à trois mois

(données quotidiennes)



Sources : Reuter et Bloomberg

des taux directeurs de la BCE, qui ont été réduits de 25 points de base en mai, sous l'effet d'anticipations croissantes d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire au second semestre. Pendant la période qui a suivi la décision du Conseil des gouverneurs du 10 mai, les taux du marché monétaire sur les échéances inférieures ou égales à un mois se sont globalement stabilisés, tout en poursuivant légèrement leur repli sur les échéances plus longues.

En août, la tendance à la baisse s'est poursuivie sur toutes les échéances, reflétant des prévisions croissantes de réductions des taux directeurs de la BCE, parallèlement à l'apparition de signes d'un affaiblissement des tensions inflationnistes à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 25 points de base le 30 août.

Les taux du marché monétaire ont continué de baisser pendant les jours qui ont suivi les attentats du 11 septembre, les opérateurs s'attendant à ce que ces événements aient une incidence sur la confiance des agents économiques et les perspectives de stabilité des prix. Agissant de concert avec le Comité

fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve des États-Unis, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 50 points de base le 17 septembre. La volatilité implicite, tirée des options sur les contrats Euribor à trois mois, a considérablement augmenté après les attentats, attestant le renforcement de l'incertitude des intervenants de marché quant aux perspectives économiques (cf. graphique 7). À la suite de la décision du Conseil des gouverneurs d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 50 points de base le 8 novembre, la volatilité implicite s'est cependant stabilisée, avant de se replier très nettement.

En novembre, la baisse des taux d'intérêt a pris fin et les taux du marché monétaire sur les échéances plus longues ont eu tendance à augmenter, sous l'effet des anticipations d'une reprise économique progressive dans la zone euro. L'inversion de la pente de la courbe des rendements du marché monétaire, mesurée par l'écart entre les taux à un mois et à douze mois, s'est dès lors atténuée (cf. graphique 7). Fin 2001, les taux du marché monétaire à un mois et à douze mois s'élevaient respectivement à 3,33 % et 3,34 %, soit

environ 1,5 point de pourcentage en deçà du niveau atteint un an plus tôt.

Au début 2002, les taux du marché monétaire se sont tendus, surtout sur les échéances à plus long terme. En conséquence, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire est redevenue positive.

**Les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont, dans l'ensemble, peu varié en 2001**

Les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro et aux États-Unis ont enregistré quelques fluctuations en 2001. Dans l'ensemble, toutefois, ils n'ont guère varié entre fin 2000 et fin 2001. Dans la zone euro comme aux États-Unis, les rendements moyens des emprunts publics à dix ans se sont établis aux alentours de 5,1 % fin 2001 (cf. graphique 8 (a)). L'écart entre les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro, qui s'était

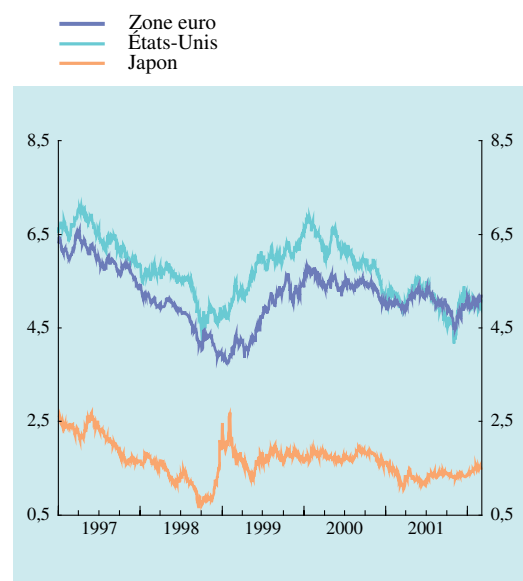
nettement amenuisé en 2000, est demeuré à un niveau proche de zéro tout au long de l'année 2001, même s'il est devenu négatif à la suite des attentats du 11 septembre et a atteint temporairement un point bas de 0,5 point de pourcentage (cf. graphique 8 (b)). Contrastant avec les évolutions des taux à long terme, les rendements obligataires à court et moyen termes se sont nettement repliés en 2001 dans les deux économies, en liaison avec le ralentissement généralisé de l'activité économique.

Aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont fluctué au cours de l'année 2001, mais ils n'ont globalement affiché qu'une faible variation entre fin 2000 et fin 2001, dans un environnement caractérisé par l'entrée en récession de l'économie américaine. Le ralentissement persistant de l'activité économique, dans un contexte de faibles tensions inflationnistes, a entraîné un assouplissement monétaire substantiel de la part du Système fédéral de réserve des États-Unis, qui a réduit le taux-cible pour les fonds

**Graphique 8**

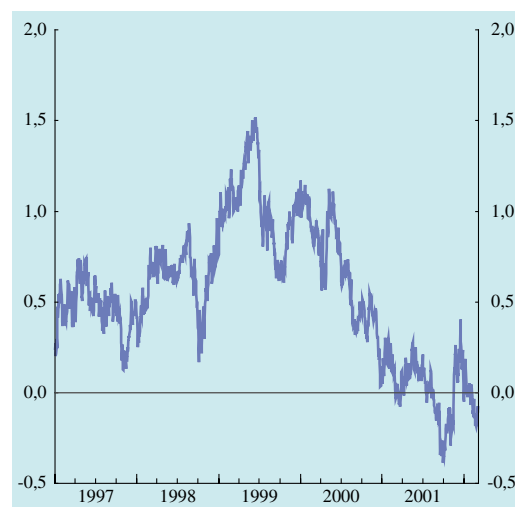
**a) Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

Note : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en approche le plus. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la zone euro incluent la Grèce.

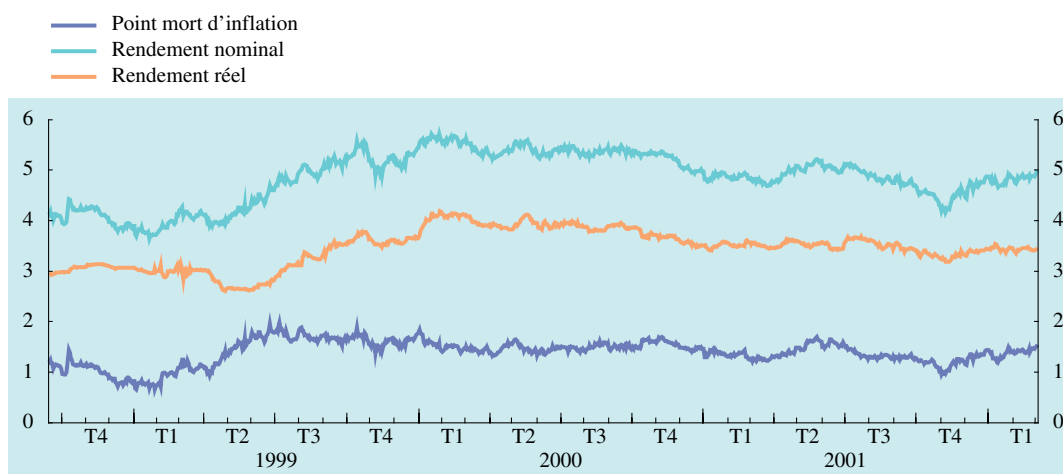


fédéraux à plusieurs reprises au cours de l'année 2001, de 475 points de base au total. Cette évolution a entraîné une accentuation marquée de la pente de la courbe des rendements, traduisant l'optimisme généralisé des intervenants de marché quant à la capacité de l'économie américaine à sortir assez rapidement de la récession. Malgré cet optimisme ambiant, le sentiment des investisseurs à propos de la sévérité de la récession et du démarrage de la reprise s'est nettement modifié au cours de l'année, ce qui a donné lieu aux variations précitées des taux à long terme. Ainsi, les rendements obligataires à long terme ont progressé assez sensiblement entre mi-mars et fin mai sous l'effet de l'optimisme croissant des opérateurs de marché quant à l'éventualité d'un rebond rapide de l'activité économique et des craintes de relance de l'inflation qui y étaient liées. Cet épisode a laissé place à une période où les investisseurs ont, semble-t-il, affiché un pessimisme croissant quant aux perspectives de croissance, sentiment amplifié par les événements de début septembre. Par ailleurs, les réductions importantes des taux d'intérêt à long terme après les attentats ont, pour une large part, été également entraînées par des réaménagements de portefeuilles, au

détriment des placements boursiers et au profit des emprunts publics à long terme, en liaison avec la préférence temporairement plus marquée des investisseurs pour des actifs relativement sûrs et liquides. Ces baisses de rendements se sont ensuite inversées, à la suite d'un retour à la normale de la situation sur le marché et de la publication de données favorables sur l'économie américaine, ce qui a restauré la confiance des opérateurs dans une reprise relativement rapide.

Au Japon, les évolutions des emprunts publics à long terme sont restées en 2001 plus ou moins découplées par rapport au profil des taux d'intérêt ailleurs dans le monde, reflétant les spécificités de la situation économique. Globalement, les rendements des emprunts publics à dix ans japonais se sont repliés de quelque 30 points de base entre fin 2000 et fin 2001, pour atteindre un niveau de 1,4 % environ. Ce repli s'explique par la détérioration rapide et continue de l'activité économique tout au long de l'année 2001 et la persistance de tendances déflationnistes dans ce pays, qui ont apparemment affecté les anticipations à long terme des intervenants de marché en matière de croissance et d'inflation. Dans ce contexte, la Banque du

**Graphique 9**  
**Taux d'intérêt réel et point mort d'inflation calculé à partir de l'OATi française**  
*(en pourcentage ; données quotidiennes)*



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

Japon a instauré en mars 2001 une politique d'assouplissement monétaire quantitatif visant à fournir des liquidités abondantes et à maintenir les taux à court terme à un niveau proche de zéro. Au second semestre 2001, les rendements obligataires à long terme n'ont pas poursuivi leur baisse, sous l'effet des inquiétudes croissantes des opérateurs de marché face au niveau élevé des émissions et à l'abaissement des notations de la dette publique japonaise.

Dans la zone euro, les évolutions des rendements obligataires en 2001 ont été assez similaires à celles observées aux États-Unis, ce qui laisse supposer que des facteurs internationaux communs, en particulier le ralentissement de la croissance économique mondiale et l'incertitude suscitée par les attentats du 11 septembre, ont été les principaux éléments à l'origine des mouvements

des taux d'intérêt dans les deux économies. Cette analyse est également confirmée par les évolutions sur le marché des actions (cf. encadré 2). Toutefois, les mouvements des taux à long terme ont été nettement moins prononcés et moins volatils dans la zone euro, ce qui témoigne de prévisions plus stables des marchés sur la croissance et l'inflation dans la zone euro qu'aux États-Unis. En particulier, les anticipations des opérateurs au sujet de l'inflation à long terme, comme le montre le point mort d'inflation, calculé à partir de l'écart entre les rendements nominaux des emprunts publics français à dix ans et le rendement réel de l'OATi à dix ans (liée à l'indice des prix à la consommation français), n'ont, dans l'ensemble, guère varié en 2001, se maintenant à des niveaux relativement bas (cf. graphique 9). Cette évolution peut être interprétée comme un signe de la confiance des opérateurs dans la

## Encadré 2

### Les rendements obligataires et les cours des actions de la zone euro ont présenté une corrélation positive durant la majeure partie de l'année 2001

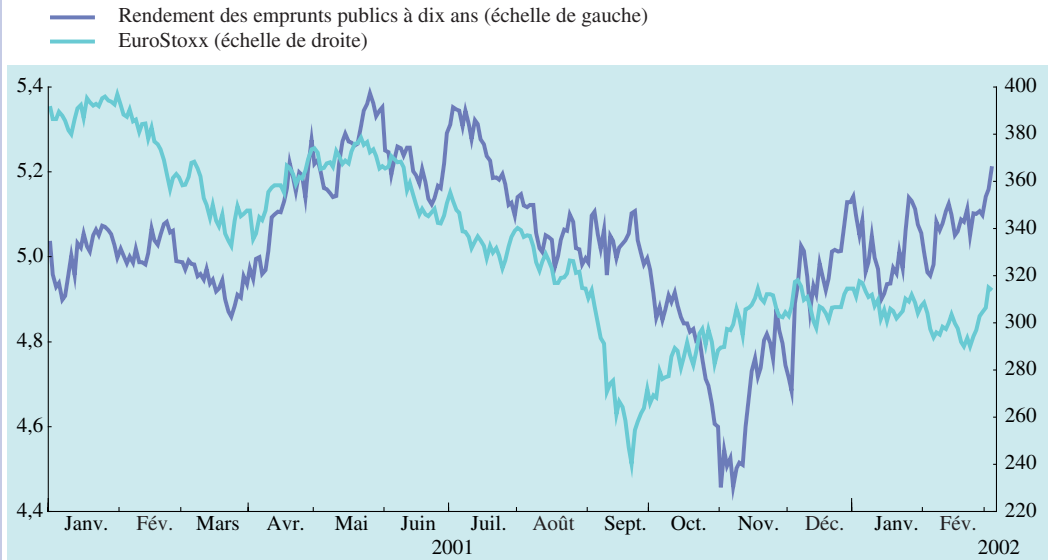
En moyenne, les variations hebdomadaires des rendements des obligations à long terme et des cours boursiers de la zone euro présentent une corrélation négative. En effet, lorsque les rendements obligataires diminuent dans un contexte de stabilité des anticipations d'inflation, les dividendes et bénéfices futurs doivent être moins fortement actualisés. Cela signifie que les cours des actions (qui, en situation d'équilibre, représentent la valeur actualisée de l'ensemble des revenus futurs des investisseurs) doivent progresser si l'origine de la diminution des rendements obligataires est la baisse des taux d'intérêt réels, toutes choses étant égales par ailleurs. Pendant la majeure partie de l'année 2001, toutefois, les taux d'intérêt à long terme et les cours de bourse dans la zone euro ont évolué dans le même sens. Ainsi, entre les environs du mois de mars et les attentats de septembre aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro et l'indice boursier EuroStoxx ont, globalement, enregistré des évolutions parallèles (cf. graphique ci-dessous). En revanche, les cours des actions et les rendements obligataires ont réagi de façon assez différente aux attentats, puisque les cours boursiers ont reculé dans un premier temps, avant de se redresser quelques semaines avant les rendements obligataires. Même si cette évolution a entraîné une brève période de corrélation négative sur une base hebdomadaire, de la mi-septembre environ à début novembre, dans l'ensemble, la corrélation a été positive en 2001.

En général, le degré de corrélation entre rendements obligataires et cours des actions dépend des modifications relatives qui interviennent au sein des facteurs économiques fondamentaux déterminants pour l'orientation des rendements obligataires et des cours boursiers sur une période déterminée.

Les taux d'intérêt à long terme dépendent des taux d'intérêt à court terme attendus sur la durée de vie résiduelle de l'obligation ainsi que d'une prime de risque associée à l'obligation. Cette prime de risque compense, auprès des investisseurs, le risque de variations du cours de l'obligation avant l'échéance. Par ailleurs, plus l'échéance de l'obligation est éloignée, plus la prime de risque a tendance à être élevée. Alors que les taux d'intérêt à court terme traduisent l'orientation actuelle de la politique monétaire, qui est elle-même fonction des tensions

## Rendements obligataires et cours des actions dans la zone euro

(rendements obligataires en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

Note : Les rendements obligataires correspondent à la moyenne des rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro. Les cours des actions sont mesurés par l'indice boursier Dow Jones EuroStoxx.

inflationnistes et de l'évolution anticipée de l'activité économique, les taux d'intérêt à long terme reflètent globalement les anticipations des intervenants de marché en matière de croissance et d'inflation à long terme.

Les cours des actions sont censés refléter la valeur actualisée des futurs dividendes. Ainsi, les attentes de bénéfices futurs des entreprises font partie des principaux éléments fondamentaux qui déterminent les cours des actions. Les taux d'actualisation peuvent être décomposés en taux d'intérêt à court terme actuels et attendus et en une prime de risque sur actions, qui compense les risques supportés par les investisseurs du fait de la volatilité du cours boursier, mais reflète également l'attitude de ceux-ci vis-à-vis de la prise de risque (préférence ou aversion pour le risque).

Dans ce contexte, la corrélation entre les variations des rendements obligataires et des cours de bourse peut contribuer à identifier les facteurs qui sous-tendent probablement les évolutions des marchés obligataires et boursiers. Par exemple, si les opérateurs de marché prévoient une hausse des taux à court terme dans le futur, toutes choses égales par ailleurs, les cours boursiers se replient et les rendements obligataires à long terme augmentent, ce qui entraîne une corrélation négative entre les deux. En revanche, lorsque les anticipations en matière de croissance économique s'améliorent, il est fréquent que les prix des actions augmentent (étant donné que les bénéfices des entreprises et donc, les dividendes, ont tendance à augmenter en période de croissance économique), de même que les rendements obligataires, ce qui se traduit par une corrélation positive entre les cours de bourse et les taux à long terme. Une corrélation positive peut également se manifester lorsque les investisseurs présentent une aversion plus marquée pour le risque et que l'incertitude entourant le rendement futur des actions s'accroît. En effet, une telle incertitude peut souvent susciter des réaménagements de portefeuilles, au détriment des actions et au profit des emprunts publics à long terme, qui peuvent être considérés comme des investissements plus sûrs (« report sur des valeurs sûres »). Les effets sur les cours qui découlent de ces réaménagements de portefeuille (baisse des cours des actions et des rendements obligataires) peuvent être interprétés comme un relèvement de la prime de risque sur actions et une baisse de celle liée aux obligations.

Ainsi, la forte corrélation observée entre rendements obligataires et cours des actions durant la majeure partie de l'année 2001 semble avoir été essentiellement liée aux modifications des perspectives générales de croissance économique dans la zone euro. Par exemple, les perspectives économiques dans la zone euro sont

devenues moins favorables, dans le courant de l'année 2001, en liaison avec les évolutions internationales, ce qui a conduit à des reculs non seulement des taux d'intérêt à court terme, mais aussi des taux à long terme, quoique dans une moindre mesure. Dans le même temps, les cours boursiers ont baissé, ce qui semble indiquer que le ralentissement alors en cours de l'économie a eu une incidence plus sensible sur les anticipations de bénéfices des entreprises que sur les taux d'intérêt attendus, qui servent à actualiser les dividendes futurs.

En septembre, cette forte corrélation positive entre les variations des rendements obligataires et l'évolution des cours de bourse a été interrompue par les attentats survenus aux États-Unis. Ces événements ont fortement accru l'incertitude et l'aversion au risque des opérateurs, ce qui a incité les investisseurs à procéder à des arbitrages au détriment du marché boursier et au profit de titres plus sûrs. La chute des cours de bourse qui s'en est suivie a, semble-t-il, essentiellement résulté d'une hausse de la prime de risque liée aux actions. En revanche, les taux d'intérêt à long terme n'ont guère varié immédiatement après les attentats. En effet, contrastant avec les précédentes périodes de tensions sur les marchés financiers, les investisseurs de la zone euro ont apparemment privilégié les titres obligataires à court terme ou les dépôts bancaires, en tant que valeurs sûres, par rapport aux obligations à long terme. Parallèlement, il semble que les attentats n'aient pas, dans un premier temps, suscité de réévaluation importante des perspectives de croissance à long terme de l'économie de la zone euro. Par conséquent, les rendements obligataires et les cours des actions n'ont pas affiché de corrélation sensible au lendemain des attentats.

Cependant, lorsque la situation sur le marché a commencé à se normaliser, probablement sous l'effet de la réaction rapide des responsables de la politique économique à la nouvelle situation créée par les attentats, les cours boursiers se sont progressivement redressés, les intervenants de marché exigeant apparemment une prime de risque moins élevée pour détenir des actions, en liaison avec la diminution de l'incertitude et de l'aversion au risque. Le mouvement de hausse des cours boursiers a coïncidé avec des réductions des rendements obligataires à long terme, ce qui a entraîné, à titre temporaire, une corrélation négative importante entre les variations des cours des actions et des rendements des emprunts publics à dix ans.

Le redressement ultérieur des taux d'intérêt à long terme à partir de début novembre, consécutif à la dissipation du pessimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques de la zone euro, est généralement allé de pair avec une nouvelle hausse des cours boursiers, ce qui a rétabli la corrélation positive entre taux d'intérêt à long terme et cours boursiers qui avait prévalu pendant la majeure partie de l'année. Ceci pourrait indiquer qu'au-delà du soutien apporté par les nouvelles baisses de la prime de risque sur actions, l'amélioration de la croissance économique et, partant, des bénéfices attendus a de nouveau exercé une forte influence sur les évolutions boursières durant les deux derniers mois de 2001.

Globalement, contrairement à la corrélation négative habituellement observée, les cours boursiers et les rendements des obligations à long terme de la zone euro ont eu tendance à évoluer dans le même sens pendant la majeure partie de 2001. Ce phénomène tend à indiquer que les évolutions des marchés obligataires et boursiers en 2001 ont essentiellement été motivées par les changements d'attitude des investisseurs quant aux perspectives de croissance dans la zone euro, ce qui illustre les difficultés particulières rencontrées par les intervenants de marché au cours de l'année 2001 pour évaluer les perspectives en matière d'activité économique et de bénéfices des entreprises.

capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro à moyen terme.

Les rendements réels de l'OATi à dix ans sont restés inchangés dans l'ensemble entre fin 2000 et fin 2001, ce qui donne à penser que les anticipations de croissance réelle moyenne à long terme des investisseurs n'ont,

elles aussi, guère varié durant cette période. À cet égard, la reprofiling de la courbe des rendements pourrait indiquer qu'à fin 2001, les intervenants de marché s'attendaient à une reprise relativement rapide de l'économie de la zone euro. Sous l'effet des baisses des taux d'intérêt du marché monétaire, la pente de la courbe des

rendements de la zone euro, mesurée par la différence entre le rendement des emprunts publics à dix ans et le taux Euribor à trois mois, s'est accentuée, passant d'un profil presque plat en décembre 2000 à un niveau de quelque 180 points de base fin 2001.

Au cours de la période comprise entre fin décembre 2001 et le 5 mars 2002, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro se sont légèrement accrus pour atteindre environ 5,2 %. Étant donné que les rendements des emprunts publics à long terme aux États-Unis sont restés globalement stables sur la même période, l'écart entre ces derniers et les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro s'est quelque peu réduit pour se situer aux alentours de -10 points de base le 5 mars 2002.

#### **Les taux d'intérêt des banques de dépôts se sont repliés en 2001 dans le sillage des taux du marché**

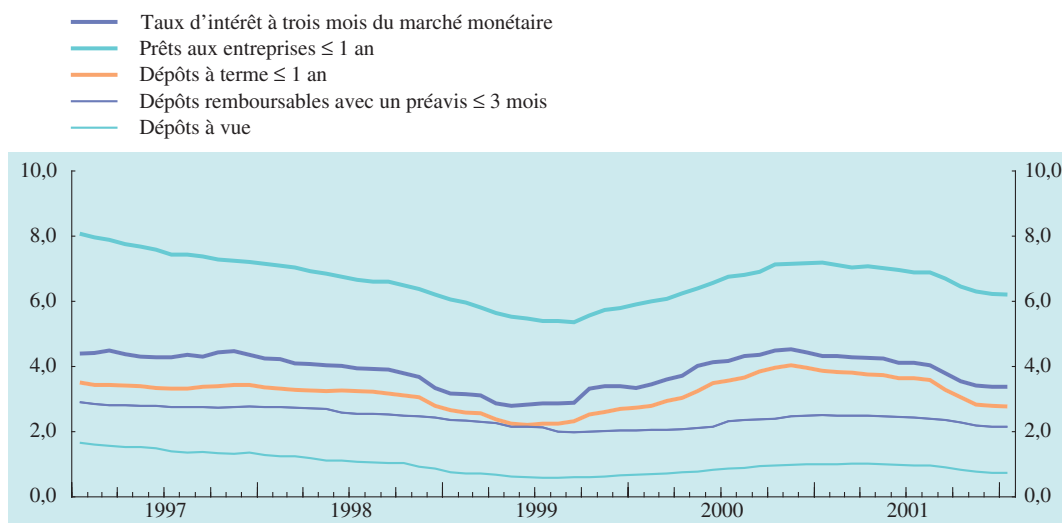
Les taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts ont baissé tout au long de l'année 2001, dans le sillage de l'évolution des

taux du marché monétaire depuis fin 2000. Des écarts importants ont néanmoins pu être observés entre les différentes catégories de dépôts. Entre fin 2000 et fin 2001, le niveau moyen mensuel du taux du marché monétaire à trois mois a reculé de 160 points de base environ. Sur la même période, les taux des dépôts au jour le jour et ceux des dépôts d'épargne à court terme (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) ont connu une baisse relativement modeste, de quelque 30 points de base. Il s'en est suivi un resserrement de l'écart entre ces deux taux et le taux à trois mois du marché monétaire de 130 points de base, approximativement, fin 2001. En revanche, le taux appliqué aux dépôts assortis d'une échéance inférieure ou égale à un an a diminué de 115 points de base environ (cf. graphique 10). Cette évolution n'est pas particulièrement inhabituelle au regard de l'expérience passée, qui montre que la transmission des évolutions des taux du marché monétaire s'avère plus lente et plus limitée pour les dépôts à vue et les dépôts d'épargne à court terme que pour les dépôts à court terme, en partie en raison de dispositifs institutionnels propres à chaque pays. Les taux appliqués par les banques de

### **Graphique 10**

#### **Taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts et taux de marché comparable**

(en pourcentage annuel ; moyennes mensuelles)



Sources : BCE et Reuter

Note : À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont incluses.

dépôts aux prêts aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à un an ont reculé de près de 95 points de base. Alors qu'à fin 2001, les taux du marché monétaire avaient retrouvé les niveaux enregistrés fin 1999, le taux de ces prêts aux entreprises est demeuré supérieur de plus de 40 points de base au niveau de décembre 1999. Cet élargissement des écarts de taux (*spreads*) peut s'expliquer en partie par la lenteur avec laquelle les évolutions des taux de marché se répercutent habituellement sur les taux des banques de dépôts, mais il peut aussi être partiellement imputable à une augmentation du risque de crédit lié au ralentissement économique généralisé observé en 2001, comme l'atteste, par exemple, l'élargissement des *spreads*, s'agissant des obligations de sociétés, au cours de cette même année. En janvier 2002, la plupart des taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts ont poursuivi leur recul.

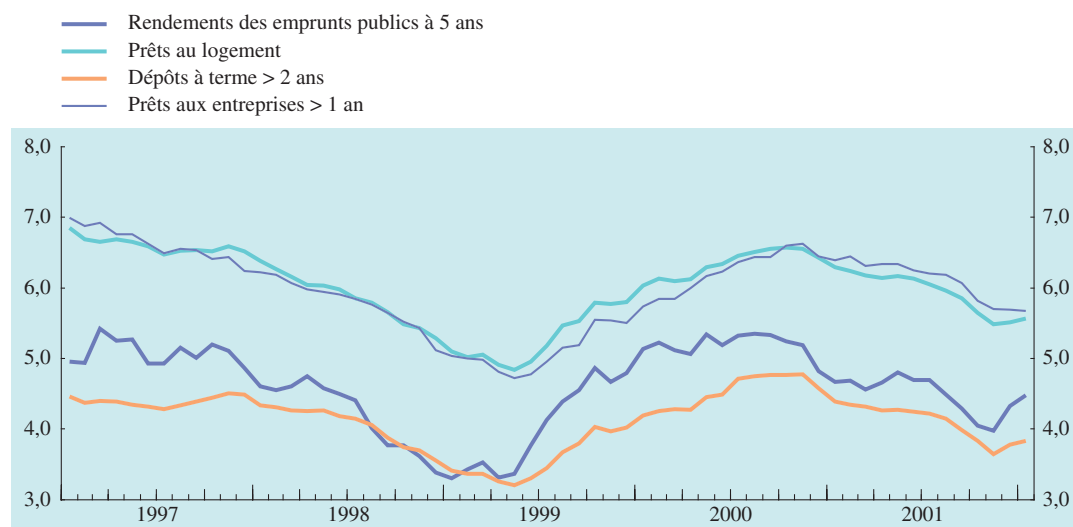
S'agissant des échéances à long terme, les taux d'intérêt des banques de dépôts ont, en général, progressivement diminué jusqu'en novembre 2001 (cf. graphique 11). Les taux de marché à moyen terme, mesurés par la moyenne mensuelle du taux de l'emprunt

public à cinq ans, qui est le taux de marché auquel les taux à long terme des banques de dépôts sont les plus étroitement liés, ont été assez stables au premier semestre 2001, puis ont reculé au second semestre jusqu'en décembre, où ils ont amorcé une hausse. Le repli continu des taux à long terme des banques de dépôts résultait, en partie, des baisses des taux de marché qui étaient déjà intervenues en 2000, particulièrement au dernier trimestre. Entre fin 2000 et novembre 2001, le rendement des emprunts publics à cinq ans a perdu près de 85 points de base en moyenne mensuelle. À titre de comparaison, le taux des dépôts à long terme (dépôts à plus de deux ans) et celui des prêts au logement ont baissé d'environ 95 points de base sur la même période, alors que le taux moyen des prêts aux entreprises à plus d'un an a diminué de quelque 75 points de base. À partir de décembre, la moyenne mensuelle du rendement des emprunts publics à 5 ans s'est sensiblement accrue ; ce mouvement s'est rapidement répercuté sur le taux des dépôts à long terme et, dans une moindre mesure, sur celui des prêts au logement. Le taux moyen des prêts aux entreprises a continué de baisser en janvier 2002. Cette dernière évolution devrait plutôt être analysée comme

## Graphique 11

### Taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts et taux de marché comparable

(en pourcentage annuel : moyennes mensuelles)



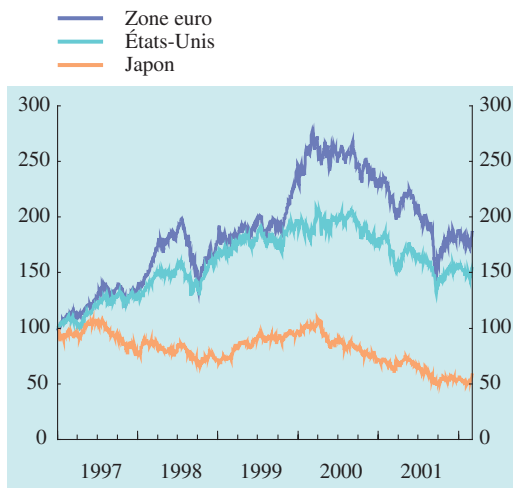
Sources : BCE et Reuter

Note : À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont incluses.

## Graphique 12

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

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 1997 = 100 ; données quotidiennes)

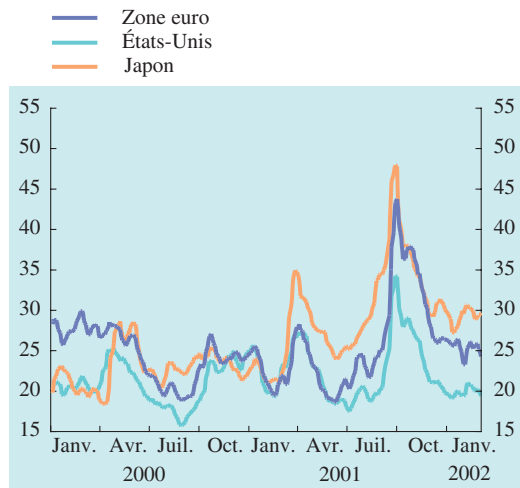


Source : Reuter

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx (cours des actions) pour la zone euro, Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et Nikkei 225 pour le Japon. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont incluses.

### (b) Volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

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



Source : Bloomberg

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

une baisse de la prime de risque, en particulier sur les prêts en blanc, prime qui s'était accrue en 2001, que comme une lenteur inhabituelle du processus de transmission.

#### Les cours de bourse se sont repliés en 2001 sur les principaux marchés

Les cours des actions se sont repliés en 2001 dans l'ensemble du monde, dans le sillage de la tendance baissière qui s'était amorcée en septembre 2000, annulant ainsi les fortes hausses intervenues avant avril 2000 et ramenant les niveaux des indices de référence aux États-Unis et dans la zone euro à un niveau proche de ceux observés fin 1998 (cf. graphique 12(a)). En 2001, le ralentissement économique mondial, qui s'est concrétisé dans le courant de l'année et qui est allé de pair avec des révisions à la baisse des anticipations relatives à la rentabilité des

entreprises, la publication d'avertissements sur résultats ainsi qu'une correction de la forte hausse des cours des actions observée avant le deuxième trimestre 2000, a constitué un facteur essentiel du recul généralisé et continu des marchés boursiers, alors qu'en 2000, la baisse s'était concentrée sur les valeurs technologiques. Les évolutions boursières en 2001 ont également été caractérisées par des périodes de forte incertitude, mesurée par la volatilité implicite calculée à partir des prix des options (cf. graphique 12(b)).

Dans l'ensemble, les cours des actions aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro ont suivi un profil d'évolution similaire en 2001. Au premier trimestre, les indices boursiers de référence se sont généralement repliés et la volatilité implicite des marchés boursiers s'est accrue, à mesure que les perspectives de croissance économique devenaient plus incertaines. Toutefois, entre fin mars et fin

mai, les cours des actions ont retrouvé des niveaux similaires à ceux observés au début de l'année, essentiellement sous l'effet d'un regain de confiance dans une reprise rapide de l'économie mondiale. Cet optimisme s'est néanmoins assez rapidement estompé, et les cours boursiers se sont, une nouvelle fois, repliés de façon plus ou moins ininterrompue entre début juin et fin septembre, parallèlement à la poursuite de la dégradation des résultats des entreprises et à la révision en baisse des prévisions relatives à l'activité économique et aux bénéfices des entreprises.

Cette tendance à la baisse des cours boursiers s'est temporairement amplifiée en septembre, à la suite des attentats survenus aux États-Unis, qui, outre une forte incidence négative immédiate sur les cours de bourse, ont également entraîné une hausse de la volatilité implicite. Cette évolution a traduit les perspectives extrêmement incertaines en matière de rentabilité, notamment pour les compagnies d'assurances et les agences de voyage. Au cours des mois d'octobre et de novembre, la volatilité implicite s'est néanmoins établie à des niveaux plus conformes à la normale et les cours des actions ont progressivement retrouvé des niveaux similaires à ceux observés avant les attentats. Il semble, dès lors, que les évolutions des marchés boursiers aient reflété le sentiment que les événements du 11 septembre 2001 n'auraient pas d'incidence durable sur les bénéfices des entreprises, y compris dans les secteurs les plus lourdement affectés. Les mesures prises par les autorités monétaires aux États-Unis et en Europe et les dispositions budgétaires adoptées par le gouvernement américain ont également contribué à redonner confiance au marché. Globalement, les cours boursiers aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont reculé de 14 % entre fin 2000 et fin 2001, tandis qu'au Japon, l'indice Nikkei 225 cédait 24 % sur cette période. Dans la zone euro, l'indice Dow Jones EuroStoxx large s'est replié de 20 % entre fin 2000 et fin 2001.

Aux États-Unis, malgré l'assouplissement de la politique monétaire tout au long de 2001, les cours de bourse ont été influencés négativement par la poursuite du ralentissement de l'activité économique durant l'année. Début 2001, les anticipations d'une reprise au second semestre de l'année prévalaient, mais les signes d'un essoufflement plus profond et plus durable que prévu se sont progressivement accumulés. Pour les entreprises, cette évolution a impliqué une nette détérioration des résultats et une recrudescence des faillites, alors même que les investisseurs révisaient à la baisse leurs anticipations concernant les bénéfices futurs. En conséquence, les cours de bourse ont sensiblement reculé dans la plupart des secteurs, soulignant le caractère global du ralentissement de l'activité économique en 2001. À cet égard, le secteur technologique a, comme en 2000, fortement contribué au repli de l'indice large entre fin 2000 et fin 2001, en raison d'un nouvel ajustement à la baisse substantiel des perspectives de bénéfices à long terme des entreprises de ce secteur.

Au Japon, la baisse des cours des actions a reflété la faiblesse persistante de l'économie du pays, aggravée par le ralentissement de l'économie mondiale. Dès lors, outre les entreprises opérant au niveau national, les sociétés exportatrices ont également été confrontées à une nette détérioration de leurs perspectives bénéficiaires. Par ailleurs, le niveau élevé des créances douteuses dans le secteur financier a contribué au recul des cours boursiers japonais pendant l'année 2001. La volatilité implicite, tirée des prix des options sur l'indice Nikkei 225, a été supérieure aux années précédentes, sous l'effet du maintien de l'incertitude relative à l'évolution de l'économie japonaise.

Dans la zone euro, les cours de bourse ont pâti en 2001 de la prise de conscience accrue, au cours de l'année, que le ralentissement de l'activité économique serait plus long qu'on ne l'estimait généralement au début de l'année. Parallèlement, les résultats annoncés par les entreprises ont été, dans l'ensemble, plus mauvais que prévu et, dans le même



temps, les entreprises ont généralement eu tendance à souligner l'incertitude entourant leurs bénéfices futurs. En partie en raison du ralentissement simultané de l'activité dans toutes les grandes économies du monde, les cours de bourse dans la zone euro ont reculé dans l'ensemble des secteurs entre fin 2000 et fin 2001. Seules de légères différences sectorielles sont apparues par rapport à celles observées ces dernières années, à l'exception des secteurs des télécommunications et de la technologie, où les baisses ont été particulièrement marquées. L'indice des valeurs du secteur des télécommunications s'est replié de 28 % entre fin 2000 et fin 2001, après avoir enregistré une chute de 43 % en 2000. Les perspectives de rentabilité des entreprises de ce secteur ont, semble-t-il, suscité des préoccupations croissantes chez les investisseurs, étant donné le haut niveau de la dette accumulée pour financer l'acquisition des licences UMTS en 2000 et les investissements impliqués. Dans le sillage des évolutions observées outre-

Atlantique, les cours des actions du secteur technologique ont chuté de 37 % entre fin 2000 et fin 2001, parallèlement à la révision à la baisse des prévisions de bénéfices pour ce secteur.

Au cours de la période allant de fin 2001 au 5 mars 2002, les cours des actions dans la zone euro, mesurés par l'indice Dow Jones Eurostoxx, et aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, sont restés globalement stables. Les évolutions des marchés boursiers américains semblent avoir reflété des inquiétudes relatives à la soutenabilité des hauts niveaux d'endettement des entreprises ainsi qu'à la fiabilité des bénéfices annoncés, en particulier dans les secteurs des télécommunications et de la technologie. Parallèlement, les opérateurs de marché se sont montrés plus optimistes quant à l'imminence d'un rebond de l'activité. Les mêmes signaux contrastés semblent avoir influencé les cours boursiers de la zone euro.

### 3 Les évolutions de prix

#### ***Le mouvement de hausse de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est inversé en mai 2001***

En 2001, les taux d'inflation mesurés par l'IPCH ont été largement influencés par les évolutions des composantes les plus volatiles, à savoir les prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. Bien que les coûts salariaux unitaires se soient quelque peu accrus dans le courant de l'année par suite du tassement conjoncturel de la hausse de la productivité du travail, les tensions intérieures sur les prix sont restées limitées. L'accélération de l'inflation, qui avait commencé au printemps 1999, s'est poursuivie jusqu'au début 2001. Entre décembre 2000 et mai 2001, la hausse de l'IPCH en glissement annuel est passée de 2,6 % à 3,4 %. Après avoir culminé en mai 2001, l'inflation a enregistré un mouvement de ralentissement. Au cours du

quatrième trimestre 2001, la hausse annuelle de l'IPCH est ressortie à 2,2 %, soit 0,5 point de pourcentage de moins qu'au quatrième trimestre 2000. En moyenne, l'IPCH a progressé de 2,5 % en 2001, c'est-à-dire 0,2 point de pourcentage de plus qu'en 2000 (cf. tableau 4).

#### ***L'inflation globale a été fortement influencée par les mouvements des composantes volatiles des prix***

De janvier à mai 2001, lorsque le taux annuel d'inflation a atteint un sommet, les prix des produits alimentaires non transformés ont été le principal facteur à l'origine de la hausse. L'augmentation des prix de ces produits a été entraînée principalement par les préoccupations sanitaires liées à l'apparition de cas d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) dans plusieurs pays de la zone euro. En outre, l'épizootie de fièvre aphteuse, apparue

**Tableau 4****Évolution des prix et des coûts dans la zone euro***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1999	2000	2001	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2001 Sept.	2001 Oct.	2001 Nov.	2001 Déc.	2002 Janv.	2002 Fév.
<b>Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et composantes</b>													
Indice global	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4
<i>dont:</i>													
Biens	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1
Alimentation	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9
Produits alimentaires transformés	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3
Produits alimentaires non transformés	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2
Produits manufacturés	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8
Produits manufacturés hors énergie	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Énergie	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8
Services	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
<b>Autres indicateurs de prix et de coûts</b>													
Prix à la production <sup>1)</sup>	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Coûts salariaux unitaires <sup>2)</sup>	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Productivité du travail <sup>2)</sup>	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Rémunération par tête <sup>2)</sup>	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Coûts salariaux horaires totaux <sup>3)</sup>	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Cours du pétrole (en euros par baril) <sup>4)</sup>	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Cours des matières premières <sup>5)</sup>	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	.

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

Note : Pour les périodes antérieures à 2001, les indicateurs de prix et de coûts incluent la Grèce, sauf les données relatives à l'IPCH.

1) Hors construction

2) Ensemble de l'économie

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

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

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

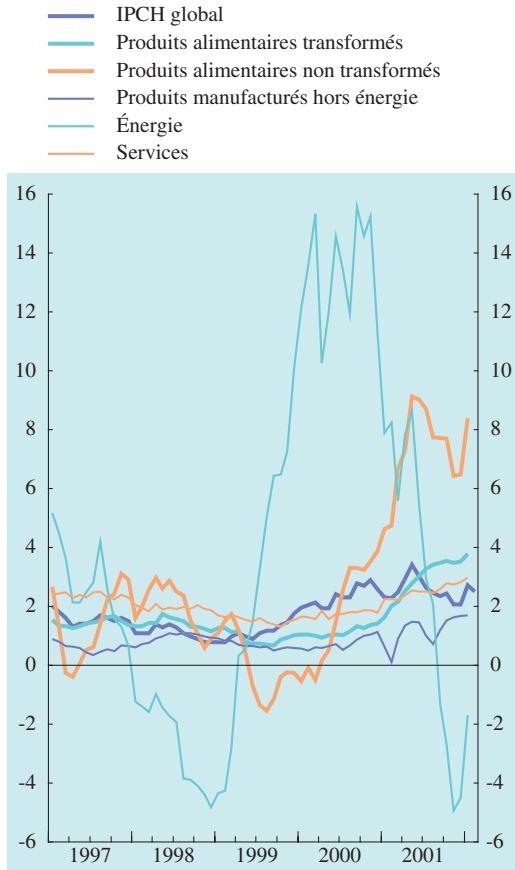
dans quelques pays, et les mesures prises pour éviter la propagation de la maladie ont exercé des tensions supplémentaires sur les prix des produits alimentaires non transformés. En glissement annuel, la hausse des prix de ces produits est passée de 4,6 % en janvier 2001 à 9,1 % en mai (cf. graphique 13). Lorsque ces tensions liées aux préoccupations sanitaires précitées ont commencé à s'estomper au cours de l'été 2001, les rythmes de variation annuels de cette composante ont amorcé un fléchissement. La variation annuelle s'est ainsi établie à 6,5 % en décembre 2001. Bien que le niveau des prix des produits alimentaires non transformés ait diminué au cours de la seconde moitié de 2001, il était toujours supérieur, en fin d'année, aux niveaux observés avant l'apparition de l'ESB.

L'inflexion, qui s'est produite après le sommet de mai 2001, et le ralentissement qui a suivi s'expliquent essentiellement par la diminution des prix de l'énergie. Ce recul amorcé fin 2000, s'est poursuivi en 2001, malgré une brève interruption au deuxième trimestre 2001, lié au rebond temporaire des cours du pétrole libellés en euros. Au cours des quatre derniers mois de 2001, une baisse des prix de l'énergie a été enregistrée en glissement annuel. La baisse de la composante énergétique est ressortie, en glissement annuel, à 4,5 % en décembre 2001, alors qu'une hausse de 7,9 % avait été enregistrée en janvier 2001 et qu'un pic de 15,6 % avait été atteint en septembre 2000. Ce mouvement de baisse résulte des effets de base liés à l'augmentation des prix de l'énergie en 2000, d'une part, et de la

### Graphique I 3

#### Ventilation de l'IPCH de la zone euro par composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Note : Pour les périodes antérieures à 2001, les données relatives à l'IPCH n'incluent pas la Grèce.

diminution substantielle des cours du pétrole libellés en euros dans le courant de 2001, d'autre part. En moyenne, les cours du pétrole ont été cotés à 22,4 euros le baril au quatrième trimestre 2001, soit 12,1 euros (ou 35,1 %) de moins que les cotations moyennes du trimestre correspondant de l'année précédente. Contrairement à 2000, les cours du pétrole libellés en euros, en 2001, ont été déterminés presque entièrement par les mouvements du cours du pétrole en dollars des États-Unis, et non par les mouvements du taux de change de l'euro par rapport au dollar.

#### L'IPCH hors composantes volatiles a augmenté en 2001

En 2001, la hausse des prix mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie, a encore été influencée par les effets indirects exercés par les hausses du cours du pétrole et la dépréciation du taux de change de l'euro en 1999 et pendant la majeure partie de 2000. En outre, les prix des produits alimentaires transformés ont encore accru les pressions s'exerçant sur cette composante par suite des effets décalés provenant de hausses antérieures des prix des produits alimentaires non transformés. Toutefois, les tensions inflationnistes d'origine interne sont restées maîtrisées tout au long de l'année. Reflétant ces effets indirects et décalés, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a encore augmenté courant 2001. Cette évolution résulte de l'accélération en rythme annuel de l'ensemble de ses trois sous-composantes principales : les produits alimentaires transformés, les produits manufacturés hors énergie et les services. Le rythme de variation annuel de l'IPCH, hors produits alimentaires non transformés et énergie, s'est établi à 2,5 % en décembre 2001, pourcentage supérieur de 1,0 point à celui de décembre 2000 et de 1,6 point au creux d'octobre 1999.

La hausse sur un an des prix des produits manufacturés hors énergie s'est élevée à 1,7 % en décembre 2001, soit 0,6 point de pourcentage de plus qu'en décembre 2000. Cependant, la hausse s'est progressivement ralentie au cours du second semestre de l'année, les effets indirects précités commençant à s'estomper. La progression sur un an des prix des services est passée de 1,8 % en décembre 2000 à 2,2 % en janvier 2001, à la suite de modifications de prix réglementés et de la fiscalité indirecte dans quelques pays de la zone euro. Le taux annuel de variation des prix des services a également été affecté par la transmission des hausses antérieures des prix à l'importation et a, par conséquent, continué à augmenter tout au long de l'année pour s'établir à 2,8 % en décembre 2001.

L'accélération, en 2001, du rythme annuel de hausse de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie reflète également l'augmentation des prix des produits alimentaires transformés, en raison des effets décalés exercés par les hausses précédentes des prix des produits alimentaires non transformés. Le taux de croissance annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est établi à 3,5 % en décembre 2001, soit 2,1 points de pourcentage de plus que celui de décembre 2000. Les rythmes de croissance annuels de cette composante ont également

ralenti au cours des deux derniers trimestres de 2001, ce qui semble indiquer une disparition de ces effets indirects.

Il semble que les effets du passage à l'euro fiduciaire sur l'IPCH courant 2001 ont été limités. À cet égard, il convient de souligner qu'il est très difficile de distinguer les effets du passage à l'euro fiduciaire d'autres sources de tensions inflationnistes. L'encadré 3, intitulé « L'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les prix à la consommation dans la zone euro », analyse le sujet plus en détail.

### Encadré 3

#### L'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les prix à la consommation dans la zone euro

Lors de l'introduction des billets et des pièces en euros, le 1<sup>er</sup> janvier 2002, tous les prix de la zone euro ont été convertis en prix libellés en euros. Comme le montrent les résultats d'enquêtes menées par la Commission européenne, des craintes que ce changement puisse entraîner des hausses généralisées des prix se sont manifestées. Cet encadré passe en revue les principaux faits et arguments relatifs aux éventuels effets de hausse et de baisse exercés sur les prix à la consommation par le passage à l'euro fiduciaire.

#### À la lumière d'arguments d'ordre économique, il est possible d'enregistrer aussi bien un ralentissement qu'une accélération des prix

En ce qui concerne le passage à l'euro fiduciaire, trois facteurs principaux sont susceptibles d'affecter les prix : la répercussion des coûts auprès des consommateurs, les coûts dits de « menu » et les arrondis de prix pour les rendre plus attractifs. En ce qui concerne le premier facteur cité, les entreprises ont été confrontées à des coûts ponctuels (investissements informatiques et formation du personnel) qu'elles ont pu répercuter auprès des consommateurs afin de maintenir les marges bénéficiaires. Les informations disponibles, bien que sommaires, font penser que ces coûts ont sans doute été relativement modérés. De plus, ils ont un caractère essentiellement « ponctuel » et ont été répartis sur une période assez longue. En outre, en raison des coûts liés aux changements de prix (appelés également « coûts de menu »), qui conduisent généralement à limiter la fréquence des ajustements de prix, les commerçants ont pu planifier leurs changements de prix habituels pour les faire coïncider avec le passage à l'euro. Ceci aurait eu pour effet une concentration inhabituelle de modifications de prix spécifiques dans une période proche de ce passage, susceptible d'influencer le profil saisonnier normal. À plus long terme, toutefois, l'inflation moyenne ne serait pas affectée. Un autre risque de hausse des prix réside dans la possibilité, pour les entreprises, d'arrondir leurs prix pour obtenir de nouveaux prix psychologiques en euros, afin d'accroître leurs bénéfices. L'usage de prix attractifs ou « psychologiques » (se terminant par le chiffre 9, par exemple) est très courant dans le commerce de détail et les entreprises ont pu revoir leurs structures de prix, après conversion à l'euro, de façon à avoir autant de prix psychologiques qu'avant le passage à l'euro fiduciaire. Cependant, un tel réajustement des prix comprendrait fort probablement autant d'arrondis favorables que défavorables aux consommateurs et l'effet net global de ce réajustement n'est *a priori* pas certain.

Plusieurs facteurs devraient, toutefois, contenir les hausses générales de prix. Ainsi, la concurrence sur la plupart des marchés de la zone euro semble suffisamment forte pour freiner dès le départ toute tension sur les prix. En fait, des entreprises ont pu même réduire leurs prix afin d'attirer des clients et d'accroître leurs parts de marché. L'état actuel de la demande réduit également les occasions de procéder à des hausses des prix. En outre, les consommateurs et leurs organisations ont été invités à être vigilants et à surveiller de près la situation. Ils y ont été aidés par le double affichage, qui rend plus difficiles les relèvements de prix par les commerçants.

De surcroît, toutes les administrations centrales ont veillé à ce que la conversion des prix et tarifs réglementés soit sans effet ou favorable au consommateur, et les administrations locales ont été priées de faire de même. Les exemples passés d'échange de numéraire, comme la décimalisation au Royaume-Uni et en Irlande en 1971, indiquent également que l'effet net sur les prix est très restreint.

Ces arguments indiquent que les effets globaux sur les prix du passage à l'euro fiduciaire seront probablement limités pour l'ensemble de la zone. De plus, ils devraient être répartis sur une période assez longue, et certains commerçants et fournisseurs se sont engagés à ne pas relever les prix durant la période de conversion. En raison de l'étroite surveillance des prix par les consommateurs au cours de la période de conversion, des ajustements de prix ont pu être avancés ou reportés. Alors que tout effet sur l'inflation devrait être temporaire, l'augmentation de la transparence des prix et de la concurrence est susceptible de limiter les tensions sur les prix.

### **Selon les données empiriques, le passage à l'euro fiduciaire n'aurait qu'un effet limité sur les prix**

En 2001, les instituts de statistique nationaux, l'Eurosystème et les organisations de consommateurs ont lancé des exercices de surveillance de prix attractifs ou psychologiques dans plusieurs pays de la zone euro<sup>1</sup>. En suivant de près la dynamique des prix d'un choix de produits de consommation, généralement proposés à des prix psychologiques, ils ont tenté d'estimer l'incidence réelle de la conversion des prix en euros. Il convient de souligner que l'identification d'effets liés à cette conversion est extrêmement difficile, tout changement de prix pouvant soit être dû au passage à l'euro fiduciaire (arrondis ou répercussion des coûts de conversion), soit refléter simplement le changement d'autres facteurs de coûts (par exemple, des salaires et des prix à l'importation, etc.) ou des bénéfiques. Moyennant ces réserves, les résultats de ces exercices confirment que l'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les évolutions de prix a, jusqu'à présent, été plutôt limitée. Si des hausses de prix provoquées par le passage à l'euro se sont produites pour certains produits spécifiques et dans des pays pris isolément, au cours des derniers mois, ces hausses ont eu un effet négligeable sur l'IPCH global de chacun des pays de la zone euro et de celle-ci dans son ensemble. Pour janvier 2002, Eurostat estime que la contribution du passage à l'euro fiduciaire à la progression mensuelle de 0,5 % de l'IPCH a vraisemblablement été comprise entre 0,0 point de pourcentage et 0,16 point de pourcentage. Les résultats d'enquêtes menées auprès de chefs d'entreprise par les BCN et d'autres organisations confirment également, en général, l'idée selon laquelle le passage à l'euro fiduciaire n'a pas affecté les prix de manière significative<sup>2</sup>.

En conclusion, les arguments d'ordre économique suggèrent que l'incidence sur les prix du passage des espèces à l'euro devrait être limitée. Les évolutions en cours indiquent jusqu'à présent qu'il n'y a pas eu de hausses générales substantielles des prix résultant de ce passage. L'introduction de l'euro accroîtra la transparence des prix dans toute la zone, ce qui devrait encourager les consommateurs à des arbitrages et renforcer la concurrence. Ce processus devrait, au bout du compte, bénéficier au consommateur en limitant les hausses de prix à l'avenir.

<sup>1</sup> Cf., par exemple, Appendix: price analysis in the period of changeover from the D-Mark to the euro, *Bulletin mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne*, novembre 2001 et Effects of the euro changeover on consumer prices in Finland, *Institut de statistique et ministère des Finances de Finlande*, juin 2001

<sup>2</sup> Cf., par exemple, le communiqué de presse de la Banque nationale de Belgique Enquête de janvier 2002 sur l'introduction de l'euro, 6 mars 2002

### **Les anticipations ont été contenues malgré une hausse de l'inflation**

À la lumière de diverses enquêtes (par exemple, l'enquête de la BCE auprès des instituts de prévisions et celle du *Consensus économique*), il n'a guère été possible d'observer une réaction excessive des

anticipations d'inflation à l'accélération effective au cours du premier semestre 2001. Les résultats figurent au tableau 5, qui donne les chiffres effectifs de hausse de l'IPCH pour les quatre trimestres 2001 (et la moyenne annuelle), ainsi que l'évolution des anticipations relatives aux taux moyens d'inflation pour 2001 et 2002, telle qu'elle

**Tableau 5****Inflation mesurée par les prix à la consommation : résultats pour 2001 et anticipations pour 2001 et 2002***(variations annuelles en pourcentage)*

	T1	2001			2001
		T2	T3	T4	
IPCH global	2,3	3,1	2,5	2,2	2,5
<i>Anticipations pour 2001</i>		<i>– Date de l'enquête –</i>			
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels	2,0	2,3	2,7	2,6	-
Consensus économique <sup>1)</sup>	2,0	2,3	2,7	2,6	-
<i>Anticipations pour 2002</i>		<i>– Date de l'enquête –</i>			
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels	1,7	1,8	1,9	1,7	-
Consensus économique <sup>1)</sup>	1,7	1,8	1,9	1,7	-

Sources: Eurostat, Consensus économique et Enquête de la BCE auprès d'instituts de prévisions

1) Les anticipations trimestrielles correspondent à la moyenne des anticipations mensuelles du trimestre.

ressort des enquêtes effectuées au cours de chacun des trimestres de 2001.

Alors que, courant 2001, les anticipations d'inflation pour l'année avaient été progressivement révisées à la hausse, en liaison avec les chiffres effectifs, les anticipations pour 2002 ont été beaucoup plus stables et sont toutes restées inférieures à 2 % tout au long de l'année. Cette stabilité des anticipations indique que les agents économiques ont en grande partie perçu la hausse de l'inflation en 2001 comme passagère. Cette opinion a très probablement été renforcée par la détermination de la BCE à faire en sorte que l'augmentation de l'inflation demeure un phénomène temporaire, contribuant ainsi à la maîtrise des risques d'effets de second tour sur les salaires.

**Les écarts d'inflation sont restés en grande partie inchangés en 2001**

Le degré de dispersion des écarts de taux de l'inflation mesurée par l'IPCH entre les pays de la zone euro est resté globalement inchangé en 2001. L'écart entre le pays où le taux d'inflation a été le plus élevé et celui où le taux d'inflation a été le plus faible s'est établi à 3,3 points de pourcentage et n'a pour ainsi dire pas changé par rapport à 2000. L'écart-type est demeuré à 1 point de

pourcentage environ. Le rythme annuel de hausse des prix moyenne, mesurée par l'IPCH a varié de pays à pays, en raison principalement de facteurs temporaires et ponctuels. En particulier, l'incidence propre à chaque pays des épizooties et des conditions météorologiques sur les prix des produits alimentaires contribue à expliquer les divers profils observés.

**Les prix à la production ont été fortement influencés par les évolutions de prix des matières premières**

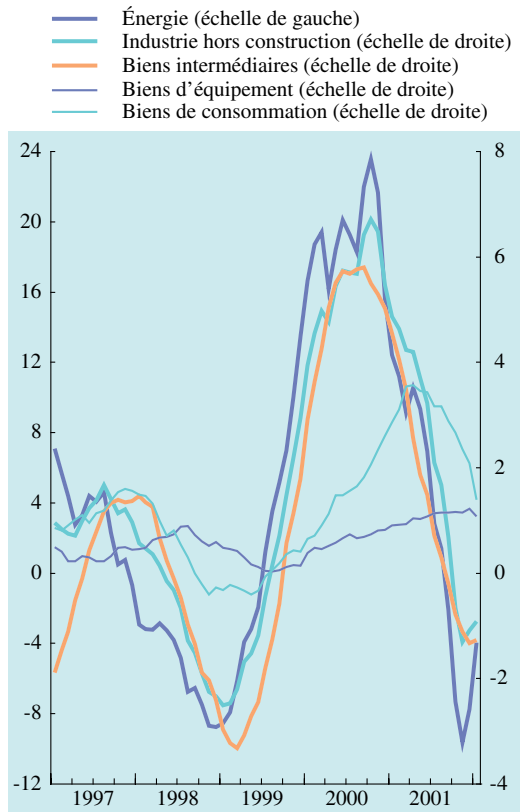
En moyenne, l'indice des prix à la production industrielle (hors construction) a augmenté de 2,2 % en 2001, c'est-à-dire 3,3 points de pourcentage de moins qu'en 2000. Ce résultat s'explique essentiellement par les évolutions des composantes « énergie » et « biens intermédiaires », qui sont, pour leur part, liées à la baisse des prix de l'énergie et des matières premières non énergétiques. Après avoir enregistré une hausse record de 6,7 % en octobre 2000, les prix de gros ont par la suite considérablement fléchi et ont même diminué de 1,1 % en décembre 2001 (cf. graphique I4).

Pour les biens d'équipement et de consommation, les hausses moyennes de prix en 2001 se sont accélérées par rapport

### Graphique 14

#### Ventilation des prix à la production de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Note : Les données concernent l'Euro 12 (y compris pour les périodes antérieures à 2001).

à 2000. Ceci est dû essentiellement aux effets indirects liés aux augmentations antérieures des prix à l'importation et, en particulier, de l'énergie. Cependant, l'accélération des taux annuels de hausse de ces composantes s'est interrompue en 2001. Ce mouvement conforte l'idée que les effets indirects qui ont concouru aux évolutions de ces composantes se sont affaiblis au cours du second semestre 2001.

#### La croissance des salaires est restée modérée en 2001

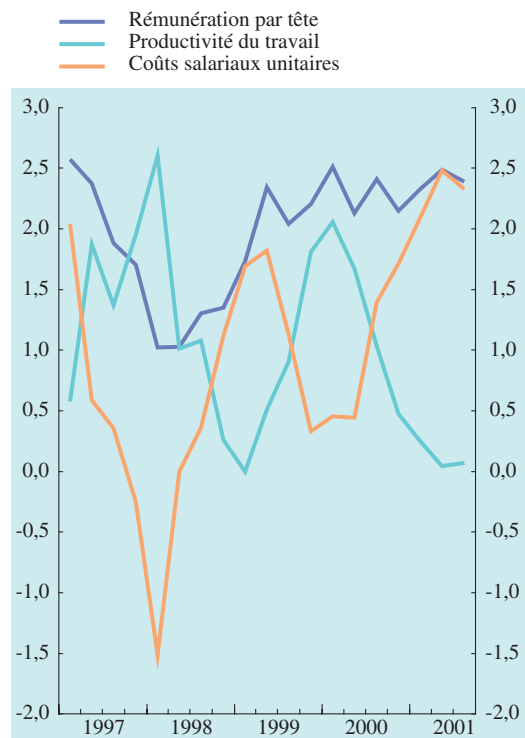
Le taux annuel de croissance de la rémunération par tête a à peine progressé au cours des deux premiers trimestres 2001 par rapport à l'année précédente

(cf. graphique 15). Au troisième trimestre, le taux de croissance a diminué de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 2,4 %, c'est-à-dire 0,3 point de pourcentage de plus qu'au dernier trimestre 2000. Entre les deuxième et les troisième trimestres 2001, en revanche, la progression des coûts salariaux horaires totaux du secteur non agricole s'est élevée à 0,5 point de pourcentage pour ressortir à 3,4 %, interrompant ainsi la baisse tendancielle observée depuis le premier trimestre 2000. Cependant, les mouvements de cet indicateur doivent être interprétés avec prudence étant donné que l'évolution de celui-ci a été marquée par une série de distorsions statistiques. Les données disponibles par pays montrent que les salaires nominaux ont continué à croître à un rythme modéré au quatrième trimestre 2001.

### Graphique 15

#### Coûts salariaux unitaires, rémunération par tête et productivité du travail dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Données nationales et calculs de la BCE

Note : Ensemble de l'économie ; les données concernent l'Euro 12 (y compris pour les périodes antérieures à 2001).

En liaison avec le ralentissement conjoncturel observé dans la zone euro, l'évolution de la productivité du travail a été négative en rythme annuel au cours des deux premiers trimestres 2001, puis légèrement positive au troisième trimestre. Cette évolution,

combinée à celle de la rémunération par tête, a entraîné une accélération du rythme annuel de croissance des coûts salariaux unitaires au cours des deux premiers trimestres 2001, suivie d'une baisse de 0,2 point de pourcentage, à 2,3 %, au troisième.

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

##### **La croissance du PIB en volume s'est ralentie en 2001 sous l'effet d'un ensemble de facteurs défavorables**

La croissance économique a commencé à ralentir dans la zone euro au second semestre 2000, en partie à la suite de l'incidence négative de la hausse prolongée des cours du pétrole sur la consommation et les investissements. Pendant l'année 2001, la croissance a encore reculé, en raison d'une série de facteurs défavorables qui ont touché à la fois la demande intérieure et les exportations, ce qui s'est traduit par l'affaiblissement de l'activité à la fois dans l'industrie et les services. En premier lieu, la progression de l'inflation au premier semestre 2001, consécutive aux hausses importantes des prix de l'énergie et de l'alimentation a pesé sur la croissance du revenu réel disponible. En deuxième lieu, la détérioration de l'environnement extérieur, résultant pour l'essentiel du ralentissement conjoncturel aux États-Unis à fin 2000, a freiné la croissance des exportations de la zone euro et accru l'incertitude entourant les décisions d'investissement et, dans une moindre mesure, les décisions de consommation. En troisième lieu, les événements du 11 septembre aux États-Unis et leurs suites ont entraîné une forte montée de l'incertitude en général, comme l'a montré le nouveau repli de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise dans la zone euro. En conséquence, les signes annonciateurs d'une reprise de la croissance de la zone euro apparus pendant l'été ne se sont pas concrétisés. Selon les données d'Eurostat, la croissance du PIB en volume pour l'ensemble de 2001 s'est élevée à 1,5 %,

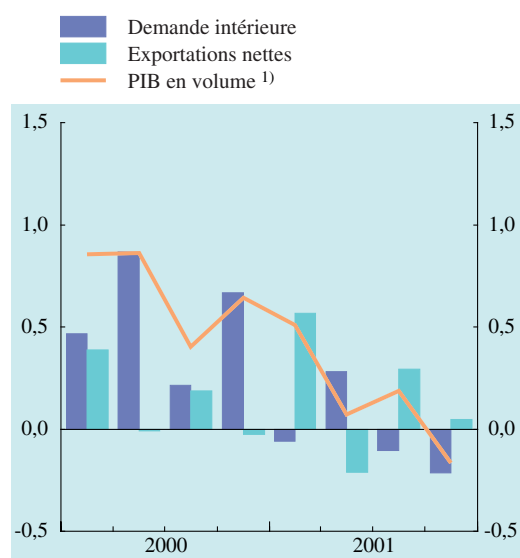
alors qu'elle avait atteint un rythme élevé de 3,4 % en 2000 (cf. tableau 6). Cependant, les fondamentaux de l'économie de la zone euro sont restés solides. La maîtrise de l'inflation et les conditions financières favorables ont été les facteurs d'un renforcement progressif de la demande intérieure.

##### **La croissance de la demande intérieure et celle des exportations ont été faibles**

L'incidence négative des taux d'inflation élevés, de la détérioration de l'environnement extérieur et de l'incertitude croissante s'est

**Graphique 16**  
**Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro**

(contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Toutes les données sont cvs.

1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent



**Tableau 6****Structure de la croissance du PIB en volume dans la zone euro***(variations en pourcentage, sauf indication contraire ; données cvs)*

	Taux annuels <sup>1)</sup>								Taux trimestriels <sup>2)</sup>				
	1999	2000	2001	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
Produit intérieur brut en volume	2,6	3,4	1,5	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	0,6	0,5	0,1	0,2	-0,2
<i>dont :</i>													
Demande intérieure	3,2	2,8	0,9	2,3	1,7	1,1	0,8	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
Consommation privée	3,2	2,5	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,0	0,4	0,1	0,1
Consommation publique	2,1	1,9	2,0	1,7	2,0	1,9	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5
FBCF	5,5	4,4	-0,2	3,4	1,8	0,3	-1,1	-1,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8
Variation des stocks <sup>3),4)</sup>	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,2
Exportations nettes <sup>3)</sup>	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,3	0,0
Exportations <sup>5)</sup>	5,3	12,2	3,4	12,2	8,6	5,6	1,8	-1,8	2,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,9
Importations <sup>5)</sup>	7,2	10,9	1,8	11,1	6,9	4,4	0,2	-3,7	3,0	-1,6	0,1	-1,3	-1,1
Valeur ajoutée brute en termes réels :													
<i>dont :</i>													
Industrie hors construction	0,8	4,5	1,0	4,3	3,6	1,5	0,7	-1,5	0,7	1,1	-1,0	-0,1	-1,6
Construction	2,4	1,8	-0,6	0,6	-0,8	-0,5	-0,6	0,4	0,0	0,3	-0,9	0,0	0,2
Services marchands <sup>6)</sup>	4,0	4,5	3,1	4,2	3,7	3,4	2,9	2,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

3) En termes de 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. Ces échanges intra-zone ne sont pas éliminés des chiffres relatifs aux importations et exportations utilisés dans les comptes nationaux. Dès lors, ces chiffres ne sont pas entièrement comparables avec les données de la balance des paiements.

6) Comprend le commerce, les transports, les communications, la finance et les services aux entreprises

manifestée par la baisse de la contribution de la demande intérieure et des exportations à la croissance du PIB en volume de la zone euro. La demande intérieure, qui avait été le principal moteur de la vive croissance des années 1998 à 2000, a aussi été la raison principale du ralentissement conjoncturel en 2001 (cf. graphique 16). La demande intérieure finale, c'est-à-dire hors variations des stocks, a contribué pour 1,4 point de pourcentage à la croissance en 2001, alors que les trois années précédentes, sa contribution avait atteint environ 3 points de pourcentage. En outre, les variations des stocks ont fourni une contribution négative à la croissance en 2001, de 0,5 point de pourcentage, après une contribution nulle en 2000. En revanche, la contribution des exportations nettes à la croissance a atteint 0,6 point de pourcentage pour l'ensemble de 2001, soit un niveau identique à celui de 2000. Cela indique que l'affaiblissement de

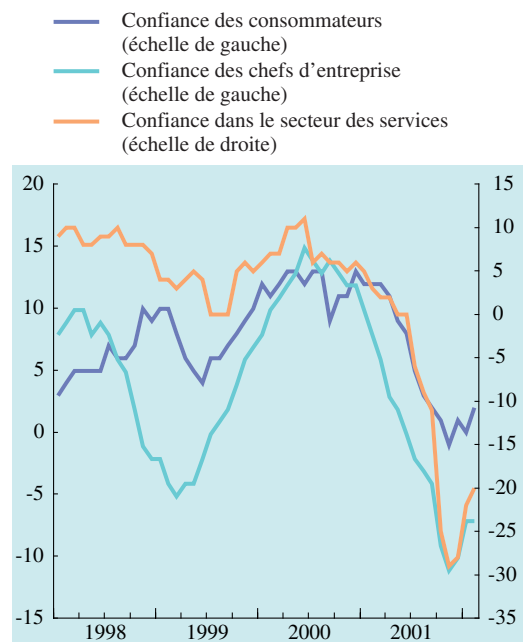
la croissance des exportations a été contrebalancé par un ralentissement de celle des importations.

La croissance trimestrielle de la consommation privée a atteint 1,0 % au premier trimestre 2001, après des taux de croissance plus limités au second semestre 2000. Cette évolution traduit l'incidence, sur le revenu disponible des ménages, des baisses de la fiscalité directe dans plusieurs pays de la zone euro à fin 2000 et début 2001. Toutefois, la perte de pouvoir d'achat résultant de la hausse des taux d'inflation dans les premiers mois de 2001 a neutralisé cet effet positif. Après le premier trimestre, la croissance de la consommation privée s'est affaiblie et est restée atone durant le reste de l'année, en dépit du recul de l'inflation, qui a soutenu la croissance du revenu réel disponible au second semestre 2001. Cette évolution est peut-être

## Graphique 17

### Indicateurs de confiance dans la zone euro

(soldes en pourcentage)



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

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

imputable à un ajustement partiel et différé des dépenses de consommation aux baisses d'impôts ainsi qu'à l'incertitude accrue relative aux perspectives d'emploi et de croissance, due en partie à la détérioration de l'environnement extérieur. Sur l'ensemble de 2001, la consommation privée a augmenté de 1,8 %, contre une hausse de 2,5 % l'année précédente. À fin 2000, la confiance des consommateurs se situait encore à un sommet mais, par la suite, elle s'est considérablement détériorée lorsque les perspectives d'évolution de l'emploi et les perspectives économiques globales ont commencé à se détériorer nettement dans un contexte d'incertitude accrue (cf. graphique 17).

La formation brute de capital fixe a baissé de 0,2 % en 2001 par rapport à l'année précédente, après une croissance vigoureuse de plus de 5 % en 1998 et 1999 et supérieure

à 4 % en 2000. Ce mauvais chiffre s'explique au moins en partie par la baisse de la rentabilité du capital liée au renchérissement des cours du pétrole et à la faiblesse de la demande intérieure et extérieure, comme le montre le recul du taux d'utilisation des capacités de production. La détérioration de l'environnement extérieur en 2001 a aussi renforcé l'incertitude relative au calendrier de la reprise, incertitude qui a encore été amplifiée par les attentats aux États-Unis. Les entreprises ont dès lors retardé leurs décisions d'investissement, malgré des conditions de financement favorables et le maintien de la modération salariale.

#### **La croissance des exportations et celle des importations se sont réduites à un rythme globalement similaire**

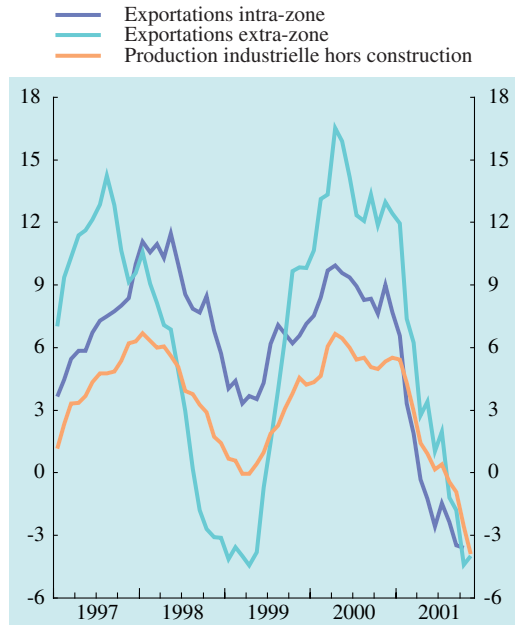
Les exportations et les importations de la zone euro ont progressé, respectivement, de 3,4 % et 1,8 % en 2001, leurs taux de croissance respectifs se situant environ 9 points de pourcentage en deçà de ceux de 2000. En conséquence, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume est restée inchangée en 2001 par rapport à l'année précédente.

Les données de comptes nationaux pour les exportations et les importations dans la zone euro intègrent les échanges intra-zone et reflètent ainsi les influences intérieures et extérieures. Les données en volume, issues des statistiques du commerce extérieur, sur les échanges de biens avec le reste du monde et les échanges intra-zone suggèrent que le repli du taux de croissance annuelle des exportations hors zone a débuté à peu près à la même période que celui des échanges intra-zone, mais qu'il a été un peu plus prononcé en 2001. Les déterminants à l'origine de ces ralentissements ont toutefois été différents : les exportations hors zone ont surtout été touchées par la décélération de la demande étrangère pendant l'année, tandis que les échanges intra-zone reflétaient l'affaiblissement de la demande intérieure de la zone euro (cf. graphique 18).

### Graphique 18

#### Exportations de biens et production industrielle de la zone euro

(en volume, variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données sont calculées à partir de moyennes mobiles centrées sur trois mois.

#### La dispersion des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro s'est réduite en 2001

En 2001, l'écart constaté entre le pays ayant enregistré la croissance la plus forte et celui ayant enregistré la croissance la plus faible est revenu à environ 5,5 points de pourcentage contre 8,5 points en 2000. L'écart-type est descendu à 1,7 point de pourcentage environ contre 2,5 points en 2000. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume a fortement baissé en 2001, dans tous les pays sans exception, même si l'importance de ce ralentissement a différé quelque peu.

#### La contraction de l'activité industrielle est à l'origine du ralentissement de la croissance du PIB en volume

L'effet sur la production industrielle a été le plus direct et le plus net des facteurs externes défavorables. Pour l'ensemble de

l'année 2001, la croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie, hors construction, s'est établie à 1,0 % contre une hausse de plus de 4 % l'année précédente (cf. tableau 6). En glissement trimestriel, la croissance a été positive au premier trimestre 2001, mais elle a fait place à un recul le reste de l'année. Cette évolution a largement déterminé le profil du PIB en volume.

Le tassement de la production industrielle, hors construction et énergie, a débuté au premier trimestre 2001 et est attribuable, à l'origine, au secteur des biens intermédiaires et à celui des biens de consommation (cf. tableau 7). Au deuxième trimestre, un ralentissement du secteur des biens d'équipement a renforcé le repli global. Pour l'année 2001 dans son ensemble, la croissance de la production a nettement régressé dans les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires et s'est située, dans les deux cas, quelque 7 points de pourcentage en deçà des niveaux de 2000. Pour les secteurs exportateurs, l'évolution a reflété plus spécialement l'incidence négative de la détérioration de l'environnement extérieur, renforcée par l'interruption de la phase d'expansion des secteurs producteurs de TIC. Dans la zone euro, la croissance de la production d'équipements de radiophonie, de télévision et de communication, de même que celle de la production de machines de bureau et d'ordinateurs, d'environ 20 % en 2000, a fait place à un recul de quelque 2 % en 2001. Alors que la croissance du secteur des biens d'équipement est restée positive pour l'ensemble de l'année 2001, une contraction a eu lieu dans le secteur des biens intermédiaires. Le repli de la croissance du secteur des biens de consommation a été relativement faible, celle-ci revenant de 2,4 % en 2000 à 0 % en 2001, mais cette évolution est attribuable, pour l'essentiel, au ralentissement limité de la production de biens non durables, tandis que les biens de consommation durables ont enregistré un ralentissement beaucoup plus fort.

La production du secteur de la construction, mesurée par la valeur ajoutée en volume, a

**Tableau 7****Production industrielle de la zone euro***(variations en pourcentage)*

	Taux annuels <sup>1)</sup>					Taux trimestriels <sup>2)</sup>							
	1999	2000	2001	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
Ensemble de l'industrie hors construction	2,0	5,5	0,2	5,2	4,3	0,9	-0,4	-3,9	1,6	-0,4	-1,1	-0,5	-1,9
<i>par grandes catégories :</i>													
Ensemble de l'industrie hors construction et énergie	1,8	5,8	-0,2	5,5	4,5	0,5	-0,7	-4,8	1,4	-0,3	-1,6	-0,2	-2,3
Biens intermédiaires	1,5	5,8	-1,3	5,1	2,9	-0,2	-1,6	-6,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,5	-2,6
Biens d'équipement	2,4	8,6	1,4	8,9	8,1	1,6	0,3	-3,8	1,7	0,6	-1,7	-0,5	-1,9
Biens de consommation	1,7	2,4	0,0	2,0	3,3	0,4	0,0	-3,4	1,3	-1,7	0,4	0,1	-2,1
Biens durables	1,3	5,8	-2,6	4,0	3,1	-1,8	-3,8	-7,5	1,3	-1,1	-2,0	-1,5	-2,2
Biens non durables	1,8	1,7	0,5	1,6	3,3	0,8	0,8	-2,5	1,3	-1,8	0,9	0,4	-2,0
Énergie	1,6	1,5	0,4	0,1	-1,6	1,0	0,7	1,9	-1,8	-0,0	1,7	0,3	0,1
Industrie manufacturière	1,9	5,9	0,1	5,8	5,2	0,9	-0,5	-4,6	1,9	-0,4	-1,5	-0,6	-2,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

baissé de 0,6 % en 2001, après une hausse de 2 % environ les deux années précédentes. Le recul s'est surtout manifesté au premier semestre, alors qu'au second semestre des signes de stabilisation sont apparus. Cette faiblesse de la construction s'explique par plusieurs facteurs. En particulier, la construction de logements et de bureaux avait considérablement progressé au cours des dernières années, marquées par une forte expansion économique, créant ainsi une offre excédentaire dans certains pays. En outre, l'incertitude accrue entourant les perspectives de croissance et d'emploi en 2001 ont sans doute incité les entreprises et les ménages à différer, malgré des conditions de financement favorables, des investissements qui, par nature, nécessitent d'importants engagements financiers et sont irrévocables.

**Les évolutions dans les services ont suivi avec un peu de retard celles du secteur industriel**

La croissance de la valeur ajoutée en volume dans le secteur des services a fléchi d'environ

1 point de pourcentage en 2001, ce recul étant surtout dû à l'affaiblissement de la croissance des services marchands, revenue de 4,5 % en 2000 à 3,1 % en 2001. Les principaux chocs qui ont affecté la croissance économique dans la zone euro en 2001 ont probablement eu un effet négatif direct sur l'activité des services marchands. Ainsi, les prix élevés du pétrole et les attentats du 11 septembre ont exercé une incidence négative sur les activités liées aux transports. De plus, le repli de la croissance de la production des services marchands pourrait être une réaction différée au recul de l'activité industrielle, étant donné qu'une large proportion des activités de services sont liées au processus de production dans les secteurs industriels.

**La croissance de l'emploi a sensiblement ralenti en 2001**

En moyenne, l'emploi dans la zone euro a, selon les estimations, progressé à un rythme plus lent en 2001 (1,4 % environ) qu'au cours des trois années précédentes, au cours desquelles la progression avait atteint 2,1 %

en 2000 et 1,6 % en 1999 et 1998 (cf. tableau 8). Sur une base trimestrielle, la progression de l'emploi a sensiblement reculé pendant toute l'année pour revenir de 0,5 % au dernier trimestre 2000 à un rythme quasi nul au dernier trimestre 2001, reflétant, avec un certain décalage, la décélération de l'activité économique constatée depuis le second semestre 2000.

Tous les secteurs ont participé à ce ralentissement de la croissance de l'emploi total en 2001 (cf. tableau 8). La forte réduction de la croissance de l'emploi dans les services marchands (commerce, transport, services financiers et services aux entreprises), qui représentent plus du tiers de l'emploi total, a été le principal facteur à l'origine du ralentissement de la croissance de l'emploi. Après une augmentation relativement forte de l'emploi industriel en 2000, la croissance de l'emploi a chuté au cours des trois premiers trimestres 2001 à la fois dans la construction et le secteur manufacturier, qui sont généralement très sensibles aux évolutions de l'activité économique. L'emploi dans l'agriculture a encore baissé en 2001, mais à un rythme

légèrement plus lent que dans les dernières années. Le secteur des services, où le taux de croissance de l'emploi a atteint une moyenne de 2,1 % en rythme annuel au cours des trois premiers trimestres, a continué de nourrir les créations nettes d'emplois en 2001, mais à un rythme plus faible qu'en 2000.

### Le chômage est resté globalement stable en 2001

Le taux de chômage standardisé s'est situé à 8,3 % en moyenne en 2001, contre 8,8 % en 2000. Contrastant avec la nette et régulière diminution enregistrée entre la mi-1997 et fin 2000, le taux de chômage n'a baissé que légèrement dans la zone euro entre janvier 2001 et avril ; il s'est stabilisé entre mai et août et a augmenté depuis jusqu'à la fin de l'année, parallèlement au ralentissement de la croissance de l'emploi (cf. graphique 19). Le nombre de chômeurs n'a diminué que de 7 000 unités en 2001, alors qu'il s'était réduit de plus d'un million par an pendant la période allant de 1998 à 2000. En 2001, il y avait en moyenne environ 11,4 millions de chômeurs dans la zone euro,

**Tableau 8**

### Évolutions du marché du travail de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage et pourcentages)

	1999	2000	2001	1999 T3	1999 T4	2000 T1	2000 T2	2000 T3	2000 T4	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
Population active	0,7	0,9	.	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	.
Emploi	1,6	2,1	.	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	.
Agriculture <sup>1)</sup>	-2,9	-1,5	.	-2,8	-2,5	-1,9	-1,8	-1,6	-0,8	-0,0	-0,6	-1,3	.
Industrie <sup>2)</sup>	0,3	1,0	.	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	.
– hors construction	-0,0	0,8	.	-0,2	-0,1	0,1	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	.
– construction	1,0	1,6	.	1,3	1,3	2,4	1,5	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	.
Services <sup>3)</sup>	2,6	2,8	.	2,5	2,4	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	.
<b>Taux de chômage <sup>4)</sup></b>													
Total	9,8	8,8	8,3	9,7	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,4
Moins de 25 ans	19,2	17,4	16,5	18,9	18,3	18,0	17,5	17,2	16,7	16,5	16,5	16,5	16,7
Plus de 25 ans	8,5	7,7	7,2	8,4	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,3

Sources : Données nationales et calculs de la BCE en ce qui concerne les données relatives à la population active ; Eurostat pour les données relatives à l'emploi et au chômage

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

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

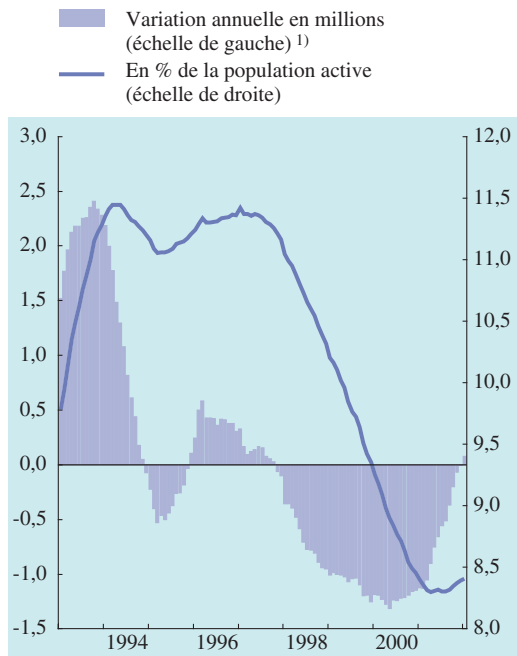
3) Hors organismes extraterritoriaux et organisations extraterritoriales

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

## Graphique 19

### Chômage dans la zone euro

(données mensuelles ; cvs)



Source : Eurostat

Note : Les données concernent l'Euro 12 (y compris pour les périodes antérieures à 2001).

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

niveau qui n'avait plus été observé depuis 1992. Ces évolutions sont intervenues dans un contexte d'augmentation soutenue de la population active, de l'ordre de 0,9 % en 2001.

Bien que les évolutions moins favorables du marché du travail aient touché l'ensemble des tranches d'âge et les hommes comme les femmes, les catégories souffrant plus fortement du chômage, à savoir les femmes et les jeunes, ne semblent pas avoir été davantage pénalisées par le récent ralentissement économique. Globalement, le taux de chômage des jeunes est resté pratiquement inchangé, à 16,7 %, entre le

dernier trimestre 2000 et le trimestre correspondant de 2001. Le taux de chômage des plus de 25 ans s'est, quant à lui, réduit de 0,1 point de pourcentage, pour revenir à 7,3 % pendant la même période. Le chômage des deux tranches d'âge a suivi un profil similaire en 2001 : il a diminué jusqu'au printemps, puis a progressé de la fin de l'été à décembre 2001. Alors que le chômage masculin a augmenté en 2001, le taux de chômage féminin a continué de se réduire, mais à un rythme plus lent qu'en 2000. Dès lors, en 2001, l'écart entre les taux de chômage moyens masculin (6,9 %) et féminin (10,2 %) a continué de se rétrécir légèrement. Dans l'ensemble, la convergence des taux de chômage entre les tranches d'âge ainsi qu'entre les hommes et les femmes, qui avait été particulièrement remarquable pendant la période de forte croissance économique de 1997 à 2000, s'est poursuivie courant 2001 dans le deuxième cas, mais a marqué le pas dans le premier.

La hausse du chômage s'est produite dans la plupart des pays de la zone euro. Cependant, certains des pays enregistrant des taux de chômage élevés ont connu une légère amélioration au cours de l'année. En conséquence, les taux de chômage dans la zone euro ont continué de converger en 2001.

Les résultats relativement bons de la zone euro en matière d'emploi au cours des dernières années peuvent être partiellement attribués aux réformes des marchés de produits et des marchés de produits, ainsi qu'au maintien de la modération salariale. Les récentes avancées des réformes structurelles dans les marchés de produits et du travail au sein de la zone font l'objet d'une synthèse présentée dans l'encadré 4.

#### Encadré 4

#### Les avancées des réformes structurelles dans les marchés de produits et du travail

Les réformes structurelles visant à accroître la flexibilité sur les marchés de produits et du travail de la zone euro sont susceptibles d'apporter d'importants avantages sur le plan économique et de réduire les coûts d'ajustement liés aux chocs économiques. C'est pourquoi le Conseil européen de Lisbonne de mars 2000 a souligné l'importance de réformes structurelles en vue de promouvoir la croissance et l'emploi dans l'UE. En particulier, le Conseil européen considère que les réformes des marchés de produits et du travail sont une condition essentielle pour permettre à l'UE de devenir l'économie la plus compétitive et la plus dynamique du monde. Ce message a été confirmé dans les conclusions des Conseils européens de Stockholm, de Laeken et de Barcelone en 2001 et 2002. Dans ce contexte, le présent encadré passe brièvement en revue les progrès réalisés sur le plan des réformes structurelles dans les marchés de produits et du travail en 2001.

Quelques avancées en matière de réformes structurelles ont été réalisées dans les *marchés de produits* de la zone euro au cours des dernières années, en particulier en ce qui concerne l'intégration des marchés de biens et les réformes réglementaires dans les activités de réseau. L'intégration des marchés de produits s'est poursuivie en 2001, même si, parmi les mesures décidées, certaines ne seront appliquées que dans quelques années. Le pourcentage de Directives relatives au marché intérieur qui n'ont pas encore été mises en œuvre dans les pays de la zone euro est revenu en moyenne de quelque 3,3 % en novembre 2000 à 2,7 % environ en octobre 2001. En outre, le Conseil des ministres a adopté les statuts de la société européenne en octobre 2001. Ces statuts donnent aux entreprises la possibilité de former une société, qui peut ensuite opérer à l'échelle de l'UE, en étant régie par le droit communautaire applicable directement à l'ensemble des États membres. Concernant les réformes réglementaires dans les activités de réseau, un accord a été conclu sur une libéralisation plus large, bien qu'encore incomplète, du secteur postal de l'UE. De surcroît, un nouvel ensemble de Directives relatives aux réformes dans le secteur des télécommunications a fait l'objet d'un accord. Dans la mesure où ces réformes contribuent à accroître le niveau de concurrence de fait dans les marchés de produits de la zone euro, elles peuvent exercer une incidence baissière sur les prix à la consommation et améliorer les perspectives d'emploi et de croissance à long terme.

Malgré les évolutions encourageantes décrites ci-dessus, le rythme de la libéralisation a varié considérablement d'un État membre à l'autre et les parts de marché des entreprises déjà installées sont restées très élevées. Il convient également de noter que les États membres de l'UE ne sont pas parvenus à un accord concernant un certain nombre de projets de réformes importants, tels que le projet de Directive sur les rachats d'entreprises et celui relatif à un brevet européen. Le Conseil européen de Barcelone a décidé que l'ensemble des consommateurs autres que les ménages pourront choisir librement leurs fournisseurs d'électricité et de gaz à compter de 2004. Toutefois, il n'a été pris aucun engagement en ce qui concerne l'ouverture du marché aux ménages. De plus, dans la plupart des pays, la distribution de l'électricité et du gaz continue à faire l'objet d'un monopole public régional ou local et la plupart des bénéfices de la libéralisation risquent d'être confisqués par ces monopoles, au détriment des consommateurs.

En ce qui concerne les *marchés du travail* de la zone euro, les réformes structurelles ont été inégales entre les pays, étant donné que, contrairement aux marchés de produits où la mise en œuvre de réformes structurelles est souvent liée à l'application de Directives de la CE, la réforme des marchés du travail de l'UE repose davantage sur des initiatives nationales.

En 2001, certains pays de la zone euro ont mis en œuvre des réformes visant à alléger la charge fiscale pesant sur les revenus du travail, en vue d'augmenter l'incitation à travailler. Ces efforts se sont inscrits dans le prolongement des réductions d'impôts et de cotisations sociales, qui ont pris de l'importance au cours des années quatre-vingt-dix. Un certain nombre de pays membres ont également marqué leur accord sur des mesures destinées à améliorer le processus de recherche d'emploi ou ont lancé de telles mesures, soit en tentant d'augmenter les incitations au travail par des réformes du système d'allocations de chômage, soit en consentant des efforts en vue d'améliorer l'efficacité des services fournis par les offices de placement. Enfin,

des efforts ont été faits en vue d'étendre le recours aux contrats à temps partiel. L'assouplissement des dispositions législatives de protection de l'emploi n'a pas été à l'ordre du jour en 2001.

L'existence de niveaux de chômage élevés et persistants et les faibles taux d'activité dans plusieurs pays de la zone euro montrent que de nouvelles réformes, de plus grande envergure, du marché du travail sont nécessaires. La flexibilité des salaires et l'élargissement de leur éventail, les réformes des systèmes d'imposition et de prestations sociales encourageant la recherche d'un emploi plutôt que la non-participation au marché du travail, l'amélioration de l'enseignement, la formation et l'apprentissage tout au long de la vie, qui permettent d'éviter la dévalorisation et l'obsolescence du capital humain, ainsi que l'assouplissement des dispositions de protection de l'emploi, sont particulièrement importants à cet égard. Néanmoins, la croissance de l'emploi et la réduction du chômage au cours de la période de forte expansion économique de 1997 à 2000 ont été plus importantes qu'au cours des années précédentes, ce qui indique que les réformes du marché du travail menées dans les pays de la zone euro au cours des dernières années ont évolué dans le bon sens.

En résumé, les obstacles à la flexibilité et à la concurrence dans les marchés de produits et du travail de la zone euro sont en voie d'être éliminés progressivement, mais des efforts supplémentaires considérables doivent être faits avant de réaliser l'objectif consistant à faire de l'UE l'économie la plus compétitive et la plus dynamique du monde. Comme il a été souligné lors du Conseil européen de Barcelone en 2002, il convient ainsi de conférer une importance toute particulière aux politiques visant à promouvoir l'emploi et l'intégration des marchés européens.

## 5 Les évolutions budgétaires

### ***Les soldes budgétaires se sont détériorés en 2001***

En 2001, le solde budgétaire moyen s'est détérioré dans la zone euro pour la première fois depuis 1993. Les dernières données disponibles en provenance d'Eurostat font état d'un déficit de 1,3 % du PIB, contre un déficit de 0,8 % en 2000, hors produit de la vente de licences UMTS (cf. tableau 9). Si l'on tient compte de ces recettes, l'excédent de 0,2 % enregistré en 2000 a fait place à un déficit de 1,3 % du PIB en 2001. L'action des stabilisateurs automatiques dans le contexte du ralentissement de l'activité et la mise en œuvre, dans quelques pays de la zone euro, d'importantes réductions d'impôts qui n'ont pas été compensées par des baisses suffisantes des dépenses expliquent cette détérioration des soldes budgétaires. En conséquence, la plupart des pays n'ont pas pu atteindre les objectifs en matière de solde budgétaire qui étaient envisagés dans les programmes de stabilité présentés à fin 2000 et début 2001. En moyenne, les résultats ont été inférieurs aux objectifs de 0,7 % du PIB.

Malgré le creusement des déficits budgétaires constatés en moyenne dans la zone euro, certains pays (la Grèce, l'Espagne, l'Italie et l'Autriche) sont parvenus à améliorer leur solde budgétaire en 2001, grâce, en partie, dans certains cas, aux effets différés de la forte croissance économique de 2000 sur les recettes fiscales et à des mesures à caractère exceptionnel. Sept pays ont atteint l'équilibre budgétaire ou dégagé un excédent et un pays a enregistré un déficit inférieur à 0,5 % du PIB, alors que quatre pays (Allemagne, France, Italie et Portugal) ont encore enregistré des déficits assez élevés. En Allemagne et au Portugal, les déficits se sont même situés environ 1 point de pourcentage au-dessus de l'objectif fixé dans la précédente version des programmes de stabilité. En 2001, le déficit enregistré par le Portugal, de 2,2 % du PIB, et, surtout, le déficit enregistré par l'Allemagne, de 2,7 % du PIB, n'ont guère été éloignés du seuil de 3 % du traité de Maastricht. Seuls quatre pays (Espagne, Luxembourg, Autriche et Finlande) ont atteint les objectifs fixés lors des précédents programmes de stabilité ; deux d'entre eux, le Luxembourg et l'Autriche, ont dépassé leurs objectifs budgétaires.



**Tableau 9****Situations budgétaires dans la zone euro***(en pourcentage du PIB)***Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**

	1998	1999	2000	2001
<b>Zone euro</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,3</b>
Belgique	-0,9	-0,6	0,1	0,0
Allemagne	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7
Grèce	-2,4	-1,7	-0,8	-0,3
Espagne	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
France	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5
Irlande	2,3	2,3	4,5	1,7
Italie	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4
Luxembourg	3,2	3,8	5,8	5,0
Pays-bas	-0,8	0,4	1,5	0,2
Autriche	-2,4	-2,2	-1,9	0,1
Portugal	-2,3	-2,2	-1,9	-2,2
Finlande	1,3	1,9	7,0	4,9

**Dettes brutes des administrations publiques**

	1998	1999	2000	2001
<b>Zone euro</b>	<b>73,7</b>	<b>72,6</b>	<b>70,1</b>	<b>69,1</b>
Belgique	119,3	115,0	109,3	107,5
Allemagne	60,9	61,3	60,3	59,8
Grèce	105,0	103,8	102,8	99,7
Espagne	64,6	63,1	60,4	57,2
France	59,5	58,5	57,4	57,2
Irlande	55,1	49,6	39,0	36,6
Italie	116,4	114,5	110,6	109,4
Luxembourg	6,3	6,0	5,6	5,5
Pays-bas	66,8	63,1	56,0	53,2
Autriche	63,9	64,9	63,6	61,7
Portugal	54,8	54,2	53,4	55,6
Finlande	48,8	46,8	44,0	43,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE pour les agrégats de la zone euro

Note : Données établies sur la base du SEC 95. Les soldes budgétaires ne prennent pas en compte les revenus de la vente de licences UMTS.

Le ratio des dépenses des administrations publiques a légèrement reculé en 2001 en raison de la poursuite de la diminution du service de la dette. Le ratio des dépenses primaires a quelque peu progressé, après un recul de quelque 0,75 point de pourcentage en 2000. La moitié environ des pays sont parvenus à réduire une nouvelle fois la part des dépenses des administrations publiques dans le PIB. Les investissements publics se sont stabilisés en 2001 dans la zone euro à un niveau de 2,5 % du PIB. Comme les années précédentes, les objectifs en matière de dépenses de santé n'ont pas été respectés

dans de nombreux pays. Les ratios des recettes publiques ont baissé dans la grande majorité des pays en 2001, essentiellement en raison d'importantes réductions des prélèvements obligatoires dans de nombreux pays membres (Belgique, Allemagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Finlande).

Le ratio de la dette des administrations publiques dans la zone euro s'est réduit de 1,0 point de pourcentage en 2001, pour revenir à 69,1 %. La réduction a été plus faible que prévu initialement, en raison de la

détérioration des soldes budgétaires et de la croissance économique inférieure aux prévisions. Cependant, le ratio de la dette n'a augmenté dans aucun des pays de la zone euro, à l'exception du Portugal. Le recul a même été particulièrement net en Espagne et en Grèce, dépassant 3 points de pourcentage. Les ajustements déficit-dette, qui n'affectent pas le ratio de déficit, mais qui ont une incidence sur le niveau d'endettement des administrations publiques, se sont élevés à 0,3 % du PIB en 2001. Une explication supplémentaire de la baisse limitée du ratio de la dette tient au fait que certains pays ont affecté une part significative du produit des privatisations à d'autres opérations financières, telles que des injections de capitaux dans des entreprises publiques.

Selon les données de la Commission européenne, après l'assouplissement des politiques budgétaires observé en 2000, l'orientation budgétaire a encore été relâchée en 2001, comme le montre le nouveau recul de l'excédent primaire ajusté du cycle. Ce relâchement a été le plus net dans les pays ayant mis en œuvre des réductions d'impôts importantes sans les compenser par des réductions suffisantes des dépenses. Toutefois, outre cet assouplissement discrétionnaire de la politique budgétaire, les résultats de 2001 ont aussi été influencés par le fonctionnement des stabilisateurs automatiques. La détérioration budgétaire observée par rapport aux objectifs initiaux des programmes de stabilité reflète pour l'essentiel l'incidence budgétaire du ralentissement économique par rapport aux projections macroéconomiques, qui, rétrospectivement, apparaissent relativement optimistes, à partir desquelles les programmes budgétaires pour 2001 avaient été élaborés, étant donné que la plupart des pays ont laissé pleinement jouer les stabilisateurs automatiques.

### **L'évaluation des programmes de stabilité**

Une comparaison entre les objectifs pour 2002 figurant dans les programmes de

stabilité présentés à fin 2001 et ceux retenus dans les programmes précédents, présentés environ un an auparavant, montre que la plupart des pays ont tenu compte de la détérioration du climat économique pour leur cible budgétaire nominale. Les résultats budgétaires moins bons que prévu en 2001, de même que l'action des stabilisateurs automatiques en 2002 en sont l'explication. Globalement, l'orientation budgétaire prévue pour 2002 dans les programmes de stabilité actualisés est légèrement restrictive.

Les pays qui sont encore confrontés à des déséquilibres budgétaires doivent progresser pour atteindre des situations « proches de l'équilibre ou en excédent ». Désormais, la marge de manœuvre qu'ont certains de ces pays pour laisser agir les stabilisateurs automatiques est très limitée parce que les déficits nominaux s'y sont rapprochés du seuil de référence de 3 % du PIB. Les déficits pourraient même dépasser cette limite si les mesures d'assainissement qui sont programmées sont moins efficaces que prévu, si les dépassements de dépenses budgétaires se renouvellent ou si la reprise économique est plus faible ou intervient plus tard que prévu dans les hypothèses relativement optimistes de croissance retenues dans quelques programmes de stabilité.

L'Allemagne, la France et le Portugal ont réaffirmé dans leur dernier programme de stabilité leur engagement de parvenir à l'équilibre budgétaire en 2004, l'Italie avançant cette date à 2003. Maintenir cet engagement permet d'éviter que l'objectif à moyen terme d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent ne devienne une cible mouvante. De la sorte, la crédibilité du pacte de stabilité et de croissance est sauvegardée. Cependant, les mesures nécessaires pour atteindre cet objectif ne sont pas toujours clairement précisées. En outre, les progrès vers les objectifs en matière de déficit sont parfois obtenus au moyen de mesures ponctuelles, comme la vente de biens immobiliers, qui ne constituent pas une mesure de consolidation budgétaire durable (c'est notamment le cas en Italie, où des mesures à effet récurrent, qui

sont actuellement en discussion, doivent remplacer des mesures à caractère exceptionnel).

En janvier 2002, au vu des évolutions budgétaires pour 2001 et des résultats projetés pour 2002, la Commission a recommandé au Conseil Ecofin de déclencher une procédure d'avertissement préalable destiné à l'Allemagne et au Portugal. Le Conseil Ecofin a considéré que la réaffirmation qui a suivi, ainsi que le renforcement de leurs engagements budgétaires par ces deux pays constituaient une réponse satisfaisante à la recommandation de la Commission à ce propos, et a exprimé avec force son attachement au retour à des situations budgétaires saines en 2003-2004 dans ces avis relatifs aux programmes de stabilité révisés des pays restant en déséquilibre.

Les pays qui ont déjà atteint des situations budgétaires saines devraient laisser agir les stabilisateurs automatiques de façon symétrique au long du cycle conjoncturel, contribuant ainsi à la stabilité économique. D'autre part, les politiques budgétaires discrétionnaires ne sont pas justifiées car, dans le passé, elles n'ont pas produit les effets bénéfiques escomptés. En raison de longs délais, les mesures destinées à lisser les fluctuations économiques ont souvent débouché sur des effets pro-cycliques à retardement. En outre, les gouvernements ont été plus enclins à stimuler l'économie pendant les ralentissements conjoncturels qu'à contenir l'expansion pendant les périodes fastes. En particulier, ils ont fait preuve de plus d'empressement pour adopter des mesures d'augmentations des dépenses destinées à être au départ temporaires que pour les annuler quand les conditions économiques ne les justifient plus. Cette asymétrie, si elle se prolonge, introduit une dérive à la hausse dans les dépenses publiques et les ratios de déficit qui peut compromettre le caractère soutenable des finances publiques.

### ***Le progrès des réformes structurelles des finances publiques***

Les réformes structurelles des finances publiques devraient se trouver au premier rang des actions à entreprendre, conformément aux conclusions du Conseil européen de Lisbonne en 2000 sur le relèvement du potentiel de croissance de l'Europe. En favorisant la croissance, des réformes budgétaires bien conçues accroissent non seulement la prospérité mais contribuent aussi au caractère soutenable des finances publiques à long terme (cf. encadré 5). Généralement, toutefois, les progrès sont restés limités en ce qui concerne l'amélioration du rôle des finances publiques dans le renforcement de la croissance potentielle.

Les réductions d'impôts programmées ou mises en œuvre jusqu'à présent sont souhaitables d'un point de vue structurel, car elles peuvent renforcer la croissance à moyen et long terme. Elles devraient cependant être précédées par, ou du moins accompagner, une limitation des dépenses, de façon à ne pas compromettre la réalisation ou le maintien de situations budgétaires saines. Étant donné le rôle joué par les investissements publics dans le soutien de la croissance, ces limitations ne devraient concerner que les dépenses courantes. En 2002, en revanche, le ratio des dépenses primaires devrait, selon les prévisions, augmenter de 0,5 point de pourcentage. Par ailleurs, étant donné que des dépassements budgétaires ont, par le passé, souvent contrarié les efforts d'assainissement, des mécanismes efficaces pour surveiller et restreindre les dépenses, à tous les niveaux de pouvoir, amélioreraient la crédibilité des objectifs budgétaires.

## Encadré 5

### La politique budgétaire et la croissance économique à long terme

L'amélioration des perspectives de croissance à long terme constitue l'un des défis majeurs de la zone euro. Au cours des quarante dernières années, la croissance s'est ralentie dans la plupart des pays de la zone euro, où elle n'a atteint que 2 % en moyenne dans les années quatre-vingt-dix, soit un point de moins qu'aux États-Unis. L'une des principales raisons de ces résultats relativement décevants tient à l'absence d'un environnement dynamique favorable aux investissements et aux créations d'emplois. Des réformes en profondeur des finances publiques seront nécessaires pour accroître le niveau de la croissance potentielle.

#### La contribution des finances publiques à la croissance à long terme

Les déterminants fondamentaux de la croissance sont l'épargne, l'investissement en capital matériel et humain, le progrès technique et la croissance de l'emploi. La stabilité et l'orientation soutenable à long terme des finances publiques, ainsi que les politiques en matière de dépenses et de recettes publiques sont les principaux moyens par lesquels les politiques budgétaires influencent ces déterminants de la croissance. Le rôle joué par les politiques budgétaires dans le renforcement de la croissance potentielle de la zone euro a été mitigé.

##### *La stabilité et le caractère soutenable des finances publiques*

Des déficits et des dettes publiques peu élevés sont nécessaires à la stabilité et au caractère soutenable des finances publiques. Ces résultats budgétaires jouent un rôle favorable sur les anticipations des agents, en matière de stabilité macroéconomique, offrant ainsi un cadre prévisible pour la politique budgétaire et des conditions de financement favorables à long terme. Cela crée alors, par voie de conséquence, un environnement positif pour l'investissement, l'innovation et l'esprit d'entreprise.

##### *Les politiques de dépenses publiques*

Le niveau et la structure des dépenses publiques peuvent aussi influencer la croissance. Généralement, les programmes de dépenses doivent être évalués en fonction de coûts d'efficacité des services publics (par exemple, par rapport au secteur privé), des effets négatifs sur l'incitation à travailler, l'investissement et l'épargne, et des distorsions résultant des impôts nécessaires à leur financement. Des prestations sociales généreuses, par exemple, peuvent fortement décourager le travail. Dans la plupart des pays de la zone euro, les secteurs publics sont relativement importants, y compris d'un point de vue international, et les dépenses publiques y dépassent 40 % du PIB.

##### *Les politiques fiscales*

Les politiques fiscales constituent un important déterminant de la croissance à long terme. En particulier, des taux d'imposition élevés pour les personnes physiques, les sociétés et les revenus du capital réduisent l'incitation à travailler, à investir dans le capital matériel et humain et à épargner. En ce qui concerne l'efficacité du financement du secteur public par des recettes fiscales, la situation n'est pas encore satisfaisante ; de même, dans une perspective internationale, les taux marginaux d'imposition et la pression fiscale moyenne sont encore relativement élevés et les recettes publiques dépassent 40 % du PIB dans la plupart des pays de la zone euro. Quelques progrès ont été réalisés dans la réforme des systèmes d'imposition et dans la réduction des taux marginaux d'imposition. Toutefois, la marge disponible pour des réductions d'impôts est limitée, dans la mesure où elles devraient s'accompagner de limitations suffisantes des dépenses.

#### Les politiques budgétaires et la stratégie de croissance européenne

Lors de la réunion de Stockholm de mars 2001, le Conseil européen a approuvé un document stratégique sur l'amélioration de la qualité ainsi que du caractère soutenable des finances publiques, de façon à renforcer leur contribution à la croissance et à l'emploi. Cette stratégie s'appuie sur trois grands axes. D'abord, les gouvernements doivent favoriser la stabilité de l'environnement macroéconomique par l'assainissement budgétaire et la réduction de la dette. Ils doivent également encourager de nouvelles réformes du marché du travail et des systèmes de retraites. Ensuite, ils doivent renforcer l'incidence économique des prélèvements

obligatoires et des prestations sociales dans un sens plus favorable à l'emploi en réduisant la pression fiscale et en réformant les prestations. Enfin, ils doivent réorienter les dépenses publiques vers l'accumulation de capital physique et humain. Le rapport développe une stratégie d'envergure, favorisant la croissance économique et l'emploi, la consolidation, la soutenabilité et la croissance se renforçant en un cercle vertueux.

Des dispositions institutionnelles bien conçues, encourageant la poursuite de politiques de finances publiques stables et soutenables, sont essentielles pour atteindre ces objectifs. De la même façon, la réforme des dispositions réglementaires et institutionnelles qui régissent les politiques de dépenses publiques dans la zone euro doit être envisagée. Dès lors, les règles déterminant la mesure de l'implication des pouvoirs publics dans le financement et la fourniture de biens, de services et de prestations de sécurité sociale, et la façon dont ces politiques sont menées doivent être analysées et réformées lorsque cela se révèle approprié.

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

### ***La dégradation significative de la situation économique internationale en 2001***

L'économie mondiale a connu un ralentissement marqué en 2001, après une année de croissance exceptionnelle en 2000. La croissance du PIB mondial est estimée à 2 % en 2001, contre 4,6 % en 2000, le plus fort taux de progression depuis le milieu des années quatre-vingt. Le taux de croissance du commerce mondial a chuté encore plus brutalement, revenant de 12,5 % à un niveau estimé de 0,7 %. Le recul de la demande en produits liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC), notamment aux États-Unis, la dégradation généralisée des conditions économiques internationales et les effets retardés de la forte hausse des cours du pétrole en 2000 sont les principaux facteurs de ce ralentissement (cf. encadré 6). Les attentats du 11 septembre ont accru l'incertitude et ont eu une incidence brève, mais immédiate, sur l'activité économique.

En 2001, la décennie d'expansion de l'économie américaine s'est interrompue et le Bureau national de la recherche économique (*National Bureau of Economic Research*) a déclaré en novembre 2001 qu'une récession avait débuté en mars. Dans sa déclaration, cet organisme a souligné l'importance des attentats du 11 septembre dans l'aggravation du ralentissement déjà marqué de la croissance du PIB en volume. En 2001, le PIB

en volume a progressé de 1,2 %, contre 4,1 % en 2000. Dans le même temps, la productivité du travail hors secteur agricole a augmenté, en moyenne, de 1,9 % après avoir progressé de 3,3 % en 2000. La forte contraction de la formation brute de capital fixe du secteur privé et des stocks a été le principal élément à l'origine du ralentissement de la croissance économique au cours de l'année 2001. La FBCF du secteur privé a diminué de 1,9 % en volume en 2001, après une progression de 7,6 % en 2000. Dans l'ensemble, en 2001, la croissance du PIB en volume a été soutenue par la hausse de la consommation privée qui a contribué à hauteur de 2,1 points de pourcentage, après 3,3 points de pourcentage en 2000, et par les dépenses publiques, tandis que la forte contraction, en volume, des exportations par rapport aux importations s'est traduite par une contribution négative des exportations nettes à la croissance du PIB en volume de 0,1 point de pourcentage, contre 0,8 point en 2000.

Dans ce contexte, en 2001, les déséquilibres de l'économie américaine n'ont pas été entièrement corrigés. En particulier, les financements accordés au secteur privé ont continué de progresser tandis que le ratio marge brute d'autofinancement/service de la dette du secteur privé se réduisait. La hausse de l'endettement des ménages s'est également poursuivie, la charge de cet endettement se maintenant à des niveaux records. En outre, le ralentissement de

l'activité aux États-Unis n'a contribué que de façon marginale à la réduction du déficit des transactions courantes en termes relatifs, revenu de 4,5 % du PIB en 2000 à 4,1 % en 2001.

S'agissant de l'inflation, la baisse des cours du pétrole a contribué à une réduction significative des tensions inflationnistes aux États-Unis. L'inflation annuelle, telle que mesurée par les indices des prix à la consommation et à la production est revenue à 2,8 % et 2 % respectivement en 2001, après 3,3 % et 3,6 % en 2000. Cependant, en dépit de l'affaiblissement de la demande intérieure, le taux de progression de l'indice des prix à la consommation (IPC) hors produits alimentaires et énergie, qui donne une image plus fiable des tensions s'exerçant sur les prix, s'est légèrement accru, passant à 2,6 % contre 2,4 % en 2000.

Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique plus marqué et plus prolongé que prévu, le *Comité fédéral de l'open market (CFOM)* du Système fédéral de réserve a abaissé, à plusieurs reprises au cours de l'année, le taux objectif des fonds fédéraux pour le fixer, le 11 décembre 2001, à 1,75 %, soit le plus bas niveau depuis quarante ans ; à fin 2000, l'objectif était de 6,5 %. D'après les déclarations officielles du CFOM, en 2001, les actions de politique monétaire ont été motivées par la persistance d'anticipations de détérioration des conditions économiques, à la suite de la conjonction des ajustements dans le secteur des entreprises et du ralentissement de la croissance de la consommation privée. En février 2001, la nouvelle administration américaine a soumis au Congrès une proposition relative à une réduction constante des recettes publiques, portant notamment sur celles tirées de l'impôt sur le revenu. En mai 2001, le Congrès a approuvé une résolution fixant la réduction totale des recettes fiscales pour la période allant de 2002 à 2011, à 1 350 milliards de dollars, contre 1 600 milliards initialement proposés par l'administration républicaine.

Au Japon, après de timides signes de reprise en 2000, les conditions économiques se sont sensiblement détériorées, pour partie en raison du ralentissement de la demande mondiale en 2001, dans un contexte de problèmes structurels affectant le secteur des entreprises et de baisse persistante des prix des actifs. En liaison avec le recul rapide de la croissance des exportations et l'augmentation du niveau des stocks, la production industrielle s'est contractée durant la majeure partie de l'année, notamment dans le secteur des biens d'équipement électriques à fort contenu en TIC. La faiblesse du secteur manufacturier s'est propagée aux autres secteurs de l'économie et a conduit à une vive dégradation de la situation du marché du travail, avec un taux de chômage atteignant le niveau sans précédent de 5,5 % en décembre 2001 et une diminution rapide du nombre d'heures supplémentaires déclarées. Avec le recul de la consommation privée et le ralentissement de la formation brute de capital fixe des entreprises, la croissance du PIB global s'est contractée au deuxième et au troisième trimestres 2001, suscitant des inquiétudes au sujet d'une augmentation des créances douteuses et de la santé du secteur financier en général.

S'agissant des prix, les pressions déflationnistes se sont accentuées pendant la majeure partie de l'année 2001, aboutissant à un recul moyen de 0,7 % de l'IPC. Dans ce contexte, la Banque du Japon a pris plusieurs mesures pour assouplir l'orientation de la politique monétaire. Plus particulièrement, à la mi-mars 2001, elle a décidé de retenir, désormais, comme objectif opérationnel principal pour les opérations du marché monétaire, non plus le taux de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc, mais le volume des réserves des institutions financières inscrites à son bilan. La Banque du Japon a également annoncé que la nouvelle stratégie opérationnelle serait maintenue jusqu'à ce que le taux de variation annuel de l'IPC (hors denrées périssables) se stabilise à 0 % ou à un niveau supérieur. Le montant des réserves inscrites à son bilan avait été initialement fixé à JPY 5 000 milliards mais,

## Encadré 6

### Les déterminants de la synchronisation des cycles d'activité au niveau international

Le degré élevé de synchronisation des principales économies a été une caractéristique importante du ralentissement de l'économie mondiale en 2001. Une plus grande synchronisation des cycles d'activité constitue un facteur important à prendre en compte dans les prévisions économiques et l'élaboration de la politique économique. En particulier, le renforcement des mécanismes de transmission entre les cycles d'activité de différents pays, associé au processus de mondialisation, a pour effet que même les grandes économies relativement fermées peuvent être plus fortement exposées à des effets de contagion en provenance de l'étranger. Ainsi, lorsqu'on évalue les perspectives économiques d'un pays donné, il est nécessaire d'accroître de manière significative l'importance du contexte international. Les liens commerciaux, la diversification des actifs financiers à l'échelle internationale, les répercussions en termes de confiance et les chocs communs sont les principaux facteurs qui déterminent la synchronisation des cycles d'activité au niveau international.

D'une manière générale, ce sont les liens commerciaux entre différents pays qui traduisent, dans une large mesure, leur degré d'interdépendance économique. À long terme, ces liens ont eu tendance à s'intensifier par le biais du commerce international, dans la mesure où les échanges en volume ont augmenté plus rapidement que le PIB mondial. Par exemple, le degré d'ouverture de la zone euro s'est accru de manière significative ces dix dernières années. Les exportations de biens vers les pays hors zone euro sont passées de 9 % du PIB en 1991 à plus de 15 % du PIB en 2000. De même, les importations de biens sont passées de 11 % à 16 % du PIB durant cette période. L'internationalisation de la production, qui a été à l'origine de la plus grande ouverture des économies, est devenue un facteur important des effets de contagion *via* le canal des échanges commerciaux. Par exemple, le récent ralentissement économique aux États-Unis est étroitement lié à la forte baisse de la demande américaine de produits liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC), qui donnent lieu à un volume d'échanges très élevé et à une internationalisation de la chaîne de production. En conséquence, le ralentissement qui a débuté aux États-Unis au second semestre 2000 s'est rapidement étendu aux petites économies ouvertes d'Asie du Sud-Est, principaux producteurs de produits liés aux TIC et principaux importateurs de biens en provenance de pays tiers tels que la zone euro. Lors du récent ralentissement conjoncturel, la zone euro a subi non seulement des effets directs liés au ralentissement de l'économie américaine mais également des effets indirects en provenance de pays tiers, liés à l'incidence sur les pays d'Asie du Sud-Est et d'autres parties du monde du ralentissement économique aux États-Unis, mais qui ne sont apparus que dans le courant 2001.

Cela souligne le fait que le canal des échanges commerciaux ne prend pas en compte toute l'ampleur du phénomène de transmission. Dans ce contexte, l'attention s'est plus récemment centrée sur les liens financiers. Ces toutes dernières années, les investisseurs privés, institutionnels ainsi que les entreprises non financières ont de plus en plus diversifié leurs créances et leurs engagements au niveau international. En particulier, les entreprises ont considérablement développé leurs opérations à l'échelle internationale, notamment par le biais des fusions et acquisitions, et les recettes commerciales issues des opérations des sociétés étrangères affiliées représentent généralement une part croissante des chiffres d'affaires totaux. Entre 1980 et 2000, les créances et engagements extérieurs des résidents de l'ensemble des principales économies développées ont plus que doublé en pourcentage du PIB. À l'exception du Japon, la diversification internationale des actifs s'est considérablement accélérée dans les années quatre-vingt dix. À la fin du millénaire, le total des créances et des engagements extérieurs de nombre des principales économies avoisinait 100 % du PIB. Compte tenu de ces placements transfrontière, tant les entreprises que les ménages ont probablement été plus directement exposés aux évolutions à l'étranger. En outre, et probablement sous l'effet de l'augmentation des placements transfrontière, les marchés financiers ont été plus fortement corrélés ces dernières années, notamment en termes de rendement des actions. Les cours des actions ont une incidence sur les conditions de financement des entreprises et sur la richesse des ménages. Par conséquent, leur corrélation peut constituer en soi un important canal de transmission. Dès lors, les interdépendances financières ont pu jouer un rôle dans le récent phénomène de synchronisation.

De plus, les répercussions en termes de confiance peuvent jouer un rôle dans le mécanisme de transmission des cycles d'activité. Même si une corrélation élevée des indicateurs de confiance de différents pays peut simplement traduire une corrélation sous-jacente élevée des cycles d'activité réels, elle peut néanmoins aussi résulter d'effets de contagion. Par exemple, si les résidents ne font qu'« imiter » le comportement de leurs contreparties à l'étranger, les répercussions en termes de confiance peuvent l'emporter, indépendamment des relations d'interdépendance existant dans le domaine économique. On a observé une forte corrélation des indices de confiance des chefs d'entreprise américains et ceux de la zone euro sur la période 1999–2001, avec un coefficient de corrélation pouvant aller jusqu'à 0,8 (avec un décalage de trois trimestres vis-à-vis des États-Unis), par rapport à 0,4 entre 1990 et 2001<sup>1</sup>.

Les évolutions conjoncturelles parallèles que l'on observe actuellement dans les principales régions économiques du monde peuvent, cependant, également être consécutives à l'existence de chocs communs. Depuis la première crise pétrolière au début des années soixante-dix, les principaux ralentissements de l'économie mondiale ont souvent été liés à l'incidence décalée de la flambée des cours du pétrole. Cela pourrait également être valable dans le cas du ralentissement des principales économies mondiales en 2001, dans la mesure où les cours du pétrole exprimés en dollars ont plus que triplé entre 1999 et 2000. Toutefois, formuler un jugement solide sur l'importance relative des divers déterminants possibles de la synchronisation des cycles d'activité nécessiterait de disposer de fondements théoriques et empiriques plus solides que ceux dont on dispose actuellement.

*1 FMI : Perspectives économiques mondiales, octobre 2001, encadré 2.1*

par la suite, il a été relevé à plusieurs reprises pour s'établir entre JPY 10 000 milliards et JPY 15 000 milliards. En outre, le volume des opérations ferme sur titres d'État à long terme a été porté de JPY 400 milliards à JPY 1 000 milliards par mois. Cette politique a permis de maintenir le taux de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc à un niveau proche de zéro. En ce qui concerne la politique budgétaire, le Parlement nippon a voté, en novembre 2001, une rallonge budgétaire pour l'exercice 2001, comprenant JPY 3 000 milliards de dépenses supplémentaires, et mettant l'accent sur les réformes structurelles, et notamment les mesures destinées à renforcer le dispositif de protection sociale. Une seconde enveloppe supplémentaire de JPY 2 600 milliards a été approuvée début 2002. Par conséquent, le déficit budgétaire global des administrations publiques a atteint 6,4 % du PIB en 2001, portant le ratio d'endettement par rapport au PIB à 132 % en 2001.

En Asie, plusieurs économies émergentes ont connu un ralentissement brutal provoqué par l'effondrement des exportations de TIC. Dans la majeure partie des petites économies

ouvertes, le recul des échanges extérieurs a eu des répercussions internes, en exerçant des pressions accrues sur les entreprises et les ménages, affaiblissant ainsi la demande intérieure. En outre, les entrées nettes de capitaux privés ont fléchi, traduisant en partie une incertitude économique accrue et les effets des évolutions extérieures et contribuant à ralentir encore l'activité économique. De ce fait, ces économies ouvertes les plus spécialisées dans le secteur des TIC ont connu une contraction de leur PIB au cours de l'année. Cependant, les économies de la Chine et de l'Inde, plus fermées, se sont révélées plus résistantes aux évolutions extérieures et ont enregistré de forts taux de croissance annuels du PIB en volume, estimés à 7,3 % et 5,0 % respectivement, en raison de la vigueur de l'investissement et de la consommation intérieurs. Dans ce contexte, le ralentissement de la croissance du PIB dans la région a conduit à une atténuation des tensions inflationnistes, encore accentuée par la baisse des cours du pétrole en fin d'année.

Comparés à d'autres marchés émergents, les pays en transition sont parvenus à résister



relativement bien au ralentissement mondial et aux conséquences des attentats du 11 septembre 2001. Dans la majorité de ces pays, la croissance du PIB a été relativement soutenue au premier semestre 2001 et n'a commencé de se ralentir progressivement qu'au second semestre, avec le fléchissement de la croissance des exportations. Dans l'ensemble, les marchés financiers ont su relativement faire face aux turbulences internationales, comme l'illustre la réaction limitée des écarts de taux des obligations souveraines aux événements en Argentine et en Turquie. En Russie, on estime que la croissance du PIB en volume a atteint 5 % en 2001, après 8,3 % en 2000. Bénéficiant de cours du pétrole antérieurement plus élevés, la situation budgétaire et les comptes extérieurs du pays se sont améliorés, ce qui a également entraîné une réduction importante de sa dette extérieure. Au cours de l'année, toutefois, le soutien apporté à la croissance par les facteurs extérieurs s'est affaibli, avec un recul des cours du pétrole, une appréciation du taux de change réel et un environnement mondial devenu moins favorable.

Après les bons résultats enregistrés au premier semestre, la croissance a également commencé de ralentir dans la plupart des pays d'Europe centrale et orientale. Dans de nombreux pays, l'inflation a diminué, en résultat, pour partie, de politiques monétaires axées sur la stabilité et du ralentissement de l'activité économique. La principale préoccupation a concerné la relative détérioration des déficits publics, imputable pour partie seulement aux dépenses structurelles liées au processus de transition. En République tchèque, la croissance a atteint son plus haut niveau au premier trimestre 2001, favorisée par une demande intérieure soutenue et des investissements directs étrangers élevés, avant de se ralentir au second semestre. De même, la croissance du PIB en Hongrie a été tout d'abord soutenue par la reprise de la consommation des ménages. Cependant, au cours de l'année, l'affaiblissement de la demande extérieure a commencé d'exercer une influence

croissante, comme le montrent la faiblesse du secteur manufacturier exportateur et la modération de la croissance de l'investissement. En Pologne, les conditions internes défavorables et, par conséquent, une demande extérieure plus faible ont ramené la croissance de la production de 4 % en 2000 à guère plus de 1 % en 2001.

En Turquie, la faiblesse des fondamentaux économiques ainsi que la grande vulnérabilité du secteur bancaire ont abouti au flottement de la livre turque vers la fin février 2001, accentuant ainsi les pressions inflationnistes. Au second semestre, grâce à l'intervention du FMI, les inquiétudes relatives à la soutenabilité de l'endettement du pays ont un peu diminué, comme le montre l'amélioration significative de plusieurs indicateurs financiers.

En 2001, les pays d'Amérique latine ont subi le contrecoup de la récession mondiale et de l'aggravation de la crise économique en Argentine. En conséquence, l'activité économique dans la région a marqué le pas après la forte croissance enregistrée l'année précédente. En Argentine, l'aide financière apportée par les organisations multilatérales, associée à des programmes de restructuration de la dette de grande envergure et à des mesures d'austérité budgétaire n'est pas parvenue à éviter un degré élevé d'incertitude et un recul de l'activité économique. Face à ces évolutions négatives, le gouvernement n'a plus été en mesure d'honorer ses engagements financiers et, début 2002, le système de caisse d'émission (*currency board*), adopté il y a dix ans, a été abandonné. Jusqu'en octobre 2001, les perturbations financières en Argentine ont contribué à la détérioration de la situation économique au Brésil, qui, après une croissance soutenue début 2001, a également été affecté par le ralentissement de l'économie mondiale et une grave pénurie d'énergie dans le pays. En outre, les investissements directs étrangers au Brésil ont brutalement chuté par rapport aux niveaux records de l'année précédente, soulignant la vulnérabilité du pays aux chocs négatifs externes. L'économie mexicaine a

semblé peu touchée par les difficultés en Amérique latine, mais l'activité économique s'est fortement ralentie dans le sillage des évolutions aux États-Unis et de la modération des cours du pétrole, dont le Mexique est un exportateur net.

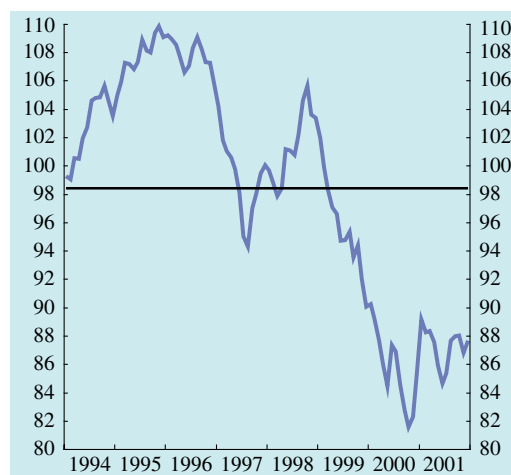
L'Afrique est la seule grande région économique dont la croissance a été plus forte en 2001 que l'année précédente (environ 4 %, contre 2,8 % en 2000), essentiellement en raison de la fin de la sécheresse dans les pays du Maghreb. Cependant, les exportations représentant plus d'un tiers du PIB africain, l'activité économique de la région a été, elle aussi, affectée par le ralentissement mondial. De plus, les cours des matières premières hors énergie, qui ne sont pas tous étroitement corrélés au cycle mondial, ont été relativement faibles en 2001.

### **L'euro est resté globalement stable au second semestre 2001**

Après le fort rebond observé durant les tout derniers mois de l'année 2000 et début janvier 2001, la valeur externe de l'euro a progressivement diminué, en termes effectifs nominaux, atteignant un plancher en juin 2001. Cependant, durant le second semestre de l'année, la monnaie unique s'est appréciée pour se stabiliser par la suite à un niveau légèrement plus élevé que la moyenne enregistrée en 2000 (cf. graphique 20). Ces évolutions ont eu lieu dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale et d'incertitude accrue concernant les perspectives de croissance relatives des principales zones économiques. Dans l'ensemble, le taux de change effectif nominal de l'euro se situait, fin 2001, à un niveau inférieur de plus de 2 % à celui du début de l'année, mais supérieur de plus de 1,5 % au niveau moyen observé en 2000. Le 5 mars 2002, date d'arrêt du présent *Rapport annuel*, le taux de change effectif nominal de l'euro avait baissé de 1,1 % par rapport à sa moyenne de 2001. S'agissant des taux de change effectifs réels, qui sont corrigés des

### **Graphique 20** **Taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1)</sup>**

(moyennes mensuelles ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE

1) Les données sont calculées par la BCE (cf. l'article du Bulletin mensuel d'avril 2000). Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro. La ligne horizontale représente la moyenne calculée pour la période sous revue (de janvier 1994 à décembre 2001).

écarts de prix et de coûts salariaux entre la zone euro et ses partenaires, leur évolution a été globalement parallèle à celle de l'indice nominal.

Fin 2000 et début 2001, l'euro s'est apprécié face au dollar, à la faveur de certains signes indiquant un ralentissement imminent de l'économie américaine. Cependant, il s'est ensuite déprécié vis-à-vis du dollar, durant la majeure partie du premier semestre 2001, atteignant un plancher de USD 0,8384 le 6 juillet 2001. Cette évolution semble avoir été liée autant à une série de données publiées, confirmant le ralentissement de la croissance dans la zone euro qu'au sentiment prévalant sur les marchés financiers que la reprise économique serait plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro. Avec l'atténuation, en août 2001, des perspectives de reprise économique rapide aux États-Unis, l'euro s'est raffermi face au dollar, cette tendance étant accentuée dans un contexte d'aversion accrue au risque au niveau mondial, à la suite des événements tragiques du 11 septembre. Au fur et à mesure que

l'incertitude des marchés s'est atténuée au cours des mois suivants, l'euro s'est stabilisé à un niveau légèrement inférieur. Fin 2001, l'euro cotait USD 0,88, soit presque 6,5 % en deçà du niveau observé en début d'année et plus de 4,5 % en deçà de sa valeur moyenne de l'année 2000. Le 5 mars, l'euro s'échangeait à USD 0,87, soit 3,1 % au-dessous de sa moyenne de 2001.

L'euro s'est apprécié par rapport au yen en 2001. Durant la majeure partie du premier semestre de l'année, il s'est échangé à des niveaux proches de ceux observés après sa forte appréciation par rapport à la devise nipponne au dernier trimestre 2000. L'euro a temporairement subi des pressions à la baisse en mai 2001, en raison essentiellement de signes de plus en plus tangibles concernant l'ampleur du ralentissement économique dans la zone euro. Toutefois, durant l'été, la détérioration de la situation économique au Japon a contribué à la remontée de l'euro vers les niveaux en vigueur début 2001. Entre septembre 2001 et novembre, l'euro s'est échangé autour d'une valeur moyenne de JPY 108,95, avant de s'apprécier fortement compte tenu de la poursuite de la détérioration de la situation économique au Japon vers la fin de l'année. Le 28 décembre, l'euro cotait JPY 115,33, soit 6,5 % environ au-dessus du niveau enregistré au début de l'année et presque 16 % au-dessus de sa moyenne de 2000. Le 5 mars, l'euro cotait JPY 114,46, soit 5,3 % au-dessus de sa moyenne de 2001.

Enfin, s'agissant du franc suisse, son évolution contre euro a été caractérisée par une stabilité globale au cours de l'année, du moins jusqu'en septembre 2001. Les attentats survenus aux États-Unis ont provoqué une appréciation de cette devise vis-à-vis de l'euro, probablement en raison de sa qualité de « valeur refuge ». Fin 2001, l'euro ne s'était qu'en partie redressé par rapport à la devise suisse et, le 5 mars 2002, il cotait CHF 1,48<sup>1</sup>.

### **Le recul du déficit des transactions courantes en 2001**

Le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 9,3 milliards d'euros en 2001, contre 70,1 milliards en 2000 (toutes les données se réfèrent à l'Euro 12). Cette baisse du déficit résulte principalement de l'augmentation de l'excédent des échanges de biens (de 11,7 milliards d'euros en 2000 à 74,1 milliards en 2001) conjuguée à un retournement du solde des services (passé d'un déficit de 5,2 milliards à un excédent de 1,5 milliard durant la même période). Ces évolutions n'ont été que partiellement compensées par un creusement de 10,2 milliards d'euros du déficit des revenus (qui s'inscrit à 37,7 milliards) en 2001 par rapport à l'année précédente. Le déficit des transferts courants est demeuré pratiquement inchangé.

<sup>1</sup> Les évolutions de l'euro par rapport à la couronne danoise, la couronne suédoise et la livre sterling sont décrites au chapitre IV.

## **Encadré 7**

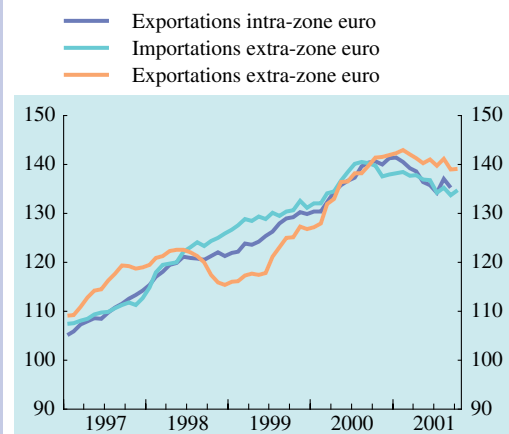
### **Les évolutions du volume des échanges de la zone euro depuis la crise asiatique**

Après avoir fortement progressé au premier semestre 2000, le volume, corrigé des variations saisonnières, des importations de biens extra-zone euro a entamé son recul au quatrième trimestre 2000, tandis que le volume des exportations extra-zone euro a commencé de diminuer au premier trimestre 2001. Cependant, ce dernier s'est réduit moins fortement que le volume des échanges intra-zone euro (les exportations intra-zone euro étant équivalentes, mis à part les écarts statistiques, aux importations intra-zone euro). Afin d'analyser l'ampleur du recul du commerce extérieur en 2000/2001, une comparaison est faite avec les évolutions des échanges au cours de la crise asiatique de 1998. La dégradation intervenue en 2000/2001 semble avoir été due à un ralentissement de la demande tant intérieure qu'extérieure, le volume des exportations extra et intra-zone euro s'étant contracté, alors que la crise asiatique constituait principalement un choc externe. Cependant, la crise asiatique semble

s'être traduite par un taux de pénétration durablement plus élevé des importations en provenance de certains pays asiatiques dans la zone euro, alors que les volumes des exportations de la zone euro vers plusieurs pays d'Asie sont restés inférieurs à leurs niveaux de 1997.

### Exportations et importations extra-zone euro et exportations intra-zone euro, en volume

(indice : 1995 = 100 ; moyenne mobile sur trois mois)

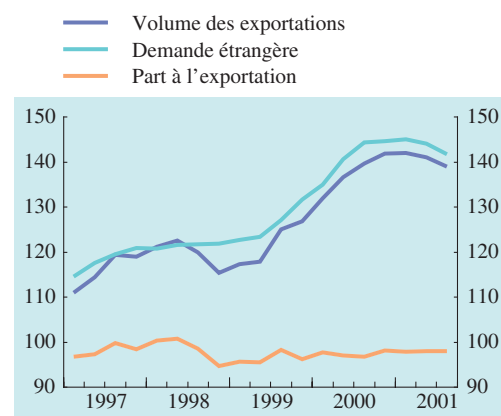


Sources : Eurostat et BCE

Note : Toutes les données sont mensuelles et cvs.

### Volume des exportations extra-zone euro, demande étrangère et part à l'exportation

(indice : 1995 = 100)



Sources : Eurostat et BCE

Note : Toutes les données sont trimestrielles et cvs. La part à l'exportation est obtenue en divisant le volume des exportations extra-zone euro par la demande étrangère.

### La comparaison entre les récentes évolutions du volume des échanges commerciaux intra et extra-zone euro et celles enregistrées après la crise asiatique

Le volume, corrigé des variations saisonnières, des importations de biens extra et intra-zone euro a fortement progressé du début 1997 à la mi-2000, tandis que celui des exportations extra-zone euro s'est contracté au second semestre 1998, avant de connaître une reprise soutenue en 1999. Ce dernier a donc été fortement influencé par la crise asiatique, alors que les échanges intra-zone euro et les importations extra-zone euro sont restés dans l'ensemble peu affectés par la crise de 1998.

Au quatrième trimestre 2000, le volume des importations extra-zone euro a commencé de se contracter, tandis que celui des exportations extra-zone euro entamait son recul légèrement plus tard, au premier trimestre 2001 (cf. le graphique relatif aux exportations et aux importations extra et intra-zone euro en volume). Fait marquant, le recul des exportations extra-zone euro en 2000/2001 est assez modéré comparé à la crise asiatique, en dépit du fait que le ralentissement de la demande étrangère a été relativement plus marqué au cours de la période de crise 2000/2001 (cf. le graphique présentant le volume des exportations extra-zone euro, la demande étrangère et la part à l'exportation). Bien que la contraction du volume des exportations extra-zone euro pendant la crise asiatique semble due en partie à l'appréciation des anciennes monnaies nationales composant l'euro, le recul des exportations extra-zone euro s'est accentué en 2001, en dépit du niveau relativement bas du taux de change effectif de l'euro et semble avoir été largement provoqué par le ralentissement de l'activité économique mondiale. De plus, la part de la zone euro à l'exportation a faiblement progressé en 2001.

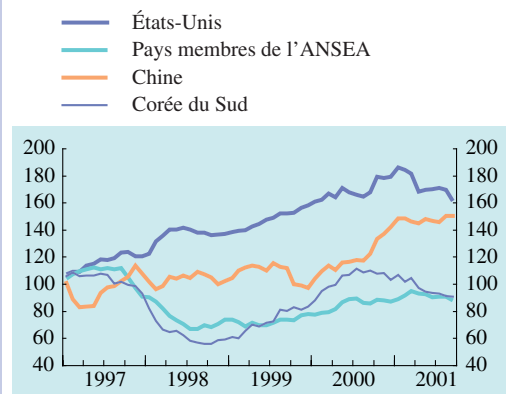
Le recul des exportations intra-zone euro intervenu en 2000/2001 est légèrement plus marqué que celui des exportations extra-zone euro. De fait, la situation est assez différente de celle de la crise asiatique pendant laquelle les volumes des exportations extra-zone euro s'étaient effondrés, tandis que les exportations intra-zone euro continuaient de progresser. En conséquence, le ralentissement intervenu en 2000/2001 semble relativement plus profond qu'il n'apparaissait, en raison du ralentissement tant de la demande intérieure que de la demande étrangère, alors que la crise asiatique constituait principalement un choc externe.

## Les évolutions des échanges extra-zone euro selon les partenaires commerciaux depuis la crise asiatique

Lors de la comparaison de l'évolution du volume des échanges en 2000/2001 avec celle qui a suivi la crise asiatique, il est nécessaire de ventiler l'évolution du commerce extra-zone euro entre les échanges avec les États-Unis et ceux réalisés avec les principaux partenaires commerciaux d'Asie (hors Japon). Le graphique ci-après montre que le volume des exportations de la zone euro vers les pays asiatiques considérés s'est fortement contracté à la suite de la crise asiatique. Cependant, ces pays n'ont pas tous été affectés de la même façon : tandis que les exportations de la zone euro vers la Chine ont enregistré une baisse avant de connaître une reprise rapide, les exportations vers les pays de l'ANSEA et la Corée du Sud ont reculé progressivement, pendant une longue période, et n'ont jamais retrouvé leurs niveaux d'avant la crise. Cette situation a été probablement due à la fois aux gains de compétitivité de ces pays et à un recul plus durable de la demande intérieure des pays de l'ANSEA, tandis que la demande chinoise demeurait plus soutenue au cours de cette période. De fait, le volume des exportations de la zone euro vers la Chine a progressé de 41 % de juillet 1997 à juillet 2001, tandis que les exportations vers les pays de l'ANSEA ont diminué de 13 % dans le même temps. Le graphique ci-après montre également que les exportations vers les États-Unis ont augmenté très rapidement jusqu'en janvier 2001 (doublant quasiment depuis 1997), reflétant en partie la forte croissance du PIB américain ces dernières années. Les États-Unis constituant l'un des principaux marchés à l'exportation de la zone euro, il semble que les exportations à destination de ce pays aient augmenté de façon disproportionnée par rapport au total des exportations de la zone euro depuis 1997, ce qui explique en grande partie la chute du volume des exportations extra-zone euro en 2001, en liaison avec le ralentissement de l'activité américaine.

### Volume des exportations de la zone euro vers les États-Unis, la Chine, la Corée du Sud et les pays de l'ANSEA

(indice : 1995 = 100; moyenne mobile sur trois mois)

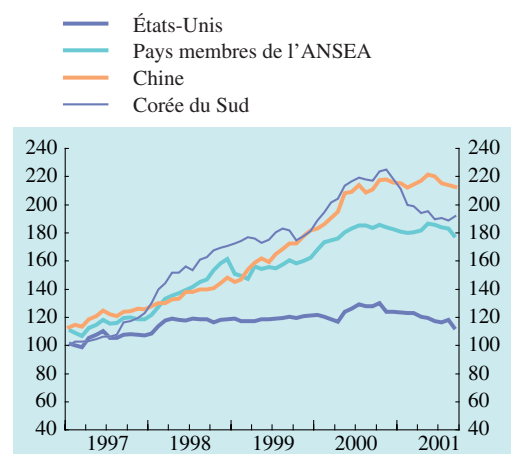


Sources : Eurostat et BCE

Toutes les données sont mensuelles et cvs. Sont membres de l'ANSEA : Brunéi, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaisie, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande, Viêt-Nam.

### Volume des importations de la zone euro en provenance des États-Unis, de Chine, de Corée du Sud et des pays de l'ANSEA

(indice : 1995 = 100; moyenne mobile sur trois mois)



Sources : Eurostat et BCE

Note : Toutes les données sont mensuelles et cvs.

Si l'on compare l'évolution récente des importations avec la période qui a suivi la crise asiatique, le graphique ci-dessus montre qu'après 1997 le volume des importations en provenance de nombreux pays d'Asie a progressé sur un rythme nettement supérieur à celui du reste des importations extra-zone euro. De fait, le volume des importations en provenance de Chine et de Corée du Sud a plus que doublé sur cette période. Pour cette dernière, cette évolution est probablement due principalement à l'amélioration de la compétitivité des prix des produits importés (exprimés en euros), qui sont restés inférieurs à leur niveau de 1997 en dépit de la dépréciation de l'euro depuis son lancement. En ce qui concerne la Chine, la croissance des importations en volume semble essentiellement liée au niveau relativement élevé des investissements directs étrangers.

Les évolutions des exportations et des importations évoquées ci-dessus ont entraîné une modification des parts relatives de l'Asie et des États-Unis dans les échanges de la zone euro. Entre 1996 et 2000, par exemple, la part des exportations de la zone euro vers l'Asie est revenue de 22 % environ à un peu moins de 19 %, tandis que celle des exportations vers les États-Unis s'établissait juste au-dessus de 17 %, après 13 % environ. Au cours de la même période, la part des importations en provenance d'Asie est passée de 24 % environ à un peu plus de 27 %, celle des importations provenant des États-Unis demeurant pratiquement inchangée. En résumé, il semble que la crise asiatique ait renforcé la tendance déjà à la hausse du taux de pénétration des importations provenant de pays tels que la Chine ou la Corée du Sud dans la zone euro, tandis que les volumes des exportations de la zone euro vers un certain nombre de pays asiatiques demeuraient inférieurs aux niveaux de 1997. Cette évolution est intervenue en dépit de l'amélioration de la compétitivité-prix de la zone euro, résultant de la dépréciation de l'euro depuis 1999.

Si le volume tant des exportations que des importations de biens a diminué durant l'année (cf. encadré 7 pour plus de détails), en raison d'un affaiblissement de la demande étrangère et de la demande dans la zone euro, cette baisse a néanmoins été plus prononcée dans le cas des importations, ce qui explique en partie la hausse de l'excédent des échanges de biens (cf. graphique 21). Les prix des importations ont diminué de 9,9 % durant les dix premiers mois de 2001, après avoir augmenté de 20,3 % en 2000. Cette évolution résulte principalement des cours du pétrole, qui sont passés de 17,1 euros le baril en 1999 à 31,0 euros le baril en 2000, avant de fléchir pour revenir à 27,8 euros le baril en 2001.

En ce qui concerne la ventilation par produits des exportations extra-zone euro, certains

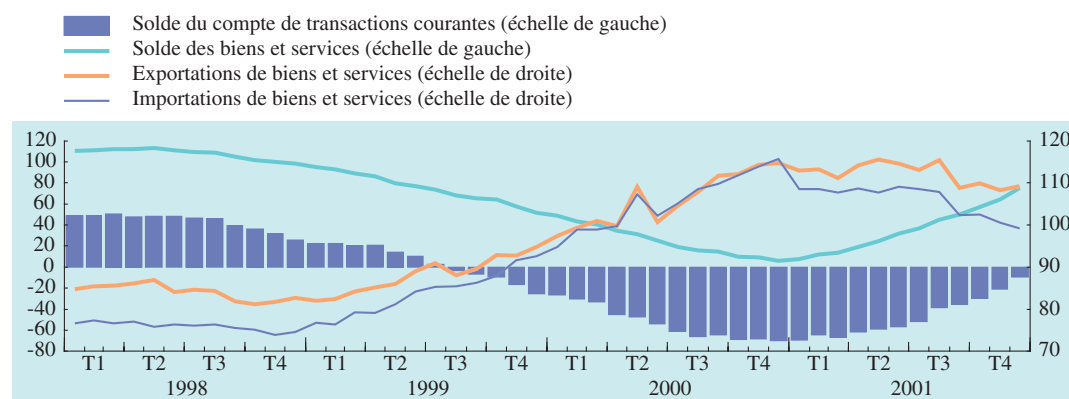
signes indiquent que le recul des exportations en volume a été amorcé légèrement plus tôt pour les biens de consommation que pour les biens intermédiaires et les biens d'équipement. La baisse a été beaucoup plus prononcée dans le cas des biens intermédiaires que dans celui des deux autres catégories (cf. graphique 22).

En ce qui concerne le solde des revenus, le graphique 23 indique que tant les recettes que les dépenses ont diminué durant la seconde partie de l'année, en raison principalement du ralentissement de l'activité économique mondiale et de la baisse corrélative de la rentabilité. Cependant, les recettes ont décliné plus rapidement que les dépenses, entraînant par là même une aggravation du déficit des revenus en 2001.

## Graphique 21

### Compte de transactions courantes et échanges de biens et services de la zone euro

(milliards d'euros ; cvs)



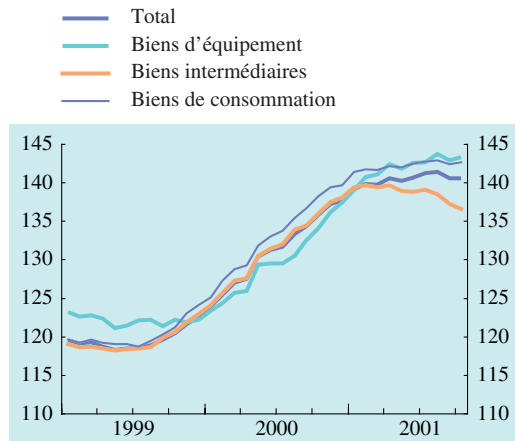
Source : BCE

Note : Les données concernent l'Euro 12 ; les soldes sont cumulés sur douze mois.

## Graphique 22

### Indices de volume des exportations extra-zone euro de biens de consommation, de biens intermédiaires et de biens d'équipement

(indice : 1995 = 100 ; non cvs ; moyenne mobile sur douze mois)



Sources : Calculs d'Eurostat et de la BCE établis à partir des données d'Eurostat

Note : Les données concernent l'Euro 12 ; les dernières observations portent sur octobre 2001.

### En 2001, les sorties nettes cumulées au titre des investissements directs et de portefeuille ont reculé

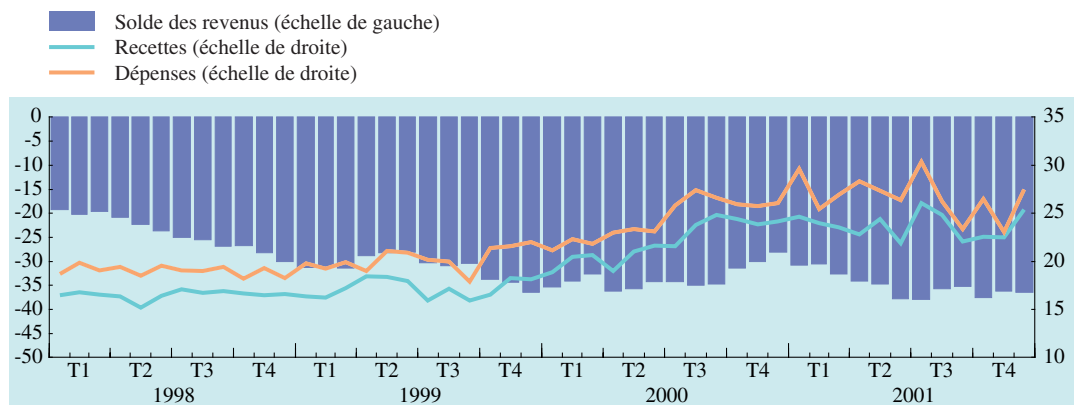
Les sorties nettes cumulées au titre des investissements directs et de portefeuille ont été moins élevées en 2001 (53,0 milliards d'euros) qu'en 2000 (87,6 milliards,

cf. graphique 24). Cette diminution des sorties nettes en 2001 résulte essentiellement de l'inversion du solde des investissements de portefeuille, qui ont donné lieu à des entrées nettes en 2001 (40,9 milliards d'euros), alors qu'ils avaient enregistré des sorties nettes importantes en 2000 (102,8 milliards) ; ce mouvement n'a été que partiellement compensé par l'inversion du solde des investissements directs, qui ont donné lieu à des sorties nettes en 2001 (93,9 milliards), alors qu'ils avaient affiché des entrées nettes en 2000 (15,2 milliards). Les évolutions observées en 2001 doivent être replacées dans un contexte de forte diminution des opérations de fusion et acquisition, par rapport à 2000, qui avaient été souvent réglées par le biais d'échange d'actions, donnant ainsi lieu à des entrées d'investissements directs étrangers et à des sorties au titre des investissements de portefeuille. En revanche, les sorties nettes au titre des investissements directs observées en 2001 sont principalement liées aux prêts intra-groupes, qui résultent probablement en partie des coûts exceptionnels que les entreprises de la zone euro ont supportés aux fins de restructuration d'entreprises affiliées précédemment acquises à l'étranger. Pour ce qui est de l'inversion du solde des investissements de portefeuille, qui ont donné lieu à des entrées nettes en 2001, ce mouvement résulte de la forte hausse

## Graphique 23

### Compte de revenus de la zone euro

(milliards d'euros ; cvs)



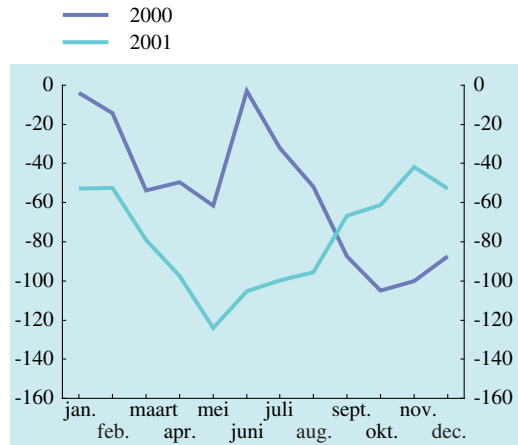
Source : BCE

Note : Les données concernent l'Euro 12 ; les soldes sont cumulés sur douze mois.

## Graphique 24

### Flux financiers nets de la zone euro en 2000 et 2001

(milliards d'euros, investissements directs et de portefeuille, données nettes cumulées)



Source : BCE

Note : Un chiffre positif (négatif) indique une entrée (sortie) nette.

des entrées nettes de titres de participation, probablement liées aux opérations de rééquilibrage des portefeuilles

internationaux, en raison de la détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis. À l'inverse, les titres de créance ont enregistré d'importantes sorties nettes en 2001. Cette évolution semble être principalement liée aux anticipations de plus-values résultant de la forte baisse attendue des taux d'intérêt aux États-Unis.

Depuis 1999, la balance des paiements de la zone euro a affiché un déficit du compte de transactions courantes, conjugué à des sorties nettes élevées au titre tant des investissements directs que des investissements de portefeuille. Les opérations à court terme des IFM de la zone euro (hors Eurosystem) ont constitué le principal élément du bouclage de la balance des paiements. Toutefois, la position extérieure nette des IFM de la zone euro (hors Eurosystem) s'est améliorée dans le courant de l'année 2001, leurs engagements nets revenant de 162,6 milliards d'euros en 2000 à 3,8 milliards en 2001.





France : **Nettoyage d'une plaque d'impression dans les ateliers de la Fabrication des billets de la Banque de France à Chamalières**

## **Chapitre II**

# **Les opérations de banque centrale**

## I La mise en œuvre de la politique monétaire

### I.1 Vue d'ensemble

Le cadre opérationnel de la mise en œuvre de la politique monétaire unique a bien fonctionné en 2001, confirmant une nouvelle fois l'expérience globalement positive vécue depuis le début de l'Union monétaire. Abstraction faite de l'entrée de la Grèce dans la zone euro, le 1<sup>er</sup> janvier 2001, seuls des changements très limités ont été introduits au cours de l'année. Aussi les trois principaux éléments du cadre opérationnel, à savoir les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et les réserves obligatoires, ainsi que les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire reposant sur l'exécution et la gestion décentralisées des opérations par les BCN, sont-ils restés inchangés. Le cadre opérationnel est décrit de manière détaillée dans le document intitulé « *La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème* » (décembre 2000).

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes : elles jouent un rôle clé en assurant le pilotage de la liquidité bancaire et en signalant l'orientation de la politique monétaire. Elles ont été effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe entre janvier 1999 et le 20 juin 2000 et par la voie d'appels d'offres à taux variable, assortis d'un taux de soumission minimal, par la suite. Fournissant l'essentiel du refinancement du secteur bancaire, elles consistent en des opérations régulières de cession temporaire destinées à fournir des liquidités, exécutées sous la forme d'appels d'offres, ayant une fréquence hebdomadaire et une échéance normale de deux semaines. En outre, l'Eurosystème effectue une fois par mois des opérations de refinancement à plus long terme à échéance de trois mois. Ces opérations visent à fournir un refinancement à plus long terme au secteur bancaire. En plus des opérations d'*open market* régulières, l'Eurosystème a effectué deux opérations de

cession temporaire de réglage fin et deux opérations de cession temporaire structurelle en 2001.

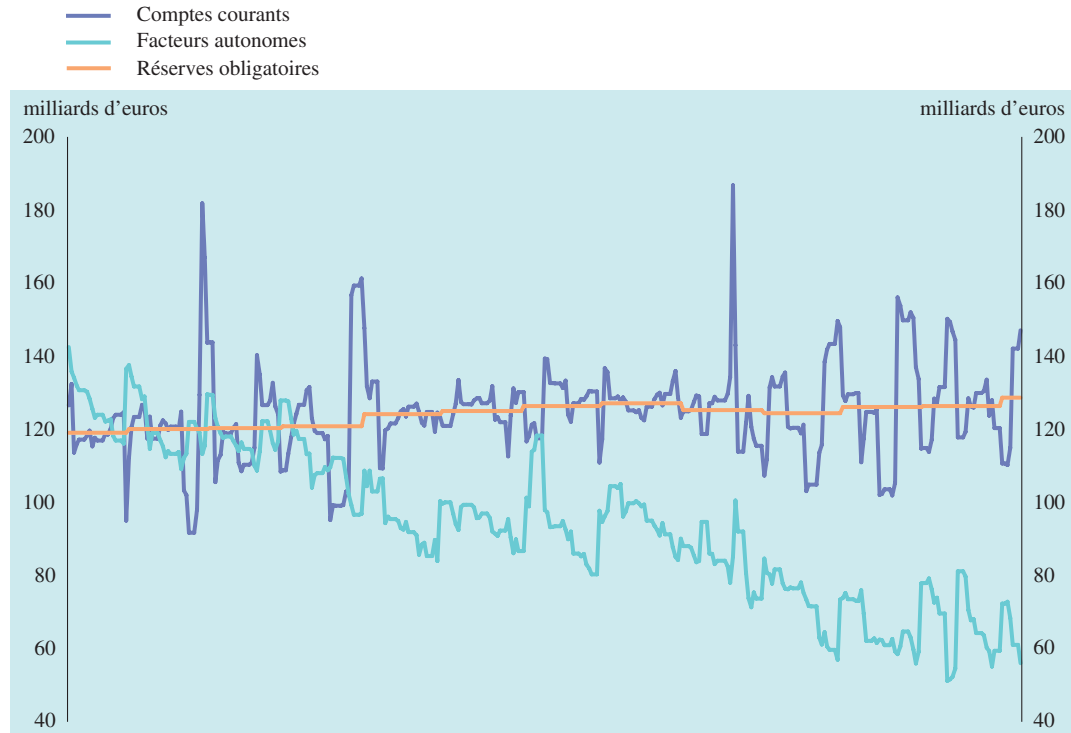
Les deux facilités permanentes offertes par l'Eurosystème, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, sont destinées à fournir et à retirer de la liquidité au jour le jour, à indiquer l'orientation de la politique monétaire et à déterminer une limite supérieure et inférieure pour le taux d'intérêt au jour le jour.

Outre les facilités permanentes qu'il offre, l'Eurosystème impose aux établissements de crédit la détention de réserves obligatoires d'un montant équivalent à 2 % de certaines exigibilités à court terme, dont l'objectif est de stabiliser les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire et d'accroître le besoin structurel de refinancement du système bancaire vis-à-vis de l'Eurosystème. La stabilisation des taux sur le marché monétaire est facilitée par le fait que les réserves obligatoires ne doivent être constituées qu'en moyenne, sur une période mensuelle, d'où un effet de lissage important de l'évolution des taux d'intérêt du marché monétaire sur la période de constitution. L'Eurosystème peut dès lors, dans des circonstances normales, limiter ses opérations d'*open market* aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme. Comme les réserves obligatoires sont rémunérées au taux marginal moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la période de constitution, elles n'entraînent pas de coût significatif pour le secteur bancaire.

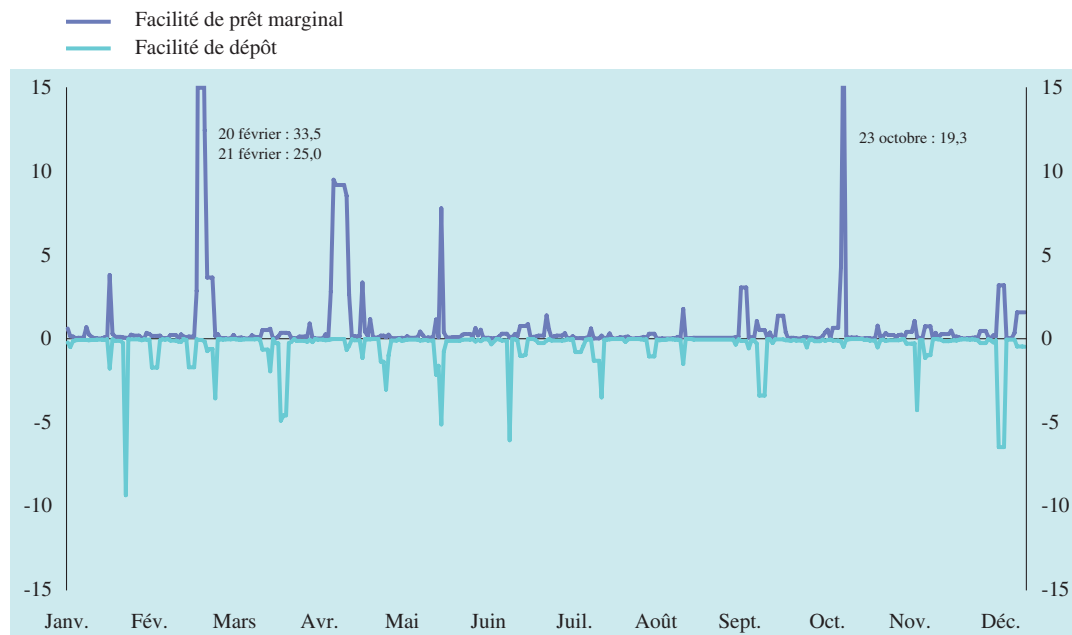
Dans la gestion des conditions de la liquidité bancaire sur le marché monétaire de la zone euro, l'Eurosystème se concentre sur le marché interbancaire des réserves. À cet égard, les réserves sont considérées comme des dépôts en compte courant que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème en vue de satisfaire aux montants exigés. L'offre des

## Graphique 25

### Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2001



### Facilités permanentes



réserves est déterminée par l'effet net de la liquidité résultant tant des opérations de politique monétaire que de la ponction nette exercée par les « facteurs autonomes ». Ces derniers se retrouvent dans les postes du bilan de la banque centrale qui ne dépendent pas des opérations de politique monétaire : billets en circulation, dépôts des administrations publiques, comptes de régularisation et réserves nettes de change.

En 2001, le niveau des facteurs autonomes a fluctué entre 51,1 milliards d'euros et 142,6 milliards, et a atteint en moyenne 94,1 milliards (cf. graphique 25). Le niveau moyen des facteurs autonomes a été inférieur de 9 milliards d'euros à celui de 2000, ce qui laisse à penser que le déficit de liquidité du secteur bancaire vis-à-vis de l'Eurosystème s'est réduit d'autant en raison de ces facteurs. La tendance à la baisse des facteurs autonomes a résulté de la diminution des billets en circulation à l'approche du passage à l'euro fiduciaire en 2002. Les dépôts des administrations publiques auprès des BCN ont constitué le facteur autonome le plus volatil. Leur volatilité (mesurée par l'écart-type des variations quotidiennes) s'est élevée à 4,3 milliards d'euros, contre 1,1 milliard pour les billets en circulation et 1,5 milliard pour les réserves nettes de change.

Le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème permet à un large éventail de contreparties de participer aux opérations de politique monétaire. Tous les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires peuvent, en principe, accéder aux facilités permanentes et prendre part aux opérations d'*open market* s'appuyant sur des appels d'offres normaux. Toutefois, en plus des critères d'éligibilité généraux, les contreparties doivent aussi remplir tous les critères opérationnels spécifiés dans les dispositions contractuelles ou réglementaires appliquées par l'Eurosystème afin d'assurer l'efficacité de la conduite des opérations de politique monétaire. En conséquence, 3 409 des 7 219 établissements de crédit de la zone euro assujettis aux réserves obligatoires à fin décembre 2001 ont eu accès à la facilité de

dépôt et 3 065 à la facilité de prêt marginal. Au total, 2 454 établissements de crédit ont pu participer aux opérations d'*open market* reposant sur des appels d'offres normaux. Un groupe limité de 141 établissements de crédit ont été sélectionnés comme étant éligibles pour des opérations de réglage fin. Par rapport à fin 2000, le nombre total d'établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires s'est réduit de 302 unités, principalement en raison de la consolidation du secteur bancaire.

## 1.2 Les opérations principales de refinancement

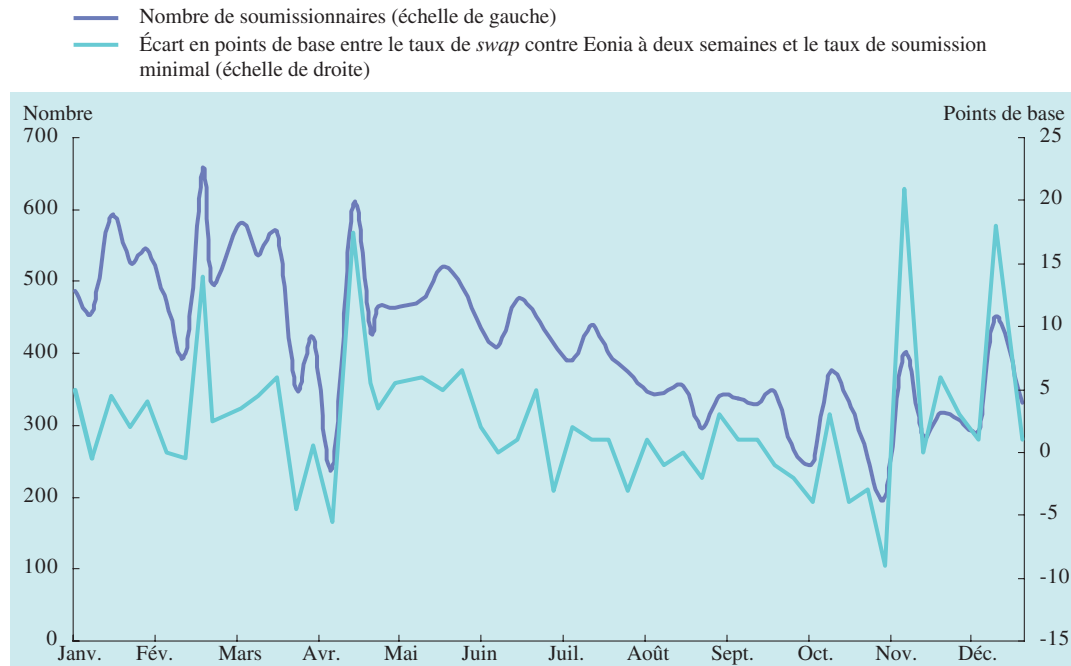
En 2001, l'Eurosystème a effectué 52 opérations principales de refinancement, qui ont représenté 73 % de l'ensemble des liquidités fournies par les opérations régulières d'*open market*. Les opérations principales de refinancement ont été effectuées sous forme d'appels d'offres à taux variable, assortis d'un taux de soumission minimal, selon la procédure d'adjudication à taux multiples, dite à l'« américaine ». Suivant cette procédure, les soumissions assorties d'un taux supérieur au taux d'adjudication marginal (la soumission la plus basse qui est acceptée) sont satisfaites entièrement au taux d'intérêt offert, tandis que les soumissions effectuées au taux marginal sont servies proportionnellement. Les volumes alloués ont varié entre 5 milliards d'euros et 172 milliards, la moyenne s'élevant à 79 milliards. Le taux de couverture des soumissions, qui indique de combien de fois le montant total des soumissions dépasse le montant total alloué, a oscillé entre 1 et 16,7, la moyenne s'établissant à 1,9.

Dans la procédure d'adjudication à taux multiples, les taux d'adjudication (c'est-à-dire le taux marginal et le taux moyen pondéré) peuvent être supérieurs au taux de soumission minimal. L'écart moyen entre le taux marginal et le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a atteint 2,3 points de base en 2001, tandis que l'écart moyen entre le taux moyen pondéré et le taux marginal s'est

## Graphique 26

### Nombre de soumissionnaires et écart entre le taux de *swap* contre Eonia à deux semaines et le taux de soumission minimal

(données hebdomadaires)



élevé à 1,4 point de base. La faible amplitude de cet écart indique que les soumissionnaires ont généralement été en mesure de prévoir avec précision les taux marginaux des opérations et que la dispersion des taux de soumission entre les contreparties a été le plus souvent limitée. Une comparaison des soumissions en 2001 avec celles du second semestre 2000 met en évidence l'effet des anticipations de taux d'intérêt sur les taux d'adjudication. En 2000, les anticipations de forte augmentation des taux avaient prévalu, ce qui signifie que les taux du marché monétaire et, partant, les taux de soumission et d'adjudication, avaient eu tendance à être considérablement supérieurs au taux de soumission minimal. En 2001, les anticipations de réduction des taux ont prédominé, de sorte que les taux du marché ont eu tendance à être proches du taux de soumission minimal, voire inférieurs à celui-ci (cf. graphique 26). Les taux de soumission proposés ont donc généralement été proches du taux de soumission minimal qui, dans ces cas, a souvent été le même que le taux marginal.

La prédominance des anticipations de réduction des taux d'intérêt en 2001 a contribué à faire baisser le nombre moyen de contreparties participant aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème au cours de l'année (cf. graphique 26). Par rapport au second semestre 2000, ce nombre a diminué de 36 %, pour revenir à 410. En 2001, le nombre de contreparties a fluctué entre 201 et 658. D'autres facteurs expliquant cette tendance à la baisse de la participation aux opérations principales de refinancement sont, notamment, la consolidation du secteur bancaire de la zone euro, la concentration accrue d'activités de gestion de trésorerie au sein de groupes bancaires et la plus grande efficacité du marché interbancaire, qui tend à réduire le besoin d'obtenir un refinancement direct auprès de la banque centrale.

Les fortes anticipations de réduction des taux d'intérêt entraînent non seulement une baisse des taux d'adjudication et du nombre de soumissionnaires, mais elles peuvent aussi avoir pour effet un phénomène de « sous-soumission » : cela s'est produit lors

des opérations principales de refinancement des 13 février, 10 avril, 9 octobre et 6 novembre. Lors de ces opérations, le montant global des soumissions présentées par les contreparties a été inférieur aux besoins de liquidité réels du système bancaire, ce qui a exercé de fortes pressions à la hausse sur le taux au jour le jour. À chaque fois, la BCE a fourni d'importantes liquidités au cours de l'opération principale de refinancement suivante sans pouvoir, toutefois, toujours rétablir entièrement des conditions de liquidité neutres étant donné qu'elle devait également tenir compte de l'apport de liquidité au cours de la période de constitution de réserves suivante. L'étroitesse des conditions de la liquidité et le niveau élevé des taux interbancaires au jour le jour résultant du phénomène de sous-soumission ont amélioré la prise de conscience, sur le marché monétaire, du fait que la communauté bancaire ne peut faire de la sous-soumission une stratégie rentable.

Le passage à la procédure d'appel d'offres à taux variable, en juin 2000, s'est accompagné de la décision de publier le besoin global de refinancement estimé du système bancaire afin de faciliter la tâche des contreparties dans la préparation de leurs soumissions. Le besoin de refinancement du système bancaire porte sur deux rubriques. La première correspond aux réserves obligatoires et la seconde, aux facteurs autonomes. De ces deux composantes, les réserves obligatoires sont généralement connues avec un degré élevé de précision, alors que l'estimation des facteurs autonomes est plus fragile. En 2001, la marge d'erreur absolue moyenne de prévision (soit la différence absolue entre le montant estimé des facteurs autonomes publié une fois par semaine et le montant effectif correspondant) s'est élevée à 1,9 milliard d'euros. L'écart-type de la différence entre les montants estimés et effectifs a atteint 2,7 milliards d'euros.

### 1.3 Les opérations de refinancement à plus long terme

Outre les opérations principales de refinancement, l'Eurosystème effectue aussi des opérations de refinancement à plus long terme sous la forme d'opérations de cession temporaire destinées à allouer de la liquidité. Elles ont une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. En moyenne sur l'année, les opérations de refinancement à plus long terme ont fourni quelque 27 % du refinancement total réalisé au travers des opérations d'*open market* régulières. Contrairement aux opérations principales de refinancement, elles ne sont pas, en principe, destinées à régler les conditions de la liquidité ou à donner des signaux sur l'orientation de la politique monétaire. Afin de permettre à l'Eurosystème d'agir en retenant les taux de soumission proposés, les opérations de refinancement à plus long terme ont été effectuées par le biais d'appels d'offres à taux variable selon la procédure d'adjudication à taux multiples (à l'« américaine »), de montants préannoncés et sans taux de soumission minimal. Toutes les opérations de refinancement à plus long terme effectuées en 2001 ont eu un montant préannoncé de 20 milliards d'euros, de sorte que l'encours des prêts au système bancaire, par le biais de ce type d'opération d'*open market*, s'est élevé en permanence à 60 milliards d'euros<sup>1</sup>. En moyenne, 225 contreparties ont participé aux opérations de refinancement à plus long terme en 2001 ; le nombre de contreparties participantes a varié entre 195 et 268. Par rapport à 2000, le taux de participation a diminué de 17 %, essentiellement pour les mêmes raisons que celles mentionnées précédemment pour les opérations principales de refinancement.

Dans les opérations de refinancement à plus long terme, la dispersion des soumissions a généralement été plus élevée que dans le cadre des opérations principales de

<sup>1</sup> En raison d'un problème technique dans la soumission des appels d'offres, le montant alloué a dû être ramené à 19,1 milliards d'euros le 28 mars 2001.

refinancement, essentiellement en raison de l'absence de taux de soumission minimal. En moyenne sur l'année, le taux moyen pondéré a dépassé le taux marginal de 2,7 points de base, contre 2,2 points de base en 2000. Le taux de couverture des appels d'offres a été de 2 en moyenne, contre 2,8 l'année précédente.

#### 1.4 Les autres opérations d'open market

En 2001, l'Eurosystème a effectué deux opérations de réglage fin et deux opérations structurelles. Les deux opérations de réglage fin ont été effectuées en vue de faciliter le fonctionnement normal des marchés et de fournir des liquidités après les attentats du 11 septembre aux États-Unis (cf. encadré 8).

Le 27 avril et le 27 novembre, parallèlement aux opérations principales de refinancement qui ont eu lieu à ces mêmes dates, l'Eurosystème a effectué des opérations de cession temporaire structurelles d'une semaine. Ces opérations, appelées également « appels d'offres scindés », ont permis à la BCE de ramener les deux opérations principales de refinancement en cours à des ordres de grandeur similaires<sup>2</sup>. À chaque fois, les volumes des encours des deux opérations principales de refinancement avaient divergé fortement en raison d'un phénomène de « sous-soumission » intervenu précédemment. Les opérations supplémentaires ont été définies comme des appels d'offres normaux, bien qu'assortis d'une échéance plus courte, et ont été mises en œuvre par la voie d'appels d'offres à taux variable, assortis du même taux de soumission minimal que l'opération principale de refinancement menée en parallèle. Le 27 avril, la BCE a alloué 80 milliards d'euros par le biais de l'opération principale de refinancement et 73 milliards d'euros dans l'opération structurelle d'une semaine, chaque opération étant assortie du même taux marginal. Le 27 novembre, la BCE a alloué 71 milliards d'euros au cours de l'opération principale de refinancement et 53 milliards d'euros par l'opération

structurelle d'une semaine. Le taux marginal de cette dernière était supérieur d'un point de base à celui de l'opération principale de refinancement régulière.

#### 1.5 Les facilités permanentes

La fourchette de taux d'intérêt entre les deux facilités permanentes est restée inchangée à 200 points de base en 2001. Le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement est resté au milieu de cette fourchette.

Pendant l'année, le recours quotidien aux facilités de prêt marginal et de dépôt s'est élevé, en moyenne, à, respectivement, 0,7 milliard d'euros et 0,4 milliard. Alors que le recours moyen à la facilité de dépôt s'est réduit de 21 % par rapport à 2000, le recours moyen à la facilité de prêt marginal a progressé de 97 %, principalement par suite des phénomènes de « sous-soumission » (cf. graphique 25). Normalement, le recours aux facilités permanentes est relativement peu élevé durant la majeure partie de la période de constitution des réserves, comme le montre le graphique 25. Les contreparties n'utilisent généralement la facilité de dépôt qu'après avoir rempli leurs obligations en matière de réserves, ce qui n'est le cas, pour la plupart des établissements de crédit, que dans les tout derniers jours de la période de constitution. Par conséquent, le recours à la facilité de dépôt en 2001 a été, en moyenne, sept fois plus élevé au cours des trois derniers jours ouvrables des périodes de constitution que durant les autres jours de ces périodes. Il en va de même, mais dans une moindre mesure, pour l'utilisation de la facilité de prêt marginal, le recours moyen au cours des trois derniers jours ouvrables étant cinq fois plus élevé que durant les autres jours des périodes de constitution. Le nombre total d'établissements de crédit qui ont eu accès à

<sup>2</sup> À l'avenir, ces « appels d'offres scindés » feront eux aussi officiellement partie des opérations principales de refinancement, ce qui implique que leur taux marginal sera inclus dans le calcul de la rémunération des réserves obligatoires.



la facilité de dépôt a diminué de 190 unités. En ce qui concerne la facilité de prêt marginal, ce nombre s'est accru de 6.

### **1.6 Le système de réserves obligatoires**

Le niveau moyen des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit de la zone euro s'est élevé à 124 milliards d'euros en 2001. Ce montant dépasse celui de 2000 de 12,2 milliards d'euros, accroissant d'autant le besoin structurel global de refinancement du système bancaire vis-à-vis de l'Eurosystème. Le niveau des réserves obligatoires totales a fluctué entre 119,1 milliards d'euros, durant la période de constitution ayant pris fin le 23 janvier, et 127,2 milliards, durant la période de constitution ayant eu pour terme le 23 août. L'assiette mensuelle moyenne des réserves, soumise au coefficient de réserves de 2 %, a augmenté de 10 % par rapport à 2000.

Sur les 7 219 établissements de crédit assujettis à la constitution de réserves en décembre 2001, 4 649 ont rempli leurs obligations directement, alors que les autres les ont constituées indirectement par le biais d'un intermédiaire. Les avoirs en compte courant des banques se sont situés entre 91,6 milliards d'euros et 186,9 milliards au cours de l'année, montrant par là qu'un volant important contre les retraits imprévus de liquidité était toujours disponible (cf. graphique 25). En effet, la volatilité de l'Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro) est restée faible en 2001. L'écart-type des variations quotidiennes n'a été que de 15 points de base, ce qui est plutôt peu selon les normes internationales, en dépit de la très faible fréquence des opérations de réglage fin. En 2000, l'écart-type de l'Eonia avait été de 14 points de base. Dès lors, les deux principales fonctions du système de réserves obligatoires, à savoir la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire et l'accentuation du besoin structurel de refinancement du système bancaire, ont de nouveau été remplies avec succès.

En raison du bon fonctionnement du système de réserves obligatoires, aucune modification n'a été apportée à ses principales caractéristiques. Seuls deux éléments nouveaux ont été introduits en 2001. Premièrement, le 1<sup>er</sup> mars 2001, la BCE a émis une recommandation pour un Règlement du Conseil (CE) visant à porter de 15 jours à 2 mois le délai imparti au Conseil des gouverneurs de la BCE pour prendre une décision sur des objections soulevées par des établissements de crédit concernant des sanctions imposées en cas de non-respect des coefficients de réserves obligatoires. Cet amendement est devenu contraignant lorsque le Règlement amendant le Règlement du Conseil n° 2531/98 sur l'application des réserves obligatoires par la BCE est entré en vigueur le 26 janvier 2002. Deuxièmement, le Règlement (BCE/2001/4) amendant le Règlement (BCE/1999/4) du 23 septembre 1999 sur le pouvoir de la Banque centrale européenne d'imposer des sanctions a été adopté le 10 mai 2001. Cet acte juridique contraignant établit l'obligation pour les BCN et la BCE de conserver les documents originaux sur les cas de manquement pendant au moins cinq ans.

L'introduction de l'euro en Grèce, le 1<sup>er</sup> janvier 2001, a nécessité quelques ajustements pour la première période de constitution des réserves de l'Eurosystème en 2001, étant donné que celle-ci n'a commencé en Grèce que le 1<sup>er</sup> janvier 2001, alors que dans les autres États membres participants, elle avait débuté, comme prévu, le 24 décembre 2000. Par conséquent, l'accession de la Grèce à la zone euro a accru de 2,1 milliards d'euros les réserves obligatoires globales de l'Eurosystème à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2001. Au total, 57 établissements de crédit grecs ont été assujettis aux réserves obligatoires de l'Eurosystème.

En 2001, 70 cas de manquement à l'obligation de constitution de réserves obligatoires ont été constatés, en moyenne, par période de constitution des réserves, ce qui correspond à un déficit journalier moyen de 1,2 million d'euros. Ces manquements n'ont concerné,

pour la plupart, que des montants négligeables et aucune pénalité n'a, dans ce cas, été imposée. Cependant, plusieurs infractions assez graves ont également été enregistrées et 25 d'entre elles ont entraîné des amendes dépassant 10 000 euros. La plupart des établissements de crédit en infraction ont reconnu leurs erreurs, tandis que 14 établissements ont soulevé des objections qui ont nécessité une décision du Directoire de la BCE. Un établissement de crédit a demandé une révision de la décision du Directoire par le Conseil des gouverneurs.

### 1.7 Les actifs éligibles

Les statuts du SEBC stipulent que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées. Le dispositif de garanties de l'Eurosystème vise à éviter à celui-ci d'encourir des pertes à l'occasion des opérations de politique monétaire ou de systèmes de paiement (cf. chapitre III sur les mesures de contrôle des risques), à veiller à l'égalité de traitement des contreparties et à optimiser le fonctionnement opérationnel. Des critères communs d'éligibilité sont appliqués aux garanties acceptées pour les opérations de crédit effectuées par l'Eurosystème. Parallèlement, les différences au niveau des pratiques des banques centrales et des structures financières à travers la zone euro ainsi que la nécessité pour l'Eurosystème d'assurer une disponibilité suffisante de garanties appropriées pour ses opérations de crédit font l'objet d'une attention particulière. Conformément à l'article 102 du Traité instituant la Communauté européenne, l'accès privilégié des institutions publiques aux institutions financières est interdit ; par conséquent, aucune discrimination ne doit être faite dans le cadre de garanties au motif de la nature publique ou privée des émetteurs.

Pour tenir compte des différences existant entre les structures financières des États membres, les actifs éligibles aux opérations de crédit comportent un grand nombre

d'instruments différents. Une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème : les actifs de « niveau 1 » et les actifs de « niveau 2 ». Cette distinction n'a pas d'incidence sur leur éligibilité aux différents types d'opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, si ce n'est que les actifs de niveau 2 ne sont normalement pas susceptibles d'être utilisés par l'Eurosystème dans des opérations ferme. Le niveau 1 est composé de titres de créance négociables qui satisfont aux critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE. Le niveau 2 comprend les actifs qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux et pour lesquels les critères d'éligibilité sont établis par les BCN, sous réserve du respect des critères *minima* d'éligibilité définis par la BCE. Les actifs de niveau 2 peuvent être des titres de créance négociables ou non négociables sur un marché, ou des actions.

Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire emprunter des fonds auprès de la banque centrale de l'État membre dans lequel elles sont établies en utilisant des actifs localisés dans un autre État membre. Afin de permettre l'utilisation transfrontière de garanties dans tous les types d'opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC), ainsi que les « liens » entre les systèmes de règlement de titres qui ont été jugés conformes aux normes de l'Eurosystème, sont disponibles. Le MBCC peut être utilisé pour tous les actifs éligibles, des solutions spécifiques étant prévues pour les actifs non négociables ou les actifs de niveau 2 ayant une liquidité réduite et des caractéristiques particulières qui ne peuvent être transférés par le biais d'un système de règlement de titres (cf. chapitre VII).

Entre janvier et décembre 2001, le montant total des actifs négociables admis en garantie des concours de l'Eurosystème a augmenté de 5 %, passant d'environ 6 300 milliards

d'euros à 6 600 milliards. Une très grande proportion d'actifs négociables, soit 95 %, étaient des actifs de niveau 1, les 5 % restants étant des actifs de niveau 2. Outre des actifs négociables, les actifs de niveau 2 sont constitués de titres de créance non négociables sur un marché, comprenant les prêts bancaires, les billets de trésorerie et les billets à ordre adossés à des créances hypothécaires<sup>3</sup>. Bien que les actifs de niveau 1 soient la principale source de garantie utilisée pour les opérations de politique monétaire, certains établissements de crédit s'appuient dans une large mesure sur les garanties de niveau 2.

Bien que les contreparties disposent, en théorie, d'un montant important de titres pour la garantie des concours de l'Eurosystème, le montant effectif des titres détenus par les établissements de crédit ne représente qu'une partie du total des actifs éligibles, car ces derniers sont également détenus par d'autres agents économiques. Selon une estimation approximative effectuée par l'Eurosystème au début 2001, un tiers environ du total des garanties éligibles, c'est-à-dire quelque 2 100 milliards d'euros, était détenu par des établissements de crédit de la zone euro. Le montant effectif de garanties détenues par les contreparties est fonction des structures de bilan, ces dernières étant elles-mêmes liées à la structure financière des différents pays de la zone euro.

Les différences en termes de disponibilité des garanties entre les contreparties reflètent également des disparités dans le degré de développement des marchés de capitaux des différents pays de la zone euro, en particulier celui des marchés de titres du secteur privé, et des dispositifs juridiques de titrisation. Les différences initiales en termes de disponibilité semblent se résorber, en partie grâce à la croissance des émissions privées de titres de créance sur les marchés de la zone euro, stimulée par l'introduction de la monnaie unique, et en raison de la progression significative de l'utilisation transfrontière des garanties.

Les actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème recouvrent un très large éventail d'actifs de bonne qualité libellés en euros, émis (ou garantis) par des entités établies dans l'Espace économique européen (EEE) pour les actifs de niveau 1 ou dans la zone euro pour les actifs de niveau 2 (cf. tableau 10). Le niveau 1 (composé seulement de titres de créance) est constitué, en grande partie, d'emprunts publics, c'est-à-dire d'actifs émis par les administrations centrales, régionales et locales. Les titres d'État présentent généralement un encours élevé, des volumes d'émission et de transaction importants et

<sup>3</sup> Le montant des actifs éligibles non négociables de niveau 2 n'est pas disponible.

**Tableau 10**  
**Principales catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème**

Catégorie d'actifs	Niveau 1 (Espace économique européen)	Niveau 2 (zone euro)
Négociables	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Certificats de dette de la BCE (non encore émis) et certificats de dette des BCN (émis avant la mise en place de l'UEM)</li> <li>• Titres de créance émis par les institutions étrangères et supranationales</li> <li>• Titres émis par les administrations centrales, régionales et locales</li> <li>• Obligations bancaires non adossées</li> <li>• Titres adossés à des actifs</li> <li>• Obligations émises par les sociétés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Titres émis par les administrations centrales, régionales et locales</li> <li>• Obligations émises par les établissements de crédit</li> <li>• Obligations émises par les sociétés</li> <li>• Certificats de dépôt</li> <li>• Bons à moyen terme</li> <li>• Billets de trésorerie</li> <li>• Titres de participation</li> <li>• Créances privées négociables</li> </ul>
Non négociables	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aucun</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prêts bancaires</li> <li>• Billets à ordre adossés à des créances hypothécaires</li> <li>• Effets de commerce</li> </ul>

des fourchettes de cotation resserrées. En termes quantitatifs, ils constituent la source la plus abondante de garanties éligibles dans la quasi-totalité des pays de la zone euro. Les titres émis par les administrations régionales et locales des différents pays présentent des degrés de liquidité variables, mais ils sont généralement moins liquides que les titres d'État. Les actifs de niveau 1 comprennent également les titres émis par les institutions internationales et supranationales.

Dans la catégorie des actifs de niveau 1, les titres du secteur privé comprennent des titres adossés à des actifs, des obligations bancaires non adossées et des obligations émises par les entreprises. Une part importante des obligations adossées à des actifs est constituée de titres garantis par des hypothèques sur des immeubles d'habitation ou par des créances sur le secteur public. Contrairement à d'autres titres adossés à des actifs, ils sont émis directement par des établissements de crédit spécialisés et non par des fonds communs de créances<sup>4</sup>. Des titres similaires aux *Pfandbriefe*, introduits à l'origine sur les marchés allemand et autrichien, ont également été lancés ou ont vu leurs émissions se développer au cours des dernières années dans d'autres pays de la zone euro (par exemple, les obligations foncières en France et les *cédulas hipotecarias* en Espagne).

Les encours d'obligations bancaires non adossées sont importants dans certains pays de la zone euro, mais le volume de transactions est généralement faible par rapport à celui des titres d'État ou de certains produits du type *Pfandbriefe* (tels que les émissions dites *Jumbo*). Dans le cas des obligations émises par les entreprises, le volume d'émission est généralement plus faible que pour d'autres catégories d'émetteurs dans de nombreux pays de la zone euro et les données disponibles montrent que les volumes échangés sont très inférieurs à ceux des titres d'État. Les émissions d'obligations par des entreprises se sont accrues substantiellement à la suite de l'introduction de l'euro.

Les actifs de niveau 2 comprennent les obligations émises par des établissements de crédit, les billets de trésorerie, les bons négociables à moyen terme, les obligations des administrations régionales, les prêts bancaires, les effets de commerce, les billets à ordre adossés à des créances hypothécaires et les actions. Mise à part cette dernière catégorie, la liquidité et la profondeur du marché des actifs de niveau 2 sont généralement inférieures à celles des garanties de niveau 1. Nombre d'actifs de niveau 2 ne sont pas cotés ou négociés sur un marché réglementé, mais négociés de gré à gré.

La gestion et la publication de la liste complète des actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème sont centralisées à la BCE, qui gère une base de données sur les actifs éligibles. Les BCN fournissent à la BCE les informations sur les actifs émis sur leurs marchés nationaux respectifs. Les données sont collectées chaque semaine et sont mises à la disposition de l'ensemble des parties intéressées par la BCE sur son site Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). La solution consistant à publier la liste des actifs éligibles sur le site Internet s'est révélée efficace. Des préparatifs sont en cours en vue d'améliorer l'efficacité de la procédure de mise à jour et d'en augmenter la fréquence, actuellement hebdomadaire.

## 1.8 L'activité sur le marché monétaire

L'introduction de l'euro a entraîné la création d'un important marché monétaire liquide et intégré dans la zone euro. Cette analyse est vérifiée dans la plupart des compartiments du marché monétaire, mais les signes d'intégration ont été particulièrement nets sur ceux des opérations de prêt en blanc et des contrats d'échange (*swaps*). La centralisation des activités de gestion de trésorerie de la zone euro au sein des banques dans un certain nombre de centres

<sup>4</sup> Un fonds commun de créances est une entité juridique qui a pour finalité d'acquies et détenir certains actifs à son bilan et d'émettre des titres garantis par ces actifs en vue de leur cession à des tiers.

financiers a également souligné les progrès réalisés par le processus d'intégration. L'activité transfrontière au sein de la zone euro est intense et ces transactions sont généralement considérées comme étant pour ainsi dire intérieures. Il existe également une concentration croissante de l'activité d'intermédiation au sein d'un nombre relativement peu élevé de grands établissements, qui sont moins orientés sur le marché national que par le passé et dont l'activité s'est étendue à travers la zone euro.

Bien qu'étant moins intégré, le marché des pensions en euros a montré des signes d'amélioration, comme l'indique la forte croissance des opérations transfrontière sur ce compartiment. Dans le cadre des efforts visant à promouvoir un marché des pensions plus intégré, les opérateurs de marché ont pris part à un projet mené sous l'égide de la Fédération bancaire européenne et de l'*European Repo Council* (Conseil européen des opérations de pension) pour l'établissement d'une référence représentative pour le marché des pensions en euros « avec support de garanties générales » (taux de référence Eurepo), devenue opérationnelle en mars 2002.

En ce qui concerne le marché des titres à court terme (bons du Trésor à court terme,

billets de trésorerie et certificats de dépôt), les progrès restent limités par rapport à ceux observés dans d'autres compartiments du marché monétaire. Ce marché reste fragmenté, les transactions demeurant essentiellement nationales. Cependant, une tendance générale au développement du financement par recours au marché a soutenu la croissance dynamique des émissions de billets de trésorerie.

Les activités sur produits dérivés du marché monétaire, libellés en euros, tels que les *swaps* de taux d'intérêt et les contrats à terme, ont continué à croître fortement en 2001. Selon les conclusions de l'enquête triennale de la Banque des règlements internationaux auprès des banques centrales, effectuée en avril 2001, 47 % du volume d'activité quotidien global des opérations de gré à gré sur produits dérivés en taux d'intérêt ont été réalisés en euros. La liquidité du marché des *swaps* de taux d'intérêt a été renforcée, entre autres, par le recours systématique à ce compartiment du marché à des fins de couverture et de prise de position. L'Eonia se révèle être un indice de plus en plus important pour le marché des *swaps* de taux d'intérêt à 24 heures. Pour les échéances à très court terme, le marché des *swaps* est à présent fondé quasi exclusivement sur ce taux de référence.

## 2 Les opérations de change et le placement des réserves de change

L'Eurosystème détient et gère les avoirs de réserve de change des États membres de l'UE participants.

États-Unis, le Système fédéral de réserve des États-Unis et la BCE ont conclu le 12 septembre un accord de *swap*, qui a été utilisé les 12, 13 et 14 septembre (cf. encadré 8).

### 2.1 Les opérations de change

En 2001, la BCE n'est pas intervenue sur le marché de change de sa propre initiative. Toutefois, les 24, 26 et 27 septembre, la BCE et certaines BCN ont procédé à des interventions sur le marché de change pour le compte de la Banque du Japon en vertu de l'accord passé entre cette dernière et la BCE. En outre, à la suite des attentats survenus aux

Le 15 novembre 2000, le Fonds monétaire international (FMI) a approuvé la demande de la BCE de devenir un détenteur agréé de droits de tirage spéciaux (DTS), lui permettant ainsi de prendre part à des opérations volontaires avec des pays membres du FMI et d'autres détenteurs agréés de DTS. Un accord permanent entre la BCE et le FMI a été signé en avril 2001 afin de faciliter la réalisation d'opérations en DTS par

## Encadré 8

### Les opérations des banques centrales après les attentats du 11 septembre 2001

Les attentats survenus aux États-Unis le 11 septembre 2001 ont eu des incidences considérables sur les marchés de capitaux, ce qui a conduit les principales banques centrales dans le monde à intervenir afin de contribuer au fonctionnement normal de ces marchés. L'Eurosystème a annoncé le jour même qu'il était prêt à soutenir le bon fonctionnement des marchés et à fournir, si nécessaire, de la liquidité.

Conformément à cette annonce, l'Eurosystème a procédé à deux opérations de réglage fin d'apport de liquidité afin de lisser l'évolution du marché monétaire de la zone euro. Ces opérations ont été effectuées sous la forme d'opérations de cession temporaire par la voie d'appels d'offres rapides, assorties d'une échéance d'un jour avec règlement le jour même. Le taux fixe de 4,25 %, qui coïncidait avec le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement alors en vigueur, a été appliqué pour ces deux opérations. Lors de la première, les soumissions se sont élevées à 69,3 milliards d'euros et le nombre de contreparties participantes à 63. Lors de la deuxième, 45 contreparties ont soumissionné à hauteur de 40,5 milliards d'euros au total. Dans ces deux opérations, toutes les offres ont été servies.

Outre la fourniture de liquidité en euros, l'Eurosystème a aidé les banques de la zone euro à répondre à d'urgents besoins de liquidité en dollars, résultant de problèmes de règlement avec certaines banques correspondantes américaines et de la réticence des banques américaines à prêter des dollars avant de régler leurs propres besoins de liquidité, autrement dit après fermeture des marchés européens. Afin de fournir la liquidité nécessaire en dollar, le Système fédéral de réserve et la BCE ont conclu le 12 septembre un accord de *swap* aux termes duquel la BCE a été admise à lever jusqu'à 50 milliards de dollars dans le cadre d'une ligne de *swap*, sous la forme de dépôts en dollars auprès de la Banque fédérale de réserve de New York. En échange, la Banque fédérale de réserve de New York pouvait recevoir des dépôts en euros d'un montant équivalent auprès de la BCE. Cette ligne de *swap* est échue le 13 octobre.

La BCE a eu recours à cette facilité les 12, 13 et 14 septembre. Le 12 septembre, elle a effectué des tirages pour un montant total de 5,4 milliards de dollars (avec échéance au 17 septembre), puis les deux jours suivants des tirages à 24 heures à hauteur de 14,1 milliards le 13 septembre et de 3,9 milliards le 14 septembre. Les dépôts en dollars ont été mis à la disposition des BCN de l'Eurosystème qui les ont utilisés pour répondre aux besoins de liquidité en dollars des banques de la zone euro.

En raison des incertitudes accrues concernant l'économie américaine et l'économie mondiale consécutives aux attentats, le Comité fédéral de l'*open market* a abaissé le taux des fonds fédéraux le 17 septembre. Agissant de concert et considérant la possibilité que les événements survenus aux États-Unis pouvaient peser sur la confiance au sein de la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a, à la même date, réduit le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 50 points de base, à 3,75 %. De même, plusieurs autres banques centrales ont abaissé leurs taux d'intérêt directeurs les 17 et 18 septembre (cf. chapitre I pour une vue d'ensemble des décisions de politique monétaire prises en 2001).

Sur les marchés de change, la dépréciation du dollar qui a immédiatement suivi les attentats a exercé une forte et inopportune pression à la hausse sur le yen japonais. Dans le cadre de l'accord passé entre la BCE et la Banque du Japon, la BCE et certaines BCN de la zone euro opérant pour le compte de la BCE ont, à la demande de la Banque du Japon, procédé à des achats d'euros contre yens les 24, 26 et 27 septembre.

le FMI, pour le compte de la BCE, avec d'autres détenteurs de DTS (cf. chapitre V). Cet accord a été mis en œuvre à une seule occasion en 2001.

## 2.2 Les réserves de change de l'Eurosystème

À fin 2001, les avoirs nets de réserve de change de la BCE s'élevaient à 46,8 milliards d'euros, contre 43,5 milliards d'euros à fin 2000. Cette variation est liée à trois

facteurs : le transfert des avoirs de réserve de la Banque de Grèce à la BCE lorsque ce pays a rejoint la zone euro au début de l'année, les revenus d'intérêts encaissés sur les réserves de change de la BCE et la variation de la valeur de marché de ces avoirs de réserve. La BCE a la possibilité d'appeler des avoirs de réserve supplémentaires auprès des BCN dans le respect des dispositions du droit dérivé de la Communauté européenne (Règlement du Conseil CE n° 1010/2000 du 8 mai concernant l'appel d'avoirs de réserve supplémentaires par la Banque centrale européenne).

Le Conseil des gouverneurs a défini la répartition par devises des réserves de change de la BCE, qui consistent en or, en dollars des États-Unis et en yens, en fonction d'études sur la ventilation optimale des devises ainsi que sur les besoins opérationnels prévisionnels de la BCE, et il peut la modifier s'il le juge approprié. Afin d'éviter toute interférence avec la politique monétaire de la BCE, il n'y a pas de gestion active à des fins de placement des devises composant les réserves de change. Conformément à l'accord du 26 septembre 1999 sur les avoirs en or des banques centrales, la BCE n'a pas effectué d'opération de gestion des avoirs en or. Chaque banque centrale de l'Eurosystème est partie à cet accord, qui stipule que les signataires n'accroîtront pas leur activité de prêt d'or, non plus que leur activité en matière de contrats à terme ou d'options sur or.

Les BCN gèrent les réserves de change de la BCE conformément aux orientations et aux instructions de cette dernière. En outre, elles gèrent leurs propres réserves de change à leur convenance. Au-delà d'un certain montant, les BCN doivent déclarer leurs opérations en devises à la BCE ou les soumettre à l'accord de celle-ci, afin d'assurer leur cohérence avec la politique monétaire de la BCE.

Conformément à la Norme spéciale de diffusion des données du FMI, des données sur les réserves de change et les disponibilités en devises tant de la BCE que des BCN se

rapportant au mois précédent sont publiées chaque mois sur le site Internet de la BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), en complément des informations fournies par la situation financière hebdomadaire consolidée de l'Eurosystème.

### **2.3 Les évolutions de la stratégie de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves de change**

L'objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est de garantir que cette dernière dispose, à tout moment, de liquidités suffisantes pour procéder à des interventions de change, quand le Conseil des gouverneurs le juge nécessaire. La liquidité et la sécurité sont par conséquent les deux impératifs de base qui guident les placements des réserves de change de la BCE. Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière à maximiser leur valeur en tenant compte de ces contraintes.

Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN de la zone euro, sur la base des orientations retenues en matière de placement, d'un portefeuille de référence stratégique approuvé par le Conseil des gouverneurs de la BCE et d'un portefeuille tactique déterminé par le Directoire de la BCE. Outre la répartition par devises, la BCE définit quatre paramètres clés pour le placement de ses réserves de change : premièrement, un portefeuille de référence à deux niveaux (c'est-à-dire stratégique et tactique) pour chaque devise ; deuxièmement, les écarts autorisés par rapport à ces portefeuilles en termes de risque de taux d'intérêt ; troisièmement, une liste d'instruments et d'opérations éligibles ; enfin, les limites assignées pour l'exposition au risque de contrepartie (cf. chapitre III). Les BCN utilisent ensuite la marge de manœuvre qui leur est laissée par les écarts autorisés et les limites relatives aux risques afin de maximiser le rendement de leurs portefeuilles par rapport au portefeuille de référence, sous le contrôle constant de la BCE. Lorsqu'elles

effectuent des placements pour la BCE, les BCN agissent au nom de celle-ci, sur la base d'un mandat explicite, afin que les contreparties de la BCE puissent distinguer les opérations effectuées par les BCN pour le compte de la BCE de celles qu'elles réalisent dans le cadre de la gestion de leurs propres réserves de change.

Depuis son lancement, ce cadre a fonctionné de manière satisfaisante, mais des actions sont entreprises en permanence en vue de perfectionner les techniques de gestion de portefeuille et des risques. Compte tenu de l'extension progressive de la panoplie des instruments de placement et afin d'améliorer l'efficacité des prises de positions, le recours à des contrats à terme sur le marché

monétaire et sur obligations pour gérer les réserves de change est prévu dans le courant du premier trimestre 2002. Par ailleurs, la BCE a poursuivi la diversification de ses placements à revenu fixe vers des émetteurs non souverains de grande qualité, dans le but d'améliorer le couple risque/rendement des portefeuilles.

Enfin, les développements actuels du cadre de gestion des risques (cf. chapitre III), ainsi que les modifications du système informatique (installation d'une nouvelle version du système de gestion de portefeuille) et de la documentation juridique (mise en place de l'accord cadre européen, notamment), ont contribué à améliorer la gestion globale des réserves de change de la BCE.

### **3 La gestion des fonds propres de la BCE**

Le principal objectif du capital de la BCE est de servir de fonds de réserve destiné à lui procurer des revenus suffisants tout en garantissant un niveau de sécurité approprié. La BCE a été dotée d'un capital initial de près de 4 milliards d'euros. Deux augmentations sensibles des fonds propres de la BCE ont été enregistrées en 2001. Premièrement, la Grèce a versé sa quote-part au capital de la BCE lorsqu'elle a rejoint la zone euro au début de l'année et, deuxièmement, une part du bénéfice d'exploitation global réalisé en 2000 par la BCE a été affectée au fonds de réserve général.

Les organes de décision de la BCE fixent quatre paramètres clés pour le placement de ses fonds propres sur les marchés obligataires européens : premièrement, un portefeuille de placement stratégique ; deuxièmement, un écart autorisé par rapport à ce portefeuille en termes de risque de taux d'intérêt ; troisièmement, une liste d'opérations et d'instruments éligibles ; et quatrièmement, les limites assignées à l'exposition au risque de contrepartie. La BCE utilise ensuite la marge de manœuvre qui lui est laissée par les écarts autorisés et les limites relatives aux

risques afin de maximiser le rendement du portefeuille de fonds propres.

Étant donné l'objectif et les paramètres clés exposés ci-dessus, les fonds propres de la BCE sont principalement investis dans des emprunts publics de la zone euro et certaines autres obligations garanties ayant une notation élevée. Certains produits dérivés obligataires et certaines opérations directes de prêt de titres de la zone euro sont également des instruments éligibles depuis 1999. Dans le cadre de l'élargissement progressif de la panoplie d'instruments de placement autorisés, un programme automatique de prêt de titres a été mis en œuvre en février 2001 pour les fonds propres.

Il existe également une liste des contreparties éligibles aux opérations de placement des fonds propres de la BCE. Cette liste, bien qu'établie indépendamment de celles correspondant à la gestion des réserves de change de la BCE, répond aux mêmes critères de prudence et d'efficacité opérationnelle. La documentation juridique afférente, et notamment l'accord cadre européen récemment mis en place, correspond à celle



utilisée pour la gestion des réserves de change.

Les fonds propres de la BCE étant actuellement investis exclusivement sous forme d'actifs libellés en euros, il est primordial d'empêcher toute interférence avec les décisions de politique monétaire prises par la BCE. Afin d'éviter tout usage abusif d'informations privilégiées dans le cadre de la gestion des fonds propres et pour

protéger la réputation de la BCE, il a été mis en place un dispositif de type « muraille de Chine », c'est-à-dire une séparation fonctionnelle et matérielle stricte entre le service gérant les fonds propres et les autres services de la BCE. En outre, la BCE gère ses fonds propres de manière relativement passive, notamment sur le marché monétaire, afin d'éviter d'émettre des signaux susceptibles d'être interprétés à tort comme ayant un lien avec la politique monétaire.





Grèce : **Le contrôle des planches de billets, imprimerie de la Banque de Grèce, Athènes**

## **Chapitre III**

### **La gestion des risques**

Le rôle dévolu aux gestionnaires du risque de la BCE consiste à gérer et à surveiller les risques financiers courus par la BCE directement ou par les douze BCN de l'Eurosystème dans les missions qu'elles effectuent pour le compte de la BCE. La gestion du risque à la BCE recouvre deux domaines principaux, à savoir les opérations liées à la politique monétaire et les opérations de placement. Le premier porte sur les questions de risque liées aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, y compris les opérations des systèmes de paiement (principalement par le biais du système *Target*, lors de l'approvisionnement en liquidité intrajournalière). Le second concerne les réserves de change et la gestion des fonds propres de la BCE.

## I Les opérations liées à la politique monétaire

Dans la conduite de la politique monétaire et dans les opérations de crédit des systèmes de paiement, l'Eurosystème court un risque lorsqu'il effectue une opération avec une contrepartie qui peut se révéler incapable de s'acquitter de ses obligations de crédit. Le risque de crédit est atténué par le recours à des garanties. L'utilisation de garanties appropriées est requis par l'article 18.1 des statuts du SEBC dans toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En vue de couvrir l'Eurosystème contre des pertes éventuelles, d'assurer l'égalité de traitement des contreparties et de renforcer l'efficacité opérationnelle, les actifs doivent répondre à certains critères communs afin d'être admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Ces critères sont définis dans le dispositif de garanties.

En raison de différences existant entre les structures financières des États membres et pour répondre à des objectifs propres à l'Eurosystème, une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème : les actifs de « niveau 1 » et les actifs de « niveau 2 ». Le niveau 1 est constitué de titres de créance négociables satisfaisant aux critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Le niveau 2 comprend des actifs supplémentaires (négociables ou non sur un marché) qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux. Les critères d'éligibilité de ces actifs, appliqués par chacune des BCN, sont soumis à l'approbation de la BCE. Aucune

distinction n'est faite entre les deux niveaux en ce qui concerne la qualité des actifs ou leur éligibilité aux différents types d'opérations de crédit de l'Eurosystème, à cette réserve près que les actifs de niveau 2 ne sont en général pas utilisés par l'Eurosystème dans les opérations ferme.

### I.1 Le cadre du contrôle des risques

Les actifs de niveaux 1 et 2 font l'objet de mesures de contrôle du risque. Celles-ci sont appliquées aux actifs apportés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème afin de couvrir celui-ci contre le risque de perte financière dans l'hypothèse où les actifs sous-jacents devraient être réalisés en raison de la défaillance d'une contrepartie. Dans ce cas, l'Eurosystème utilise les garanties pour recouvrer la liquidité fournie. C'est dans ce type de situation qu'il court des risques de marché et de liquidité liés aux garanties. Les mesures de contrôle du risque dont l'Eurosystème a disposé en 2001 sont : les marges initiales, les décotes, les marges de variation, les limites appliquées aux émetteurs/débiteurs ou garants, ainsi que des garanties complémentaires.

#### **Les contrôles du risque**

En vue d'obtenir un niveau approprié de contrôle du risque, l'Eurosystème évalue, conformément aux meilleures pratiques en usage sur le marché, des paramètres tels que l'évolution de cours réelle et potentielle, ainsi que les volatilités correspondantes. Des

calculs du risque potentiel de perte maximale (*value at risk*) sont effectués afin d'estimer les décotes nécessaires pour tenir compte de la perte maximale de la valeur de marché susceptible de résulter des garanties, eu égard aux évolutions passées et sous réserve d'un intervalle de confiance statistique défini au cours d'une période de temps donnée. Les mesures complémentaires utilisées pour étalonner les décotes comprennent des simulations rétrospectives et des simulations en situation de forte tension (*stress testing*).

En plus des marges initiales appliquées au montant du crédit, l'Eurosystème applique des décotes suivant le type d'actif, l'échéance résiduelle et la structure du coupon. Les décotes sont appliquées en déduisant un certain pourcentage de la valeur de marché de l'actif. Trois types de décotes ont été utilisées en 2001 pour les actifs de niveau 1 : les instruments à taux fixe, à taux variable et à taux variable inversé.

Les décotes appliquées aux actifs de niveau 2 reflètent les risques spécifiques découlant de ces actifs et sont au moins aussi strictes que celles appliquées aux actifs de niveau 1. Les marges initiales et les appels de marge sont appliqués de façon identique tant aux actifs de niveau 2 qu'aux actifs de niveau 1. Quatre groupes de décotes différents ont été utilisés en 2001 pour classer les actifs de niveau 2, en liaison avec leurs différences de caractéristiques intrinsèques et de liquidité : les actions, les titres de créance négociables dont la liquidité est limitée, les titres de créance dont la liquidité est réduite et qui présentent des caractéristiques particulières et les titres de créance non négociables.

Les actifs font l'objet d'une valorisation quotidienne et les BCN calculent quotidiennement la valeur requise des actifs sous-jacents, en tenant compte des principes de valorisation définis par l'Eurosystème. Des appels de marge symétriques sont effectués chaque fois que les actifs sous-jacents ne correspondent pas aux exigences en matière de garanties. Les appels de marge peuvent être satisfaits soit par remise d'actifs

complémentaires, soit au moyen de paiements en numéraire.

### **Les principes de valorisation**

Un ensemble de règles directrices sert à la détermination de la valeur des actifs mobilisables dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. En ce qui concerne les actifs négociables de niveau 1 ou de niveau 2, il est nécessaire d'utiliser un marché de référence unique comme source d'information en matière de prix, en adoptant une méthode de comptabilisation au prix du marché. L'Eurosystème définit le prix le plus représentatif sur le marché de référence, ce prix servant ensuite au calcul des valeurs de marché. En cas de cotation en fourchette de cours, le cours le plus bas (en principe le cours offert) est retenu. Pour les actifs non négociables de niveau 2 ou pour les actifs négociables qui ne se négocient pas suivant les règles habituelles, c'est-à-dire ceux auxquels la comptabilisation au prix du marché ne peut être appliquée, l'Eurosystème applique généralement une méthode de modélisation fondée sur la valeur actualisée des revenus futurs. L'actualisation est réalisée avec une courbe appropriée des obligations zéro-coupon et les différences de risque de contrepartie entre émetteurs sont explicitement reflétées par des écarts de crédit. Le niveau de l'écart de crédit applicable dépend étroitement des caractéristiques du marché national et est dès lors proposé par la BCN après une analyse des données de marché disponibles. Enfin, les écarts de crédit sont soumis à l'approbation par la BCE.

### **1.2 L'évaluation du risque de contrepartie**

Les actifs apportés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème doivent satisfaire à des normes de crédit élevées. Dans l'évaluation des critères des titres de créance, la BCE tient compte, entre autres, des notations de marché publiées par les agences et des systèmes d'évaluation des risques de contrepartie propres aux BCN, ainsi que de

certaines critères institutionnels, concernant notamment les garanties, susceptibles d'assurer une protection particulièrement élevée des détenteurs. L'Eurosystème n'accepte pas comme actifs mobilisables les titres de créance émis ou garantis par la contrepartie ou par toute autre entité avec laquelle celle-ci a des liens étroits.

La qualité de crédit des actifs éligibles est constamment suivie afin de vérifier qu'elle soit au moins équivalente au niveau minimal de solidité financière spécifié par l'Eurosystème. La BCE examine les évaluations fournies par les systèmes d'évaluation des BCN et, dans certains cas, celles fournies par les agences de notation nationales qui évaluent les actifs nationaux de niveau 2.

## 2 Les opérations de placement

À fin 2001, le portefeuille de réserve de la BCE, qui comprend des réserves en devises, or et droits de tirage spéciaux (DTS), représentait au total 46,8 milliards d'euros.

Les réserves de change sont libellées en dollars des États-Unis et en yens japonais et sont gérées par les BCN pour le compte de la BCE. Le portefeuille constitué par les réserves de change est prioritairement destiné aux interventions.

Outre les placements faisant l'objet d'une gestion active, la BCE détient également de l'or.

Le capital de la BCE, libellé en euros, est géré à la BCE par une équipe spécifique de gestionnaires de portefeuille. Le placement de ces fonds, couramment dénommés « fonds propres » de la BCE, doit générer des revenus suffisants pour couvrir les frais généraux de la BCE.

La santé financière de la BCE et sa réputation dépendent de la bonne gestion du portefeuille de placement. Une structure adaptée de la maîtrise du risque est un élément essentiel de la gestion de ces investissements.

### **La structure de la gestion des risques**

Le cadre de la gestion des risques liés au portefeuille de placement de la BCE se compose de trois éléments étroitement liés :

- la mise au point d'un cadre analytique qui fixe la répartition adéquate des actifs pour les réserves de change et les réserves destinées aux placements. Concrètement, ce cadre précise la répartition par devise des portefeuilles de réserves et les critères de référence pour chaque portefeuille ;
- l'analyse des performances des placements ;
- la mise au point d'une gestion adéquate des risques et de mesures de conformité.

### *La répartition des actifs*

Une répartition optimale par devise des réserves de change et une répartition optimale des actifs pour chaque portefeuille en devise sont fixées.

La liquidité et la diversification sont les deux critères principaux de l'évaluation de la répartition par devise. La répartition effective des actifs de chaque portefeuille débouche sur l'établissement de critères de référence stratégiques pour chaque portefeuille.

Les portefeuilles de référence sont destinés à faire connaître et appliquer les préférences à long terme de la BCE en termes de couple rendement/risque. Ils donnent aux gestionnaires de portefeuille de l'Eurosystème des indications claires sur les niveaux souhaités par la BCE en matière de risques de marché, de crédit et de liquidité. Les portefeuilles de référence sont essentiels pour les performances de la BCE, étant donné qu'ils sont les principaux déterminants de ses revenus.

L'objectif de la répartition des actifs est de dégager les rendements les plus élevés possibles, compte tenu des contraintes de la BCE. Les portefeuilles de référence sont révisés annuellement. Lors de la révision qui a eu lieu en 2001, de nouvelles méthodes ont été introduites pour estimer les rendements attendus pour chaque catégorie d'actifs et ces scénarios de rendements attendus ont été utilisés dans les différents exercices d'optimisation qui ont été menés préalablement à l'élaboration des portefeuilles de référence. En outre, la courbe de rendement de chaque catégorie d'actifs a été soumise à des essais en situation de tension afin de vérifier la résistance des ventilations envisagées à des chocs extérieurs.

Cette manière d'envisager la répartition des actifs est une illustration de l'approche dynamique de la gestion des risques adoptée à la BCE.

#### *L'analyse des performances des placements*

Des évaluations trimestrielles, semestrielles et annuelles des risques et des performances des placements sont fournies au Conseil des gouverneurs et au Directoire de la BCE, ainsi qu'aux gestionnaires de portefeuille et aux hauts responsables de la BCE et de l'Eurosystème. Les performances et les risques sont évalués conformément aux recommandations de l'*Association of Investment Management and Research (AIMR)*. Les performances des placements sont aussi analysées afin d'identifier les sources de rendement. En 2001, une attention particulière a été prêtée à l'examen des contraintes de liquidité liées à la gestion d'un portefeuille d'intervention. Tous les marchés ou instruments de marché dans lesquels la BCE réalise des placements doivent remplir, en matière de liquidité, des critères prédéfinis approuvés par le Directoire. Ces exigences comportent une définition du critère de liquidité qui doit être satisfait même dans des situations de tension. Il est évident que les exigences les plus sévères en matière de liquidité concernent les réserves de change.

Il est important pour la BCE de connaître l'incidence de ces critères de liquidité. Pour cela ses placements sont comparés à des limites théoriques d'efficience, de façon à mesurer le coût en termes de rendement perdu en raison de cette contrainte de liquidité.

#### *La mise au point de méthodes appropriées de mesure de la gestion du risque et de leur suivi*

Les méthodes de gestion et de suivi du risque sont destinées à mesurer et à gérer les risques de marché, de crédit et de liquidité. La durée est la première méthode utilisée pour mesurer le risque de marché. Toutefois, des méthodes de mesure du risque de marché comme le risque potentiel de perte maximale (*value at risk*) et le « pistage » de l'erreur sont également suivies. Le « pistage » de l'erreur est une méthode particulièrement utile, étant donné que les risques de marché, quelle que soit leur nature, pris par les gestionnaires de portefeuille sont retracés sur un seul schéma, qui résume les risques d'écart de taux, de courbe et de déformation. Des moyens importants ont également été consacrés à la décomposition du risque de marché suivant l'origine du risque. Ce genre d'information permet de mieux comprendre la décomposition des rendements.

L'attitude prudente de la BCE à l'égard du risque apparaît dans ses décisions de placement, qui accordent une attention considérable à la liquidité du papier et à la qualité de la signature. Afin de pouvoir être admises à participer aux opérations de gestion des réserves de change, les contreparties doivent répondre à des critères minimaux de notation et satisfaire plusieurs exigences opérationnelles. Les niveaux minimaux de notation sont établis pour les contreparties en fonction de la nature de l'opération concernée et du risque y afférent. L'analyse de la qualité de la signature des contreparties est menée au moyen d'une technique statistique multivariée mise au point par la division « gestion des risques » en complément des notes attribuées par les agences de notation. Les limites de



crédit sont fixées par contrepartie et réparties entre les BCN suivant la proportion des fonds totaux qu'elles gèrent pour le compte de la BCE. Toutes les opérations de

marché avec des contreparties homologuées s'appuient sur une documentation juridique appropriée.

### 3 Les évolutions prévues en 2002

La BCE poursuivra en 2002 les efforts d'amélioration du cadre de la gestion du risque.

En ce qui concerne les opérations de crédit de l'Eurosystème, de nouveaux développements comprendront l'amélioration du traitement du risque de liquidité. De plus, l'incidence sur le dispositif de garanties de la proposition du Comité de Bâle sur les fonds propres sera analysée. La BCE a en perspective un important travail à mener sur la possibilité d'accroître les sources d'information sur le risque de crédit de façon à évaluer la solidité financière du système de garanties de l'Eurosystème.

Les opérations de placement se concentreront sur deux domaines principaux. D'abord, la ventilation de l'origine des résultats sera améliorée afin de renforcer la précision avec laquelle les résultats peuvent être attribués aux facteurs de marché. Cela enrichira l'actuelle analyse *a posteriori* des performances et fournira ainsi aux responsables de meilleures

informations pour les futures décisions de placement. Ensuite, une plate-forme informatique sera installée afin de relier les applications actuellement utilisées pour la gestion des risques. Cette plate-forme facilitera le rapprochement entre les informations fournies par les rapports et les analyses de crédit et de marché. La combinaison des informations fournira à la gestion des risques de nouvelles possibilités de valoriser le processus de prise de décision.

Enfin, ces initiatives garantiront un rendement maximal possible pour la BCE en observant strictement les contraintes qui s'imposeront à elle. La gestion adaptée de ses risques financiers garantit l'indépendance financière et la force de la BCE, qui à leur tour renforcent la réputation et l'indépendance institutionnelle de celle-ci, lui permettant ainsi de remplir son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. Dans ce contexte, l'importance d'une gestion efficace et appropriée des risques est évidente.





Belgique : (à droite) **Luc Luycx, de la Monnaie Royale de Belgique à Bruxelles, réalisateur de la face européenne des pièces en euros**  
(à gauche) **Une pièce de 2 euros et son modèle en plâtre**

## **Chapitre IV**

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

L'Eurosystème et les BCN des pays ne participant pas à l'UE coopèrent étroitement au sein du Conseil général de la BCE afin de contribuer au maintien de la stabilité des prix dans l'ensemble de l'Union européenne. Un examen régulier des conditions macroéconomiques ainsi que des politiques monétaire et de change fait partie intégrante de la coordination qui s'exerce entre l'Eurosystème et les trois BCN ne participant pas actuellement à la politique monétaire unique. Bien que ces BCN conduisent leur politique monétaire dans des cadres institutionnels et opérationnels différents, elles mènent toutes une politique monétaire dont l'objectif final est le maintien de la stabilité des prix.

## Le Danemark

L'économie danoise s'est ralentie en 2001, le PIB en volume n'ayant progressé que de 1,2 % contre 3,0 % en 2000 (cf. tableau II). Ce ralentissement semble prononcé, mais il convient de rappeler que la forte tempête de décembre 1999 avait eu pour effet de stimuler l'économie en 2000. L'annulation de l'incidence de cette hausse temporaire de l'activité pourrait, à elle seule, représenter jusqu'à 1,5 point de pourcentage du ralentissement économique intervenu entre cette année et 2001. La croissance des exportations est revenue de 11,5 % en 2000 à 3,4 % en 2001. La progression des importations a toutefois également fléchi, et la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume est demeurée à la fois positive et non négligeable en 2001. Cette dernière évolution s'explique par la

**Tableau II**

### Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
PIB en volume	2,5	3,0	2,5	2,3	3,0	1,2	2,0	0,9	1,2	0,7
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : <sup>1)</sup></i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	2,1	4,6	3,9	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,2	1,4
Exportations nettes	0,4	-1,7	-1,4	2,8	0,6	0,5	2,3	0,4	-0,0	-0,7
IPCH	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Rémunération par tête	3,3	3,5	3,7	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,3	4,4
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	2,1	1,9	3,0	2,2	1,5	3,5	2,6	3,5	3,7	4,2
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	-0,1	2,2	-2,5	-0,3	9,8	2,8	6,9	5,8	1,4	-2,3
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,1
Emploi total	0,6	1,2	1,7	1,5	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,0
Taux de chômage (en % de la population active)	6,3	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2
Solde budgétaire (en % du PIB) <sup>2) 3)</sup>	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	2,5	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) <sup>2)</sup>	65,1	61,2	55,6	52,0	46,8	44,5	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) <sup>4)</sup>	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	5,2	5,0	4,6	3,7
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) <sup>4)</sup>	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,0	5,3	5,2	4,8
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro <sup>4) 5)</sup>	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,44	7,44

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95. Les données relatives à l'IPCH antérieures à 1995 sont des estimations calculées à partir de définitions nationales et ne sont pas totalement comparables avec les séries débutant en 1995.

1) En points de pourcentage

2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

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

4) Moyenne des valeurs de la période considérée

5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

montée en flèche des exportations d'éoliennes, tandis que la demande d'exportations de produits pharmaceutiques et de viande de porc est demeurée relativement peu sensible aux fluctuations économiques. Les exportations de viande de porc ont tiré temporairement profit de l'épizootie de fièvre aphteuse au Royaume-Uni. La confiance des consommateurs s'est légèrement accrue ; la consommation privée a affiché une hausse modérée, de 1,1 % environ, et la consommation des administrations publiques une progression de 1,4 % en 2001. Conjugués, ces derniers éléments n'ont pas permis d'éviter un recul des investissements qui, dans les matériaux et la construction, sont revenus à des niveaux comparables à ceux de 1999. La contribution de la demande intérieure, y compris la variation des stocks, à la croissance du PIB en volume a baissé, retombant de 2,5 % en 2000 à 0,8 % en 2001. La situation sur le marché du travail danois a continué d'être relativement tendue et le taux de chômage a atteint un point bas de 4,3 %.

En dépit des tensions sur le marché du travail et des prix élevés de l'énergie, les évolutions des prix au Danemark sont, dans l'ensemble, restées modérées en 2001. Le rythme de hausse de l'IPCH est demeuré relativement stable tout au long de l'année, la moyenne annuelle revenant à 2,3 %, contre 2,7 % en 2000. Les salaires ont continué à progresser à un rythme plus rapide que dans la zone euro, principalement en raison d'une diminution des heures ouvrées liée à l'augmentation des droits à congé ; on note toutefois une forte hausse des salaires dans le secteur public. En 2001, la rémunération par tête a augmenté d'un modeste 4,2 % et les coûts salariaux unitaires de 3,5 %. Ces deux chiffres sont supérieurs à ceux de la zone euro.

La situation des finances publiques du Danemark est demeurée satisfaisante en 2001. L'excédent budgétaire s'est inscrit à 2,5 % du PIB (hors recettes au titre des licences UMTS), niveau inchangé par rapport à 2000. La dette publique a poursuivi son recul, le ratio dette publique/PIB revenant

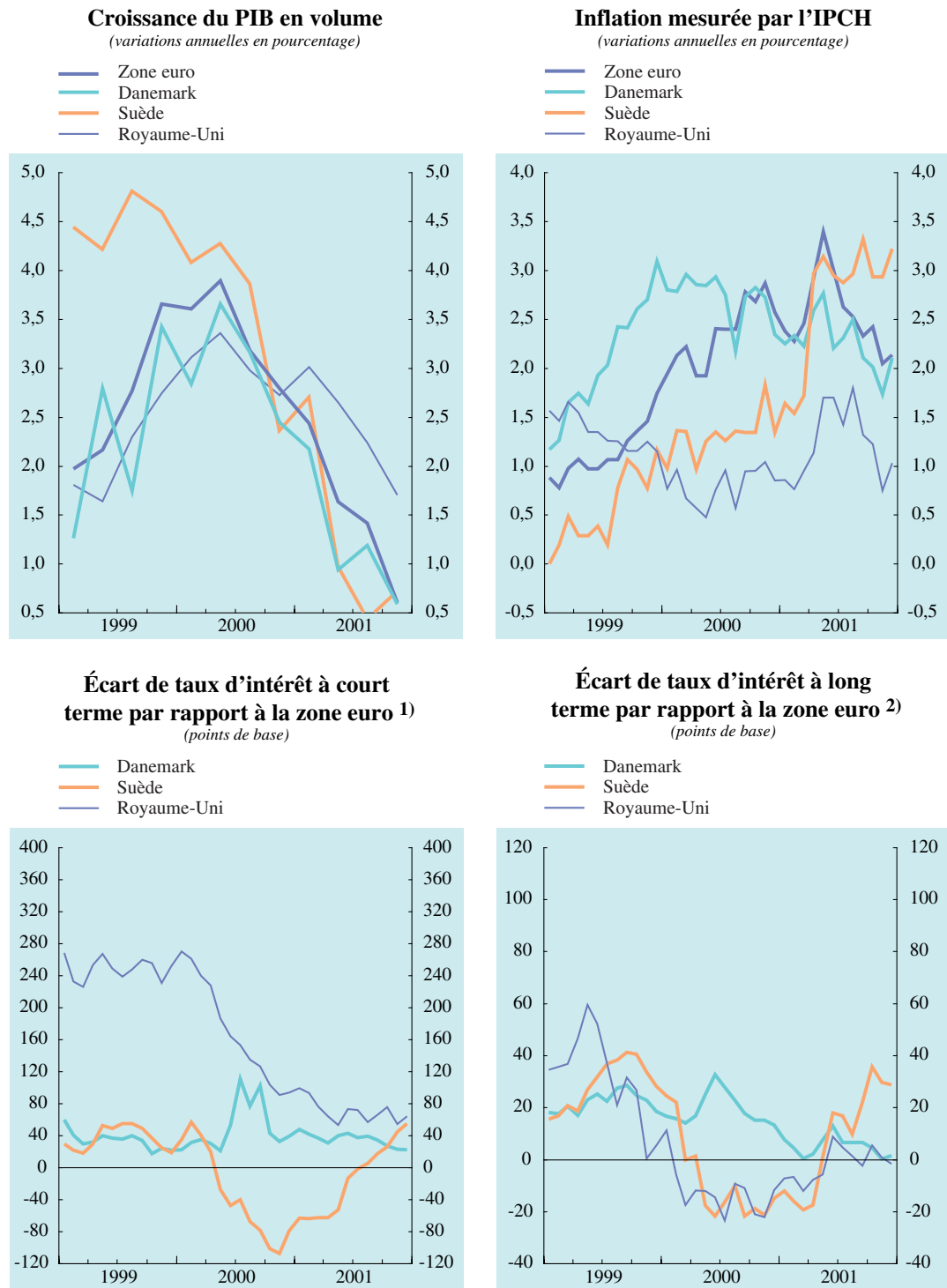
de 46,8 % à 44,5 %. Le Programme de convergence actualisé du Danemark prévoit des excédents budgétaires de 1,9 % et 2,1 % du PIB respectivement pour 2002 et 2003. Ces chiffres sont inférieurs à ceux qui avaient été prévus dans les mises à jour précédentes du Programme de convergence. La différence peut s'expliquer principalement par le projet de réorganisation du dispositif spécial d'épargne retraite, qui n'est plus inclus dans le secteur public. Le ratio d'endettement brut n'est que modérément affecté par cette réforme et devrait, selon les prévisions, revenir à 42,9 % et 40,1 % du PIB, respectivement, en 2002 et 2003.

À la suite du référendum sur l'adoption de l'euro le 28 septembre 2000, le Danemark a maintenu la politique de change fixe vis-à-vis de l'euro, dans le cadre de la marge de fluctuation étroite de  $\pm 2,25$  % de la couronne danoise autour de son cours pivot par rapport à l'euro. Compte tenu de cette politique, les évolutions des taux directeurs et des taux à court terme doivent être principalement analysées en fonction des décisions de la BCE en matière de taux d'intérêt et des variations du cours de change de la couronne danoise par rapport à l'euro. La couronne danoise est demeurée stable en 2001 (cf. graphique 28), à un niveau légèrement supérieur à son cours pivot de DKK 7,46038 pendant la majeure partie de l'année. La banque centrale du Danemark est intervenue sur les marchés fin septembre pour acheter des devises afin de freiner une hausse de la couronne. La couronne danoise s'était appréciée en raison de réaménagements de portefeuilles opérés par certains fonds de pension, qui ont effectué des arbitrages aux dépens des actions étrangères et en faveur des obligations nationales afin de protéger leurs réserves contre un nouveau recul des cours boursiers sur les marchés internationaux.

En 2001, cinq baisses successives du taux de prêt de la Banque nationale du Danemark entre juillet et novembre ont réduit à 35 points de base l'écart par rapport au taux marginal des opérations principales de

## Graphique 27

### Indicateurs économiques et financiers relatifs aux pays de l'UE hors zone euro et à la zone euro



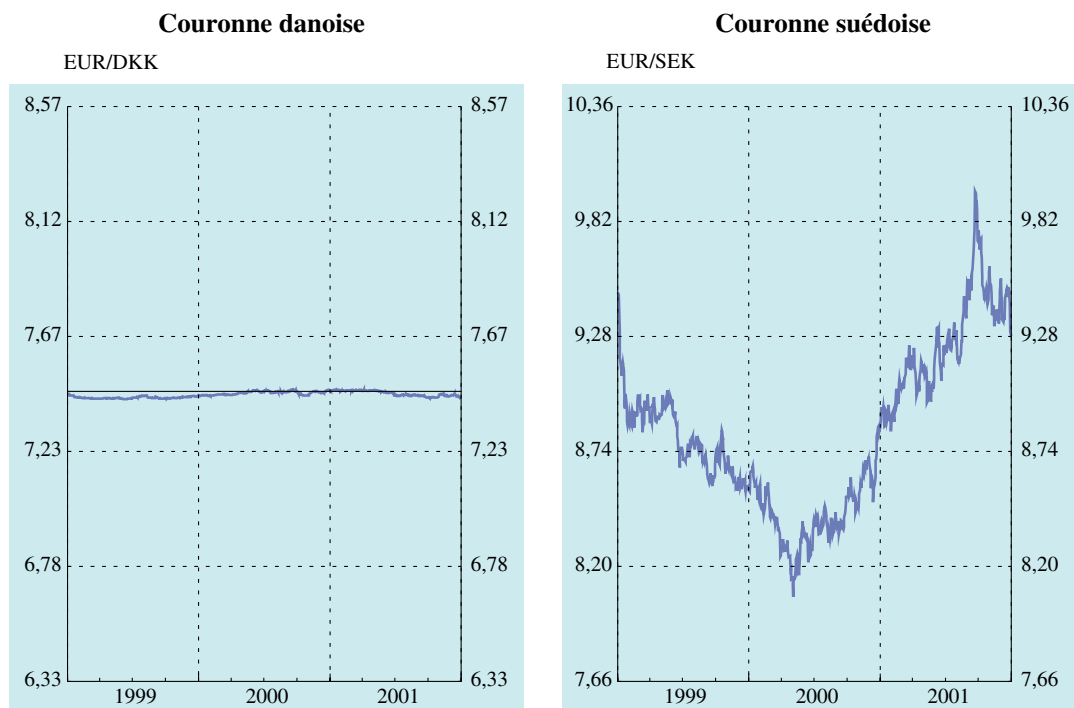
Sources : BCE et Eurostat

1) Pour les pays hors zone euro : taux interbancaires à trois mois ; pour la zone euro : Euribor à trois mois

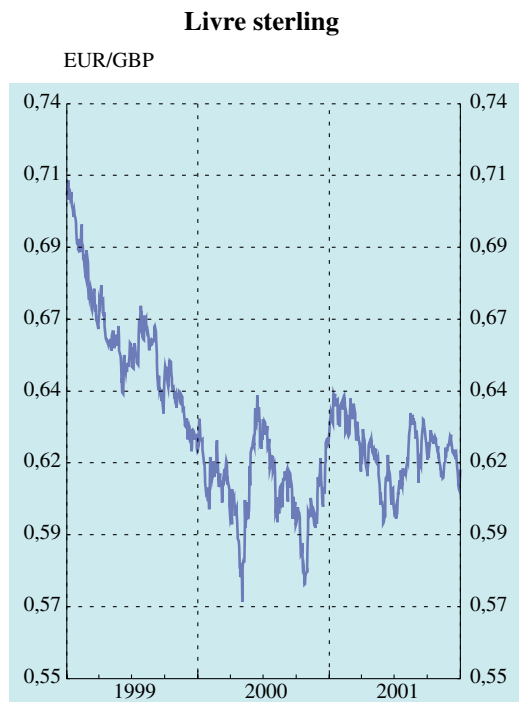
2) Rendements des emprunts publics à long terme, emprunts à dix ans ou dont l'échéance s'en approche le plus

## Graphique 28

### Taux de change bilatéraux des monnaies des pays de l'UE hors zone euro par rapport à l'euro



Cours pivot par rapport à l'euro annoncé  
le 31 décembre 1998 : 7,46038



Source : Données nationales

Note : Les graphiques pour le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni montrent une même marge de fluctuation de 30 %.



refinancement de la BCE (cf. graphique 27). Cet écart est identique à celui qui prévalait avant le référendum de septembre 2000. En plus de deux baisses très limitées de 0,05 point de pourcentage chacune, la banque centrale a diminué le taux de ses facilités de prêt de 0,3 point de pourcentage le 30 août et de 0,5 % le 18 septembre, en ligne avec les décisions de la BCE d'abaisser ses taux directeurs. Le 8 novembre, le taux des facilités de prêt a été de nouveau réduit de 0,5 point de pourcentage, pour revenir à 3,6 %, parallèlement à la diminution de même ampleur des taux directeurs de la BCE. Au début février 2002, le taux des facilités de prêt a encore été abaissé à 3,55 %. Les évolutions des taux d'intérêt à long terme en 2001 reflètent dans l'ensemble celles de la zone euro. L'écart entre les rendements des obligations à long terme au Danemark et dans la zone euro s'est réduit jusqu'à pratiquement disparaître au début 2001, pour demeurer ensuite légèrement positif pendant le reste de l'année.

## La Suède

L'économie suédoise a enregistré un tassement significatif en 2001 (cf. graphique 27). Le PIB en volume a progressé de 1,2 % contre 3,6 % en 2000 (cf. tableau 12). Le ralentissement de l'activité au niveau mondial a pesé lourdement sur le secteur suédois des exportations, en raison de son exposition relativement importante aux évolutions de l'activité aux États Unis et du secteur des télécommunications. La croissance des exportations a baissé, revenant à 1,4 % en 2001, après 10,3 % en 2000. La progression des investissements a également affiché une forte décélération, sous l'effet du recul de la demande et de l'utilisation des capacités de production. La consommation privée, qui n'a enregistré qu'une progression de 0,2 % contre 4,6 % en 2000, a également été particulièrement affectée, en partie par les fortes baisses des marchés boursiers qui ont pesé tant sur la richesse des ménages que sur la confiance des consommateurs. Le revenu réel disponible a continué d'évoluer

de façon satisfaisante, dans une large mesure grâce à l'allègement de la fiscalité. Toutefois, celui-ci a principalement entraîné une hausse du taux d'épargne, au lieu de stimuler les dépenses de consommation. La croissance des importations s'est également ralentie, et la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume a atteint 1,0 point de pourcentage. La contribution de la demande intérieure s'est établie à 0,7 point de pourcentage. Le ralentissement rapide de l'activité économique n'a pas pour autant exercé de répercussions majeures sur le marché du travail et le taux de chômage est demeuré relativement stable, aux alentours de 5 %, l'emploi dans le secteur privé des services ayant poursuivi sa croissance.

L'inflation annuelle, mesurée par l'IPCH, l'IPC et l'IPC hors paiements d'intérêts et effets directs des modifications des impôts indirects et des subventions (UNDIX)<sup>1</sup>, s'est accélérée rapidement au printemps 2001 pour atteindre 3 % environ, ce qui correspondait à la situation dans la zone euro (cf. graphique 27). Pendant le reste de l'année, les taux d'inflation sont demeurés aux alentours de 3 %. En moyenne annuelle, l'IPCH s'est établi à 2,7 %, après 1,3 % en 2000, alors que l'IPC est passé de 1,3 % en 2000 à 2,6 %. L'accélération de la hausse des prix a principalement résulté de l'évolution de certains postes (viande, fruits et légumes produits dans le pays, électricité et frais de téléphone). Ces composantes ont été affectées par divers chocs temporaires sur l'offre, notamment les répercussions de l'épizootie de fièvre aphteuse et d'ESB sur l'industrie alimentaire et les conditions météorologiques. En ce qui concerne les autres composantes intérieures des prix, la hausse a été plus progressive et généralisée, s'expliquant dans une large mesure par les effets indirects des hausses antérieures des cours du pétrole, la rapide augmentation de l'utilisation des capacités de production ces

<sup>1</sup> L'UNDIX est défini comme l'IPC hors paiements d'intérêts et effets directs des modifications des impôts indirects et des subventions. L'IPC global sert de variable cible en Suède. Toutefois, lorsque, ces dernières années, cet indice a été influencé par des facteurs temporaires, les décisions de politique monétaire ont été fondées sur une estimation de l'UNDIX.

**Tableau 12****Indicateurs macroéconomiques pour la Suède***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
PIB en volume	1,1	2,1	3,6	4,5	3,6	1,2	2,7	1,0	0,4	0,7
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : 1)</i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	0,7	0,7	3,9	3,2	3,2	0,2	2,3	-0,2	-2,0	0,7
Exportations nettes	0,4	1,4	-0,3	1,3	0,4	1,0	0,4	1,2	2,4	0,1
IPCH	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	1,6	3,0	3,1	3,0
Rémunération par tête	6,8	3,8	3,3	1,3	7,3	3,8	2,8	4,7	3,3	4,2
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	5,1	0,7	0,9	-0,9	5,7	4,5	2,9	5,5	4,9	4,5
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	-4,2	0,7	-0,5	1,0	4,6	4,3	4,4	6,5	4,8	1,5
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	.	.	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,8	0,5
Emploi total	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	3,2	2,0	2,1	0,7
Taux de chômage (en % de la population active)	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	5,1	5,3	5,0	4,9	5,1
Solde budgétaire (en % du PIB) 2) 3)	-3,4	-1,5	1,9	1,8	3,7	4,7	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) 2)	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,0	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) 4)	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	3,9
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) 4)	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	4,8	5,2	5,3	5,1
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro 4) 5)	8,51	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,00	9,12	9,41	9,48

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95.

1) En points de pourcentage

2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

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

4) Moyenne des valeurs de la période considérée

5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

dernières années, reflétée par une hausse des coûts salariaux unitaires, et, sur les marchés où la concurrence est faible, par une progression des bénéfiques. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté de 4,5 % après 5,7 % en 2000, pour une grande part en raison de la décélération conjoncturelle de la productivité du travail, ce qui représente un risque pour les perspectives d'emploi et d'inflation. Toutefois, les statistiques mensuelles sur les salaires font apparaître des taux de croissance moins élevés, y compris pour les coûts salariaux unitaires. L'inflation importée s'est modérée en 2001 malgré l'affaiblissement de la couronne suédoise, sous l'effet du recul des cours du pétrole.

L'excédent budgétaire des administrations publiques suédoises est passé à 4,7 % du PIB en 2001 après 3,7 % en 2000. Un allègement fiscal de l'ordre de 1 % du PIB a été

partiellement compensé par des recettes ponctuelles. Malgré la baisse de la fiscalité, le taux d'imposition suédois demeure élevé par rapport à ceux observés dans les autres pays industrialisés. Le ratio dette publique/PIB a légèrement progressé, passant de 55,3 % en 2000 à 56 % en 2001. Le Programme de convergence actualisé de la Suède prévoit des excédents budgétaires de 2,1 % et 2,2 % du PIB, respectivement, en 2002 et 2003. Cette diminution de l'excédent budgétaire résulte dans une large mesure de l'entrée en vigueur progressive de la réforme de l'impôt sur le revenu introduite en 2000. Le ratio dette publique/PIB devrait revenir à 49,7 % en 2002 et 47,3 % en 2003.

En 1993, la Banque de Suède a adopté un régime de change flexible et mène depuis une politique monétaire fondée sur une cible d'inflation explicite. Depuis 1995, cette cible

est quantifiée comme étant une hausse de 2 % de l'IPC, avec une marge de tolérance de  $\pm 1$  point de pourcentage. En juin 2001, la banque centrale est intervenue sur le marché des changes dans un contexte de dépréciation prononcée de la couronne suédoise. Compte tenu des effets d'une utilisation assez élevée des capacités de production et de hausses des prix d'une rapidité inattendue, susceptibles d'avoir affecté les anticipations d'inflation, la Banque centrale a estimé qu'il existait un risque de dépassement de l'objectif d'inflation. En conséquence, elle a relevé le taux des pensions de 0,25 point de pourcentage le 5 juillet pour le porter à 4,25 %. À la suite des attentats aux États-Unis et au vu du caractère plus prononcé du ralentissement de l'économie mondiale au début de l'automne, la Banque de Suède a réduit le taux des pensions de 0,5 point de pourcentage le 17 septembre, le risque d'une inflation inférieure à l'objectif s'étant accru.

Sous l'effet de ces modifications du taux directeur, les taux à court terme en Suède ont dépassé les taux comparables de la zone euro à la mi-2001, l'écart s'établissant à 50 points de base environ à la fin de l'année (cf. graphique 27). Les taux à long terme ont suivi les évolutions intervenues sur les marchés internationaux de capitaux sans prendre une orientation claire pendant la majeure partie de l'année, et l'écart par rapport à la zone euro est passé d'environ - 10 points de base à quelque 40 points de base à fin 2001. Ce phénomène s'explique probablement par une augmentation de la prime de risque de change à la suite de la dépréciation de la couronne suédoise et de la montée des incertitudes au niveau mondial. La couronne suédoise s'est dépréciée de près de 11 % par rapport à l'euro jusqu'en septembre avant de se redresser à la fin de l'année et début 2002 (cf. graphique 28).

### **Le Royaume-Uni**

Au Royaume-Uni, la croissance moyenne du PIB en volume s'est ralentie pour revenir à 2,4 %, après 3,0 % en 2000, la faiblesse du

volet extérieur de l'économie n'étant que partiellement compensée par la vigueur de la demande intérieure (cf. tableau 13). Ce ralentissement progressif a été essentiellement imputable à une contraction dans le secteur de la haute technologie, affectant tout particulièrement l'équipement optique et électronique, à l'affaiblissement de la demande étrangère et à la vigueur persistante de la livre sterling. Il s'est également traduit par une plus grande divergence d'évolution dans différents secteurs de l'économie, par un creusement du déficit des transactions courantes et une diminution du taux d'épargne. En particulier, la production dans le secteur manufacturier a enregistré un recul de 2,3 % après avoir progressé de 1,9 % en 2000, tandis que la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur des services est demeurée vigoureuse, à 4,0 % contre 3,8 % en 2000.

La consommation des ménages s'est accrue de 4,2 % en volume en 2001, niveau légèrement supérieur à celui de 4,1 % enregistré l'année précédente. La progression des revenus réels et de la richesse des ménages ainsi que la vigueur de l'expansion du crédit en ont constitué les principaux moteurs. Le dynamisme du marché de l'immobilier a été lié au bas niveau des taux d'intérêt réels et au renforcement de la concurrence sur le marché hypothécaire à la suite de la déréglementation financière intervenue antérieurement. La croissance de la production a également été favorisée par une accélération de la consommation du secteur public, passée de 1,9 % en 2000 à 2,4 % en 2001, reflétant les progrès réalisés dans le cadre des objectifs de dépenses publiques. La formation brute de capital fixe a progressé de 1,1 %, en recul après 4,9 % en 2000. Les investissements des entreprises ont été freinés par une dégradation de la situation financière de ce secteur et la montée des incertitudes relatives aux perspectives de la demande. Ce dernier facteur a également incité les entreprises à réduire le niveau de leurs stocks, réduisant ainsi la croissance du PIB en volume de 0,1 point de pourcentage. La faiblesse des

**Tableau I 3****Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4
PIB en volume	2,6	3,4	3,0	2,1	3,0	2,4	3,0	2,7	2,2	1,7
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : <sup>1)</sup></i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	3,1	4,0	5,2	3,5	3,8	3,3	4,3	3,4	2,7	2,5
Exportations nettes	-0,4	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,5	-0,7
IPCH	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	0,9	1,5	1,5	1,0
Rémunération par tête	3,3	4,3	5,1	4,7	4,1	.	5,7	5,1	5,2	.
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	1,8	2,8	3,2	3,8	2,1	.	3,6	3,3	3,5	.
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	0,2	-7,1	-6,2	-2,5	0,5	-0,1	0,5	2,1	-0,2	-2,8
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	-2,4	-0,3	-1,6	-6,9	-6,2	.	-3,9	-4,1	-4,3	.
Emploi total	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	0,6	0,7
Taux de chômage (en % de la population active)	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	.	5,0	4,9	5,0	.
Solde budgétaire (en % du PIB) <sup>2) 3)</sup>	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,8	0,9	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) <sup>2)</sup>	52,3	50,8	47,6	45,2	42,4	39,0	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) <sup>4)</sup>	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	5,6	5,2	4,9	4,1
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) <sup>5)</sup>	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,2	5,1	4,8
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro <sup>6)</sup>	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,62	0,62

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95. Les données relatives à l'IPCH antérieures à 1995 sont des estimations calculées à partir de définitions nationales et ne sont pas totalement comparables avec les séries débutant en 1995.

1) En points de pourcentage

2) Estimation pour l'année calendaire établie conformément à la définition du traité de Maastricht

3) Estimation pour l'année calendaire ; capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques

4) Moyenne des valeurs de la période considérée ; dépôts interbancaires à trois mois en sterling

5) Moyenne des valeurs de la période considérée. Source : BRI

6) Moyenne des valeurs de la période considérée ; unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

investissements des entreprises a été partiellement compensée par une accélération des investissements des administrations publiques, sous l'effet des plans de renouvellement des équipements du secteur public. La contribution de la demande intérieure à la croissance du PIB en volume s'est établie à 3,3 points de pourcentage, soit un peu moins qu'en 2000. Pour la sixième année de suite, la contribution des échanges extérieurs a été négative, la hausse des exportations revenant de 10,3 % en 2000 à 0,8 % en 2001. La croissance des importations a également fléchi, mais moins fortement que celle des exportations en raison de la vigueur persistante de la demande intérieure et du niveau relativement élevé de la livre sterling par rapport à l'euro. L'emploi total a progressé de 0,8 % en rythme annuel, niveau

légèrement moins élevé qu'en 2000, ramenant le taux de chômage de 5,4 % en 2000 aux alentours de 5 % en 2001. Au cours du second semestre, toutefois, le marché du travail a montré quelques signes d'affaiblissement, le taux de chômage ayant légèrement augmenté et les pénuries de main d'œuvre qualifiée s'étant un peu atténuées. Dans l'ensemble, toutefois, le chômage est demeuré stable et plus faible que prévu.

L'inflation mesurée par le RPIX est restée inférieure à l'objectif officiel de 2,5 % pendant la majeure partie de l'année<sup>2</sup>. Mesurée par l'IPCH, l'inflation est ressortie à 1,2 % en 2001 après 0,8 % en 2000. Les prix à

<sup>2</sup> Le RPIX est défini comme l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires.

l'importation ont légèrement baissé par rapport à 2000. Au cours du premier semestre, de mauvaises conditions météorologiques et l'épizootie de fièvre aphteuse ont entraîné une hausse temporaire des prix. Toutefois, l'inflation a été tempérée par les évolutions modérées des cours des matières premières et des prix à la production. La croissance annuelle des revenus du travail dans l'ensemble de l'économie s'est légèrement accélérée par rapport à 2000, mouvement qui recouvre une forte progression des rémunérations fixes, compensée par une baisse des primes. La croissance annuelle des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie s'est également accentuée par rapport à l'année précédente. Dans l'ensemble, les tensions sur les coûts semblent être demeurées assez modérées et l'accélération de l'inflation témoigne sans doute d'une reconstitution des marges des détaillants, peut-être en raison de la vigueur persistante de la consommation privée.

L'amélioration notable de la situation budgétaire des administrations publiques, intervenue au cours des années passées, s'était soldée par un excédent de 1,8 % (hors licences UMTS) en 2000, qui est toutefois revenu à 0,9 % du PIB en 2001. Ce recul a résulté d'un important accroissement des dépenses publiques, donnant ainsi une orientation expansionniste à la politique budgétaire. Le ratio de la dette publique est revenu de 42,4 % en 2000 à 39 % en 2001. Le Programme de convergence actualisé prévoit

la poursuite de l'expansion budgétaire, ce qui devrait entraîner des déficits de respectivement 0,2 % et 1,1 % du PIB pour les exercices budgétaires 2001-2002 et 2002-2003. Le ratio de la dette publique devrait diminuer légèrement pour revenir à 38,1 % et 37,2 % au cours de ces années.

La Banque d'Angleterre conduit sa politique monétaire dans le cadre d'un régime de flexibilité du taux de change, en fonction d'une cible d'inflation explicite et symétrique fixée par le gouvernement, qui correspond actuellement à une hausse de 2,5 % du RPIX. En 2001, le taux des pensions a été réduit à sept reprises de 2 points de pourcentage au total, pour revenir à 4,0 %. Ces réductions sont intervenues dans un contexte d'affaiblissement de l'économie mondiale, d'essoufflement dans le secteur manufacturier et de perspectives d'inflation favorables. À la suite des baisses de taux d'intérêt, l'écart par rapport aux taux à court terme de la zone euro a continué de se réduire, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 2000. Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté au premier semestre, pour fléchir ensuite et revenir en fin d'année à un niveau inférieur à celui du début 2001. Ils sont demeurés inférieurs à la moyenne des taux comparables de la zone euro pendant la majeure partie de l'année (cf. graphique 27). Le taux de change de la livre sterling contre euro a fluctué autour d'une moyenne de GBP 0,62. Son appréciation au premier semestre, à 0,59 livre pour un euro, a été largement compensée par une dépréciation en juillet et en août.



Italie : **Le conditionnement des pièces en euros,**  
**Hôtel des Monnaies d'Italie, Rome**



## **Chapitre V**

# **Les questions européennes, internationales et bilatérales**



## I Les questions européennes

En 2001, la BCE a continué d'entretenir et d'approfondir ses relations avec les institutions et organes compétents de la Communauté<sup>1</sup>. Comme le prévoit l'article 113 du Traité, des représentants de la BCE ont participé aux réunions du Conseil Ecofin lorsque celui-ci délibérait sur des questions ayant trait aux objectifs et aux missions du SEBC. En 2001, ces questions ont notamment porté sur les problèmes affectant les marchés financiers et sur la préparation des Grandes orientations de politique économique. Inversement, le président du Conseil Ecofin a fait usage à plusieurs reprises de la possibilité de participer aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte, lorsque la présidence du Conseil de l'UE a été assurée au cours du premier semestre 2001 par la Suède, État membre bénéficiant d'une dérogation, le président de l'Eurogroupe a assisté à des réunions du Conseil des gouverneurs au nom du président du Conseil Ecofin. Un membre de la Commission européenne a également participé à des réunions du Conseil des gouverneurs.

Outre ces relations fondées sur l'article 113 du Traité, le président de la BCE et les gouverneurs des banques centrales nationales ont été invités aux trois réunions informelles du Conseil Ecofin qui se sont tenues à Malmö (Suède) en avril et à Liège et Laeken (Belgique), en septembre et décembre 2001. La réunion de Malmö a notamment permis aux ministres de l'Ecofin, aux gouverneurs des banques centrales nationales des États membres et au président de la BCE de procéder à un échange de vues avec leurs homologues des treize pays candidats à l'adhésion à l'UE. La réunion de Liège a permis une première discussion approfondie et une évaluation des conséquences économiques des attentats survenus aux États-Unis le 11 septembre 2001. En outre, le président de la BCE a été invité à un échange de vues avec les chefs d'État ou de gouvernement de l'UE lors du Conseil européen informel de Gand, en octobre. À cette occasion, les débats ont porté sur la situation économique générale et

l'état d'avancement des préparatifs en vue de l'introduction des billets et pièces en euros.

Comme les années précédentes, la BCE a participé régulièrement aux réunions de l'Eurogroupe. La participation à ces réunions fournit à la BCE l'occasion d'engager un dialogue politique ouvert et informel avec les ministres des Finances des États membres de la zone euro et le Commissaire en charge des questions économiques et financières. Les discussions au sein de l'Eurogroupe ont continué de porter essentiellement sur les perspectives économiques globales de la zone euro, les évolutions budgétaires dans les différents États membres de la zone et, de plus en plus, sur les progrès des réformes structurelles requises. La surveillance régulière de l'état d'avancement des préparatifs au basculement à l'euro fiduciaire a constitué un autre thème spécifique des travaux de l'Eurogroupe en 2001.

Outre les relations décrites ci-dessus au niveau décisionnel, la BCE a participé aux travaux du Comité économique et financier (CEF) et du Comité de politique économique (CPE). En participant à ces deux comités, qui réalisent des analyses et formulent des conseils à l'attention du Conseil Ecofin et de l'Eurogroupe, la BCE a pu apporter son expertise aux différentes procédures de politique économique et aux travaux de surveillance multilatérale. Dans le même ordre d'idées, la BCE a participé, entre autres, à la préparation des Grandes orientations de politique économique et à l'évaluation des programmes de stabilité ou de convergence des États membres. En outre, la BCE a apporté sa contribution aux nombreuses autres activités de ces deux comités, y compris le perfectionnement d'outils et de méthodes d'analyse, et l'examen complet des pays par le CPE. Comme cet examen porte surtout sur les réformes structurelles et aboutit au rapport annuel du CPE sur les

<sup>1</sup> Les relations de la BCE avec le Parlement européen sont abordées séparément au chapitre XI du présent Rapport annuel.

réformes structurelles, la participation de la BCE à ces travaux lui procure non seulement un éclairage utile sur le processus de réforme structurelle, mais elle lui donne aussi l'occasion d'exposer son point de vue aux États membres.

La BCE a également continué de participer au dialogue macroéconomique semestriel, aux niveaux tant technique que décisionnel. Conformément au mandat confié par le Conseil européen de Cologne, des représentants des États membres, de la Commission européenne, de la BCE, des banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro et des partenaires sociaux ont discuté des perspectives économiques et des défis qu'elles posaient. Le dialogue macroéconomique a continué de permettre des échanges de vues informels entre les participants et a contribué à instaurer un climat de confiance.

Enfin, la BCE a maintenu des relations de travail étroites avec la Commission européenne. Outre les contacts de travail réguliers couvrant un ensemble de domaines, des visites bilatérales réciproques ont eu lieu entre le président de la Commission européenne, le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires et des membres du Directoire.

Parmi les nombreuses questions traitées par les institutions et organes européens avec lesquels la BCE entretient d'étroites relations, les évolutions suivantes sont considérées comme revêtant une importance particulière d'un point de vue économique et institutionnel.

### **1.1 L'évolution du cadre de la politique économique**

Au cours de la troisième année de la phase III de l'UEM, le cadre de politique économique, caractérisé par une répartition spécifique des responsabilités, des procédures multilatérales et des instruments communs de la politique économique, a continué d'être développé et affiné<sup>2</sup>. Une attention spéciale a été accordée à l'amélioration des Grandes orientations de

politique économique, en tant qu'instrument permettant d'orienter les décisions de politique économique dans les États membres, et aux améliorations des procédures et de la méthodologie du Pacte de stabilité et de croissance. De plus, on a davantage eu recours à la « méthode de coordination ouverte » adoptée par le Conseil européen de Lisbonne ; notamment, des indicateurs et des calendriers précis pour la réalisation et l'évaluation des avancées dans un nombre croissant de domaines ont été de plus en plus largement utilisés.

#### **Les Grandes orientations de politique économique pour 2001**

C'est lors de l'adoption des Grandes orientations de politique économique (GOPE), que la Communauté a appliqué pour la première fois la procédure mise en place par le Conseil européen de Lisbonne. En conséquence, les Grandes orientations de politique économique ont bénéficié d'apports d'un plus grand nombre d'instances du Conseil (Conseil Ecofin, mais aussi Travail et affaires sociales et Marché intérieur). De plus, comme le Conseil européen doit assumer un rôle phare d'orientation et de coordination pour la cohérence des Grandes orientations de politique économique et le suivi efficace de leur mise en œuvre, le Conseil européen, réuni à Stockholm en mars, a émis des recommandations sur les questions essentielles dont devaient traiter les Grandes orientations de politique économique pour 2001.

La Commission européenne a présenté un rapport complet sur la mise en œuvre des Grandes orientations de politique économique de l'année précédente. Les rapports d'évaluation de la Commission, rédigés conformément à l'article 99 (3) du Traité, fournissent un tableau précis et détaillé de l'état réel de la mise en œuvre des Grandes

<sup>2</sup> Un article intitulé Le cadre de la politique économique de l'UEM a été publié dans le numéro de novembre 2001 du Bulletin mensuel de la BCE.

orientations de politique économique. On peut ainsi mettre en évidence les succès tout comme les échecs et l'absence de progrès dans la mise en œuvre effective des Grandes orientations de politique économique et s'en servir comme base pour formuler de nouvelles orientations pour l'année suivante. Il importe d'exercer une surveillance étroite du respect des recommandations contenues dans ces Grandes orientations. En effet, aux termes de l'article 99 (4) du Traité, le Conseil Ecofin peut décider de publier une recommandation spécifique à l'intention d'un État membre en cas de manquement à ces Grandes orientations ou si la politique de cet État devait mettre en péril le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire. En 2002, le Conseil Ecofin a adopté sa première recommandation en vertu de cette disposition, destinée à garantir le respect des Grandes orientations de politique économique.

#### ***Le perfectionnement de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance***

Dans le cadre de l'UEM, les États membres se sont engagés, conformément à l'article 104 du Traité, à éviter les déficits excessifs. En outre, leurs politiques budgétaires sont encadrées par le Pacte de stabilité et de croissance. Selon les termes de ce dernier, les États membres de la zone euro soumettent chaque année au Conseil de l'UE et à la Commission européenne des programmes de stabilité qui fournissent les informations nécessaires à la surveillance multilatérale de leurs politiques budgétaires. Chaque État membre doit présenter, dans son programme de stabilité, l'objectif à moyen terme de sa politique budgétaire, qui doit être proche de l'équilibre ou en excédent, et l'orientation budgétaire retenue pour l'atteindre. De plus, il doit décrire les mesures de politique économique prises, ou envisagées, pour atteindre cet objectif, présenter ses principales hypothèses à propos des évolutions économiques attendues et analyser l'incidence qu'auraient des modifications de ces hypothèses sur les résultats budgétaires. Parallèlement, les États membres n'appartenant pas à la zone euro

présentent des programmes de convergence fournissant des informations comparables à celles des programmes de stabilité, ainsi que des informations sur leurs objectifs de politique monétaire à moyen terme. Les programmes de stabilité et de convergence sont examinés par le Conseil de l'UE, qui évalue la pertinence des objectifs, des hypothèses et des mesures qu'ils renferment, notamment pour éviter les déficits excessifs. En outre, le Conseil de l'UE évalue leur cohérence avec les orientations de politique économique.

En raison du rôle central des programmes de stabilité ou de convergence dans le processus de surveillance multilatérale, il importe que leur contenu soit pertinent et autorise les comparaisons entre les différents États membres. Le Comité monétaire (qui a été remplacé par le Comité économique et financier) l'avait reconnu en adoptant un Avis et un Code de conduite sur le contenu et la forme des programmes de stabilité ou de convergence, qui avaient été avalisés par le Conseil Ecofin le 12 octobre 1998. Le Code de conduite, qui sert de liste de contrôle aux États membres lorsque ceux-ci préparent leur programme de stabilité ou de convergence, fournit des directives précises quant aux informations à présenter en termes, entre autres, d'objectifs budgétaires, d'hypothèses sous-jacentes, de mesures de politique économique et d'analyse de sensibilité.

En 2001, le Comité économique et financier a procédé à l'examen de l'expérience acquise en matière d'évaluation des programmes de stabilité ou de convergence depuis l'adoption du Code de conduite. Il a estimé que, dans l'ensemble, le Code de conduite de 1998 avait contribué au bon fonctionnement des procédures mais que certaines améliorations pouvaient néanmoins être apportées. À cette fin, il a adopté un nouvel Avis et un nouveau Code de conduite. Ces deux dernières mesures ont été entérinées par le Conseil Ecofin lors de sa réunion du 10 juillet 2001. Le nouvel Avis et le nouveau Code de conduite amendent les précédents sur les points suivants.

- Premièrement, l'Avis et le Code de conduite révisés clarifient le rôle des Grandes orientations de politique économique par rapport au Pacte de stabilité et de croissance. L'accent est mis en particulier sur la cohérence entre les programmes de stabilité ou de convergence et les Grandes orientations de politique économique, ces dernières constituant la clef de voûte de la coordination des politiques économiques.
- Deuxièmement, l'Avis et le Code de conduite révisés jettent les bases d'une plus grande égalité de traitement entre les États membres. Par conséquent, le contenu et la forme des programmes de stabilité ou de convergence doivent être plus standardisés. Les États membres doivent respecter un minimum d'exigences en matière d'information, qui sont déterminées par le Comité économique et financier et annexées au Code de conduite. Dans la mesure du possible, les États membres sont priés d'utiliser des hypothèses communes en ce qui concerne l'environnement économique extérieur. De plus, les programmes de stabilité ou de convergence doivent être présentés plus tôt et dans un délai plus court que ce n'était le cas jusqu'à présent. De la sorte, le Conseil Ecofin devrait être en mesure d'examiner l'ensemble des programmes de stabilité ou de convergence en deux séances consécutives au plus.
- Enfin, dans leur nouvelle version, l'Avis et le Code de conduite tiennent compte des conclusions des Conseils européens de Lisbonne et de Stockholm en ce qui concerne la qualité des finances publiques et les incidences budgétaires du vieillissement de la population. En conséquence, à l'avenir, les programmes de stabilité ou de convergence devront présenter les mesures prises pour améliorer la qualité des finances publiques. Ils doivent également décrire les implications budgétaires à long terme du vieillissement de la population ainsi que la stratégie adoptée pour remédier à ce problème.

## 1.2 La réforme des marchés financiers

Depuis l'introduction de l'euro, une attention accrue a été accordée à la suppression des entraves subsistant à la création d'un véritable marché unique des services financiers, afin de pouvoir tirer pleinement profit de la monnaie unique. À Lisbonne, en mars 2000, les chefs d'État ou de gouvernement se sont fixé l'objectif ambitieux de faire de l'UE l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde. Afin de remplir cet objectif, il a été demandé, notamment, d'accélérer la réalisation du marché intérieur des services financiers. À cette fin, de nouvelles mesures ont été adoptées en 2001. En particulier, le Conseil européen de Stockholm a appelé à une mise en œuvre plus rapide du Plan d'action pour les services financiers et a approuvé le *Rapport Lamfalussy* sur les mesures visant à accélérer l'application des réglementations nécessaires à la création d'un marché européen des valeurs mobilières efficient.

### **Le Plan d'action pour les services financiers**

Le Conseil européen de Stockholm a appelé à la mise en œuvre intégrale du Plan d'action pour les services financiers d'ici 2005, afin d'éliminer les imperfections qui subsistent dans les marchés européens des services financiers. Ce projet essentiel, qui a été lancé en 1999, a ainsi reçu un appui plus important au niveau politique.

Le Plan d'action pour les services financiers fournit des orientations pour les mesures à prendre au niveau des marchés financiers, en identifiant les domaines où des progrès doivent être accomplis et en indiquant des lignes à suivre pour leur mise en œuvre. Les résultats sont régulièrement examinés par la Commission européenne, avec l'assistance du Groupe de la politique des services financiers, dans lequel la BCE est également représentée. Dans son cinquième rapport d'étape sur la mise en œuvre du plan d'action, publié en décembre 2001, la Commission a

estimé que des avancées importantes avaient été réalisées. Sur les quarante-deux mesures figurant dans le Plan d'action, vingt-cinq ont été adoptées depuis 1999 ou étaient sur le point de l'être. En 2001, le Conseil de l'UE et le Parlement européen ont adopté des actes juridiques relatifs au statut de la société européenne, au blanchiment et aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Parmi les dix-sept autres mesures du Plan d'action, six seulement étaient des propositions de type législatif qui devaient encore être présentées par la Commission. Celles-ci comprennent la révision du dispositif d'adéquation des fonds propres des banques et des entreprises d'investissement, ainsi que la directive sur les services d'investissement. Par conséquent, la responsabilité de la mise en œuvre rapide du Plan d'action incombe désormais essentiellement au Conseil de l'UE et au Parlement européen, qui doivent adopter la législation qui s'impose, sur la base des propositions de la Commission européenne. Dans ce contexte, un accord a été conclu en décembre 2001 au sein du Conseil de l'UE sur quatre propositions relatives à la fourniture à distance de services financiers, aux garanties financières, aux abus de marché et aux normes comptables internationales (IAS). Cependant, comme le souligne également le cinquième rapport d'étape de la Commission, des sujets de préoccupation subsistent. Ceux-ci sont en particulier liés à l'absence de progrès décisifs sur la directive relative aux fonds de retraite et sur la proposition de directive sur les OPA, qui a été rejetée par le Parlement européen après douze ans de négociation. C'est pourquoi, en dépit des progrès réalisés jusqu'à présent, des efforts plus substantiels doivent être consentis afin de respecter le calendrier du Plan d'action. À cette fin, la Commission a engagé un examen de mi-parcours en février 2002.

### **Le rapport Lamfalussy**

En souscrivant aux mesures avancées par le rapport du Comité des sages sur la réglementation des marchés européens des

valeurs mobilières, le Conseil européen de Stockholm a également souligné l'importance qu'il accordait à la réalisation rapide d'un marché des valeurs mobilières véritablement intégré (qui devrait être achevé pour 2003). Le Comité des sages présidé par M. Lamfalussy a été créé en juillet 2000 en vue d'examiner les moyens de parvenir à une approche plus efficace en matière de mise en œuvre des réglementations nécessaires à l'instauration d'un marché des valeurs mobilières efficient dans l'UE. Le *Rapport Lamfalussy*, publié en février 2001 après une large consultation à laquelle la BCE a également participé, a préconisé une approche à quatre niveaux pour l'adoption de réglementations des marchés des valeurs mobilières et le suivi de la manière dont elles sont mises en œuvre. Le rapport a, en outre, suggéré la mise en place de deux nouveaux comités, à savoir le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM), exerçant des fonctions à la fois réglementaires et consultatives, et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), investi d'un rôle consultatif. Dans ce contexte, l'approche à quatre niveaux pour l'adoption et le suivi de la mise en œuvre de la réglementation des marchés des valeurs mobilières est conçue comme suit. Au premier niveau, les principes clés de la législation doivent être fixés au moyen d'un ensemble de directives et de règlements ; à ce niveau, le CEVM assiste la Commission dans l'élaboration de ses propositions. Au deuxième niveau, la Commission adopte les mesures d'exécution avec l'aide du CEVM selon une procédure spécifique. Dans ce contexte, le CERVM donne à la Commission des conseils techniques pour l'élaboration de ses propositions. La fonction du troisième niveau est d'assurer une interprétation efficace et cohérente de la législation communautaire, cette tâche étant du ressort du CERVM. Enfin, au quatrième niveau, la Commission contrôle la façon dont les États membres se conforment à la législation communautaire.

Les deux comités ont été créés depuis l'adoption du *Rapport Lamfalussy* par le

Conseil européen de Stockholm. Le CEVM est composé de représentants des ministères des Finances des États membres et présidé par la Commission européenne. Le CERVM, organisme indépendant de la Commission, réunit les présidents des autorités publiques nationales de surveillance et de réglementation des valeurs mobilières. En septembre 2001, il a repris les activités et assure le secrétariat du Forum informel des commissions européennes de valeurs mobilières (FESCO). La BCE prend part aux réunions du CEVM en qualité d'observateur et peut être conviée aux réunions du CERVM « en tant que de besoin », ainsi que le prévoient les statuts de celui-ci.

La Commission a proposé deux nouvelles directives concernant les prospectus et les abus de marché<sup>3</sup>, qui doivent être adoptées et mises en œuvre selon les nouvelles règles. Conformément à l'article 105 (4) du Traité, la BCE a rendu des avis sur ces deux propositions les 18 et 22 novembre 2001, respectivement. Dans le premier avis relatif à la proposition de directive concernant les prospectus, la BCE a estimé que celle-ci constitue un moyen efficace de promouvoir l'intégration des marchés financiers européens. La proposition de directive améliorera l'accès au marché pour mobiliser

des capitaux dans l'UE et éliminera les obstacles qui subsistent à l'offre transfrontière de valeurs mobilières. Toutefois, la BCE a fait remarquer qu'un certain équilibre doit exister entre un niveau élevé de publicité et la nécessité d'une procédure d'émission efficace dont les coûts soient proportionnés à la taille de la société émettrice et au type de valeurs mobilières émis. Dans l'avis fourni sur la proposition de directive concernant les abus de marché, la BCE a accueilli favorablement cette contribution à l'établissement de normes cohérentes et solides, qui devrait encore améliorer l'intégrité des marchés financiers européens, renforcer la confiance des investisseurs et assurer un bon fonctionnement des marchés.

Le 5 février 2002, la Commission et le Parlement européen ont conclu un accord qui a résolu certaines questions institutionnelles liées à la procédure Lamfalussy, en particulier en ce qui concerne le rôle du Parlement européen dans l'adoption de la législation relative à sa mise en œuvre. Cet accord a supprimé le dernier obstacle à l'application de la procédure Lamfalussy dans le cadre de la nouvelle législation des marchés financiers, à laquelle les directives mentionnées plus haut relatives aux prospectus et aux abus de marché ressortissent.

## 2 Les questions multilatérales

Comme précédemment, l'Eurosystème a participé en 2001 aux activités des organisations et instances internationales en charge de questions monétaires, financières et économiques. Les dispositions pratiques relatives à la représentation et à la coopération internationales de la BCE, qui ont été présentées dans le *Rapport annuel 1999*, sont demeurées globalement inchangées. Les relations de travail avec plusieurs organisations et instances internationales ont été renforcées. En particulier, le FMI a établi un *Rapport sur le respect des codes et des normes* pour la zone euro, et l'OCDE a rédigé pour la première fois une *Étude économique de la zone euro* (cf. section 2.2). Les relations financières

avec le FMI ont été renforcées par la conclusion d'un accord de vente et d'achat de droits de tirage spéciaux (DTS) entre le FMI et la BCE, en tant que détenteur agréé, le 18 avril 2001. Cet accord permet au FMI de réaliser des opérations en DTS entre la BCE et d'autres détenteurs de DTS et contribue ainsi à la bonne gestion du département des DTS du FMI.

<sup>3</sup> Propositions de directives du Parlement européen et du Conseil présentées par la Commission, concernant (a) le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de celles-ci à la négociation, et (b) les délits d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

## **2.1 Les surveillances multilatérale et bilatérale des politiques macroéconomiques**

L'Eurosystème participe régulièrement à des examens mutuels (surveillance multilatérale) et à des consultations avec des institutions internationales (surveillance bilatérale) portant sur les évolutions et politiques monétaires, financières et économiques, dans la mesure où ces examens renforcent sa capacité à analyser l'incidence des évolutions extérieures sur les variables de la zone euro. Ces procédures n'impliquent pas de coordination internationale *a priori* de la politique monétaire unique avec les politiques menées par les pays ne faisant pas partie de la zone euro. Une telle coordination, qui irait au-delà des consultations et échanges de vues réguliers entre les principaux responsables de la politique économique, serait incompatible avec la mission de l'Eurosystème, qui est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, ainsi qu'avec son indépendance.

### **La surveillance multilatérale**

La BCE a participé à des échanges d'informations et de vues avec d'autres autorités dans le cadre d'organisations et d'instances multilatérales. Des réunions régulières consacrées aux évolutions et aux politiques monétaires, économiques et financières dans les principales zones économiques ont contribué, entre autres, à clarifier les vues sur les politiques menées dans la zone euro et les effets des évolutions extérieures sur l'économie de la zone euro. Certaines réunions ont été préparées au niveau de l'UE, entre autres par le Comité économique et financier.

En 2001, plusieurs réunions internationales ont permis de procéder à ces échanges multilatéraux. Le président de la BCE, conjointement avec la présidence de l'Eurogroupe, a représenté la zone euro aux sessions consacrées aux questions de surveillance et des taux de change lors des réunions des ministres des Finances et des

gouverneurs de banque centrale du G7. Le président de la BCE a également participé aux discussions portant sur la situation de l'économie mondiale au sein d'autres instances informelles, comme les réunions des ministres et gouverneurs du G10 et du G20.

L'observateur de la BCE a participé aux examens réguliers, par le Conseil d'administration du FMI, de l'évolution de l'économie et des marchés dans le monde ainsi qu'aux discussions, par le Conseil d'administration du FMI, des « Perspectives économiques mondiales » (mai, octobre et décembre 2001).

La BCE a participé au Comité de politique économique de l'OCDE, qui a examiné les perspectives mondiales à un horizon rapproché et les impératifs de politique économique à court terme, contribuant ainsi à l'élaboration des Perspectives économiques de l'OCDE (juin et novembre 2001). En outre, le Comité de politique économique a examiné les politiques économiques destinées à stimuler la croissance et a étudié les implications, pour la politique économique, des tendances en matière d'épargne et d'investissement. La BCE a également participé à des réunions de sous-comités et groupes de travail du CPE.

### **La surveillance bilatérale**

L'Eurosystème a contribué aux examens bilatéraux des politiques monétaires, financières et économiques avec le FMI et l'OCDE. En 2001, les services du FMI ont préparé deux rapports au titre de l'article IV sur les politiques monétaire et de change de la zone euro, qui ont complété les consultations nationales dans d'autres domaines, en particulier les domaines budgétaire et structurel. Le premier rapport a été transmis pour information au Conseil d'administration du FMI et a été publié en avril 2001. Le second rapport a été examiné par le Conseil d'administration du FMI et a été publié en novembre 2001, parallèlement à une note d'information publique résumant l'évaluation

## Encadré 9

### Le Rapport sur le respect des codes et normes dans la zone euro

À la demande de la BCE, le FMI a préparé un Rapport sur le respect des normes et des codes sur certains codes et principes fondamentaux dans la zone euro (novembre 2001). La participation à la rédaction de ce Rapport a reflété l'engagement de la BCE et de l'Eurosystème à respecter les codes et normes internationaux, ainsi que leur soutien aux efforts des institutions financières internationales pour encourager le respect des meilleures pratiques. Elle devrait également être considérée comme un complément au Rapport sur le respect des normes et des codes ou aux modules du Programme d'évaluation du secteur financier préparés pour les différents États membres de la zone euro.

Le Rapport sur le respect des normes et des codes a évalué la transparence de la politique monétaire et la surveillance des systèmes de paiement, sur la base du Code de bonnes conduites du FMI pour la transparence des politiques monétaire et financière, ainsi que la conformité des deux principaux systèmes de paiement de la zone euro, *Target* et Euro1, aux Principes fondamentaux relatifs aux systèmes de paiement importants sur le plan systémique du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement. Les services du FMI ont estimé que l'Eurosystème avait atteint un degré très élevé de conformité avec les principes de transparence applicables à la politique monétaire et à la surveillance des systèmes de paiement. Ils ont jugé que la BCE a mis en place un vaste programme de publications et de relations publiques, dans le cadre duquel elle fournit des informations très complètes sur ses politiques, ses procédures et ses pratiques. En particulier, les services du FMI ont considéré que le *Bulletin mensuel* et les déclarations publiques qui accompagnent régulièrement les décisions de politique monétaire permettent de communiquer l'orientation de la politique monétaire au public de manière transparente et en temps voulu. Toutefois, les services du FMI ont jugé que des améliorations pouvaient être apportées dans certains domaines. En particulier, pour répondre aux exigences de la Norme spéciale de diffusion des données du FMI relative à la diffusion à l'avance des calendriers de publication des statistiques monétaires, les services du FMI ont préconisé une extension d'un mois de la publication à l'avance des dates de diffusion. La BCE se conforme à cette recommandation depuis septembre 2001. Les services du FMI ont également estimé que des éclaircissements supplémentaires à propos de la répartition des responsabilités en matière de politique de change pourraient être utiles. Enfin, le FMI a préconisé certaines améliorations en ce qui concerne les pratiques d'information pour certaines fonctions exercées par les BCN.

En ce qui concerne les systèmes de paiement, le Rapport sur le respect des normes et des codes a conclu que Euro1 respecte intégralement l'ensemble des principes fondamentaux. Le rapport estime que le système *Target* satisfait presque entièrement à ces principes fondamentaux et le juge efficace pour les transferts de fonds à travers l'UE, contribuant ainsi à la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire dans la zone euro. Cependant, le FMI a estimé qu'il existait certaines possibilités d'améliorations, notamment du point de vue de la fiabilité opérationnelle, de l'évaluation des risques, des procédures de consultation, de l'efficacité et de la gestion (cf. section 2 du chapitre VII).

du Conseil d'administration du FMI<sup>4</sup>. Les administrateurs du FMI ont noté que, face à un ralentissement mondial synchronisé, l'activité économique de la zone euro s'est montrée moins résistante que prévu, mais que les données macroéconomiques fondamentales restent saines en l'absence de tout déséquilibre important. Pour ce qui concerne la politique monétaire, ils ont noté que les risques pesant sur la stabilité des prix se dissipaient et que la BCE avait annulé de manière appropriée une large part

du resserrement monétaire qu'elle avait orchestré en 2000. Ils « se sont félicités de la prompte réaction de la BCE, agissant conjointement avec le Système fédéral de réserve américain et d'autres banques centrales, pour restaurer la confiance et assurer des conditions de liquidité suffisantes au système bancaire après les événements du 11 septembre ». L'orientation à moyen terme du Pacte de stabilité et de croissance a été

<sup>4</sup> Cf. site FMI : <http://www.imf.org>



approuvée en tant que contribution à la confiance dans une politique budgétaire saine. Pour relever le potentiel de croissance de la zone euro, de nouvelles réformes structurelles ont été préconisées, en particulier sur le marché du travail. En outre, en novembre 2001, le FMI a publié des documents d'information, élaborés par ses services, relatifs à des questions touchant la zone euro, comme le premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE, l'effet de chocs extérieurs sur l'inflation dans la zone euro, le taux de change de l'euro et l'estimation de la production potentielle.

Dans le contexte de la consultation au titre de l'article IV, le FMI a également préparé un *Rapport sur le respect des codes et des normes* (cf. encadré 9).

L'OCDE a publié sa première étude sur les *Évolutions économiques de la zone euro* en avril 2001. Cette étude s'est notamment appuyée sur les travaux d'une mission de l'OCDE à la BCE. Le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE (*Economic and Development Review Committee of the OECD*), au sein duquel la Communauté européenne a été représentée conjointement par la présidence de l'Eurogroupe, la Commission européenne et la BCE, a été chargé de finaliser cette étude. Ce document souligne que les évolutions extérieures ont suscité des inquiétudes au sujet des perspectives macroéconomiques dans la zone euro, bien que celle-ci soit en meilleure position pour résister à ces chocs extérieurs que ne l'étaient précédemment les pays qui la composent. S'agissant de la politique monétaire, l'étude a examiné les conditions monétaires et a jugé qu'elles étaient restées relativement accommodantes. L'étude a également passé en revue plusieurs aspects du cadre de la politique monétaire, y compris la publication des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème.

## **2.2 Le suivi des évolutions des marchés financiers internationaux**

### ***La stabilité des marchés financiers internationaux***

Étant donné que l'Eurosystème doit, conformément au *Traité*, contribuer à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier, la BCE a continué de porter, en 2001, une attention particulière aux travaux entrepris au sein des institutions et instances financières internationales chargées des évolutions sur les marchés financiers internationaux. La BCE a participé au suivi régulier de l'évolution des marchés réalisé par le Forum sur la stabilité financière, qui permet des échanges de vue sur les faiblesses des systèmes financiers nationaux et internationaux. De même, elle a participé aux travaux du Comité sur le système financier mondial, chargé d'identifier les sources potentielles de faiblesses et d'évaluer les changements qui se produisent dans la structure opérationnelle des marchés financiers. À l'OCDE, la BCE a aussi pris part, comme les années précédentes, aux examens des évolutions structurelles des marchés financiers internationaux menés par le Comité des marchés financiers. Le FMI a étudié les évolutions des marchés financiers dans le *Rapport sur les marchés internationaux des capitaux* (août 2001). Lors de la préparation de ce rapport, une équipe du FMI s'est rendue à la BCE pour suivre les évolutions récentes survenues sur les marchés européens des capitaux ; une attention spéciale a été accordée à l'intégration financière et aux politiques destinées à garantir la stabilité financière.

### ***Les initiatives spécifiques destinées à améliorer la stabilité financière***

Plusieurs organisations et instances internationales, auxquelles la BCE participe, se sont penchées sur des questions spécifiques ayant trait au fonctionnement

des marchés financiers internationaux. Une attention toute particulière a été portée aux initiatives de lutte contre le blanchiment et aux mesures visant à lutter contre le financement des activités terroristes, particulièrement à la suite des événements du 11 septembre 2001.

La BCE a pris part à plusieurs comités fonctionnant sous l'égide des gouverneurs de banque centrale des pays du G10. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a poursuivi la révision approfondie des règles d'adéquation des fonds propres (un examen plus détaillé des modifications des règles d'adéquation des fonds propres est fourni au chapitre VIII). Le Comité sur le système financier mondial a analysé le financement de la nouvelle économie, passé en revue les conditions de liquidité du marché et examiné les récentes mutations des principaux marchés de titres à revenu fixe. Les délégués du G10 préparent deux études : l'une, sur les fondements juridiques des marchés financiers afin d'améliorer leur résistance en période de turbulences financières, l'autre, sur les déterminants microéconomiques des évolutions des prix des actifs. La BCE a également participé au travail du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, présidé par un membre du Directoire de la BCE, et à celui du Comité sur l'or et les changes.

Le Forum de stabilité financière (FSF) a passé en revue les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations qu'il avait formulées en 2000 afin de répondre aux préoccupations que peuvent susciter les institutions à fort effet de levier. Des avancées ont été enregistrées dans le renforcement de la gestion des risques de contrepartie et de la surveillance réglementaire, ainsi que dans la diffusion d'informations aux fournisseurs de crédit par les institutions à fort effet de levier. Le FSF s'est en outre penché sur les actions entreprises à ce jour pour répondre aux problèmes suscités par les centres financiers extraterritoriaux, et a encouragé ces derniers à améliorer leurs pratiques en matière de contrôle et de coopération, notamment en participant au programme d'évaluation lancé par le FMI. Enfin, le FSF a achevé l'élaboration

de sa recommandation internationale relative aux systèmes d'assurance des dépôts.

### **2.3 L'architecture du système monétaire et financier international**

L'Eurosystème a contribué à la poursuite des travaux d'élaboration des mesures visant à améliorer la stabilité globale du système monétaire et financier international. Ces contributions ont été apportées soit par la participation directe aux institutions et instances internationales concernées soit par la collaboration aux travaux menés au niveau européen, notamment au sein du CEF. Dans ce contexte, l'Eurosystème a suivi avec attention l'évolution de régions et de pays déterminés.

#### ***L'équilibre des politiques économiques nationales***

Une attention particulière a été accordée à la stabilité des systèmes financiers nationaux et à l'application de normes et de codes. Le FMI et la Banque mondiale ont poursuivi de façon conjointe la mise en œuvre de leur programme d'évaluation du secteur financier (PESF), qui permet d'évaluer les secteurs financiers de chaque pays membre du FMI et d'identifier leurs faiblesses éventuelles. En outre, le FMI a surveillé le respect des normes et des codes internationaux en préparant des rapports sur le respect de ceux-ci (ROSC) pour un certain nombre de pays membres. Dans le cadre d'un accord passé avec le FMI, la BCE a fourni une expertise technique pour des missions effectuées au titre du PESF et des ROSC en 2001, dans le cadre d'un accord passé avec le FMI.

Le caractère équilibré des politiques économiques va au-delà du domaine macroéconomique traditionnel et recouvre, entre autres, la gestion prudente des réserves de change, une libéralisation progressive des mouvements de capitaux et une politique de change appropriée. Le FMI a élaboré des orientations relatives à la gestion des réserves de change (septembre 2001), qui ne

constituent pas un ensemble de principes contraignants, mais sont plutôt destinées à aider les gestionnaires de réserves officielles de change à renforcer le cadre de leur prise de décision, afin d'accroître la capacité de leur pays à résister aux perturbations des marchés de capitaux. L'Eurosysteme a pris une part active à l'élaboration de ces directives, en s'appuyant sur sa propre expérience de la gestion des réserves de change.

Les organisations et instances internationales ont également accordé une attention particulière à la libéralisation ordonnée des mouvements de capitaux. L'Eurosysteme considère que la libéralisation des mouvements de capitaux est intrinsèquement bénéfique, à condition qu'elle soit préparée avec soin et qu'elle s'effectue parallèlement au développement de secteurs financiers nationaux solides. En particulier, la libéralisation devrait commencer par la partie la moins volatile des flux de capitaux, c'est-à-dire les flux à long terme tels que les investissements directs étrangers. En outre, les systèmes financiers nationaux doivent être suffisamment solides avant que les restrictions aux flux de capitaux ne soient entièrement levées. L'Eurosysteme met également l'accent sur le fait que, pour certains pays, l'intégration économique régionale peut fournir un élan à l'ouverture des mouvements de capitaux.

Relativement au choix du régime de change approprié, l'Eurosysteme a insisté sur le fait que l'objectif de tout régime de change est de favoriser les résultats économiques et financiers, en contribuant à la stabilité des prix et à des relations financières et commerciales harmonieuses avec le reste du monde. Étant donné la grande diversité des économies, il n'existe aucun régime de change qui soit adapté en permanence à un pays, non plus qu'il n'existe de régime susceptible de convenir à tous les pays. Vu l'interaction entre la politique de change et d'autres composantes des cadres généraux de la politique économique des différents pays, les responsables doivent veiller à ce que la politique de change et les conditions sous-jacentes, notamment le degré de libéralisation

des mouvements de capitaux, restent cohérentes à terme. Cette interaction signifie également que tous les régimes de change peuvent être sujets à des révisions, en raison des modifications de facteurs spécifiques à chaque pays ou extérieurs. Pour ce dernier aspect, une attention particulière doit être accordée aux liens commerciaux régionaux et aux liens financiers entre certains pays, qui sont susceptibles, sous certaines conditions, d'influencer le choix du type de régime, sa soutenabilité, la nécessité d'un changement, ainsi que la facilité de ce changement.

### **La coopération régionale**

La surveillance internationale est de plus en plus axée sur les évolutions et les questions régionales, comme le choix des régimes de change dans un contexte régional et la recherche de formes de coopération régionale en matière de politique monétaire. Dans ce contexte, la BCE a suivi attentivement les processus d'intégration régionale en dehors de la zone euro, en mettant l'accent sur des questions telles que les régimes de change, la libéralisation des mouvements de capitaux et la coopération financière (à l'instar de l'« initiative de Chiang Mai », au sein du groupe des nations de l'ASEAN + 3). La BCE participe également activement à plusieurs initiatives de coopération avec l'Asie et l'Amérique latine. En particulier, le vice-président de la BCE a participé à la troisième réunion des ministres des Finances du Forum Asie-Europe, qui s'est déroulée en janvier 2001 à Kobe au Japon. À cette occasion, il a été convenu notamment de promouvoir une coopération dans le domaine de la recherche entre l'Asie et l'Europe en lançant un projet commun, dénommé *Projet de recherche de Kobe*. La BCE contribue activement à ce projet en préparant un séminaire sur *La coopération économique, financière et monétaire régionale : les expériences européenne et asiatique*, qu'elle accueillera en 2002. La BCE a en outre renforcé ses relations avec les pays d'Amérique latine, en particulier par la préparation, en collaboration avec la Banque

d'Espagne, du séminaire de l'Eurosystème sur l'intégration régionale en Amérique latine, qui doit également se tenir en 2002.

### **La gestion des crises financières**

Dans le domaine de la gestion des crises, la BCE a contribué aux travaux menés par la communauté internationale, notamment par l'intermédiaire du CEF. Ces contributions ont reposé, dans une large mesure, sur le suivi et l'évaluation permanents des mesures de financement et d'ajustement internationales ainsi que du rôle joué par le secteur privé dans les économies émergentes d'importance systémique, comme l'Argentine et la Turquie.

La poursuite des travaux sur les mesures visant à impliquer le secteur privé dans la prévention et le règlement des crises financières, qui ont été entrepris par le FMI, le G7 et d'autres organisations internationales revêt une importance particulière. Dans le cadre de sa contribution à ces travaux, l'Eurosystème a insisté sur la nécessité de règles claires définissant les responsabilités respectives des secteurs privé et public dans la résolution des crises. Des progrès doivent encore être accomplis afin de mieux définir les rôles respectifs des fonds privés et publics, et de développer des procédures de mise en œuvre efficaces. À cet égard, l'Eurosystème a participé à l'établissement de principes établis d'un commun accord pour régir la participation du secteur privé, et il reste impliqué dans l'évaluation de la mise en œuvre de ces principes.

L'Eurosystème s'est également intéressé à la révision générale, par le FMI, de la conditionnalité attachée aux mesures de financement. Les objectifs fondamentaux de cette révision étaient de rendre la conditionnalité plus efficace, efficiente et ciblée, sans l'affaiblir. Le FMI a décidé que les conditions devaient être axées sur les réformes de la politique économique, qui sont essentielles pour aider les pays à résoudre leurs difficultés de balance des paiements. En revanche, les mesures structurelles qui sont

pertinentes, mais ne revêtent pas une importance essentielle, devraient passer au second plan. Une conditionnalité plus ciblée exige également un renforcement de la collaboration entre le FMI et la Banque mondiale.

### **2.4 Le rôle international de l'euro**

Le rôle international de l'euro, qui se classe au deuxième rang mondial des devises les plus largement utilisées, est et sera essentiellement déterminé par le marché. La libéralisation et la mondialisation croissantes des marchés de capitaux limiteront fortement toute incidence directe que les responsables de la politique économique pourraient avoir sur cette utilisation. L'internationalisation de l'euro ne constitue dès lors pas, en soi, un objectif de l'Eurosystème. Indirectement, toutefois, les politiques publiques européennes peuvent influencer cette évolution, car les opérateurs de marché en tiendront compte dans le choix de la monnaie du libellé de leurs engagements et de facturation de leurs opérations de commerce extérieur ou dans la ventilation de leurs portefeuilles entre différentes devises. Par exemple, les politiques privilégiant la stabilité ainsi que les efforts visant à promouvoir un marché de capitaux efficient et totalement intégré tant pour les avoirs que pour les engagements libellés en euros sont susceptibles, s'ils portent leurs fruits, de renforcer l'attrait de l'euro pour les emprunteurs et les investisseurs internationaux, ce qui accroîtra son rôle de réserve de valeur.

En ce qui concerne l'utilisation internationale de l'euro, les données disponibles sont les suivantes : en tant que monnaie de financement, la part des émissions internationales d'instruments du marché monétaire en euros a considérablement progressé en termes bruts entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2001, essentiellement sous l'effet d'une hausse de la liquidité résultant de la création d'un marché monétaire intégré en euros. En moyenne, la part des anciennes

monnaies nationales de la zone euro dans les émissions du marché monétaire par des non-résidents n'était que de 8,5 % entre 1994 et 1998, contre 77 % pour le dollar des États-Unis et 4,5 % pour le yen japonais ; depuis, la part de l'euro a atteint en moyenne 24 % entre début 1999 et fin juin 2001, contre 60 % pour le dollar des États-Unis et 3 % pour le yen japonais. Une progression similaire des émissions internationales d'obligations et de titres assimilés en euros a été enregistrée. La part moyenne des anciennes monnaies nationales de la zone euro dans les émissions obligataires par des non-résidents de la zone n'était que de 18 % entre 1994 et 1998, contre 42 % pour le dollar des États-Unis et 25 % pour le yen japonais ; depuis, la part de l'euro dans les émissions obligataires internationales a sensiblement augmenté entre début 1999 et fin juin 2001, pour atteindre 31 %, contre 36 % pour le dollar des États-Unis et 18 % pour le yen japonais.

En tant que monnaie de placement, la part des titres de créance libellés en euros dans les portefeuilles des principaux gestionnaires d'actifs internationaux était estimée à 28 % fin septembre 2001 (dollar des États-Unis 49 %, yen japonais 16 %). Dans le même temps, les portefeuilles d'actions de la zone euro représentaient 25 % du total (États-Unis 50 %, Japon 10 %).

### 3 Les questions bilatérales

En 2001, l'Eurosystème a continué d'approfondir ses relations de travail avec les banques centrales de pays extérieurs à l'UE. En particulier, le dialogue avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion à l'UE, qui comprend aussi le suivi des évolutions économiques et institutionnelles dans ces pays<sup>6</sup>, a été renforcé, au niveau technique comme au niveau décisionnel. Parallèlement, l'Eurosystème a également contribué au « dialogue économique » établi en 2001 entre l'Union européenne et les pays candidats à l'adhésion. En outre, l'Eurosystème a pris part à de nombreuses

S'agissant de l'utilisation de l'euro comme monnaie de transaction sur les marchés de change, la dernière enquête triennale de la BRI indique qu'en avril 2001, l'euro représentait 38 % des transactions de change « nettes-nettes » (dollar des États-Unis 90 %, yen japonais 23 %)<sup>5</sup>. Même si l'euro ne joue pas un rôle comparable à celui du dollar américain à l'échelle internationale, il a hérité du rôle des monnaies nationales de la zone (principalement, le mark allemand) à l'échelon régional, en particulier en Europe de l'Est.

Enfin, en ce qui concerne l'utilisation officielle de l'euro, plus de cinquante pays hors zone euro ont actuellement un régime de change impliquant un ancrage externe dans lequel l'euro joue un rôle. En qualité de monnaie de réserve, l'euro constituait à fin 2000 12,7 % des réserves de change mondiales, contre 68,2 % pour le dollar des États-Unis et 5,3 % pour le yen japonais. Ce niveau est comparable à celui enregistré par les anciennes monnaies nationales de la zone euro (mark allemand, franc français et florin néerlandais principalement) avant l'introduction de la monnaie européenne, ce qui signifie qu'il n'y a pas eu de réallocation des réserves officielles au détriment du dollar des États-Unis. L'utilisation officielle du dollar des États-Unis et de l'euro tend à varier considérablement en fonction de la zone géographique.

activités en collaboration avec les banques centrales des pays candidats, et traité un large éventail de questions relatives aux banques centrales. Enfin, la BCE a intensifié ses relations de travail avec des banques centrales d'autres pays proches ou d'économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine.

5 Comme chaque transaction comporte un couple de monnaies, le total des parts atteint 200 % et non 100 %. Les chiffres reflètent un volume d'activité en données « nettes-nettes », c'est-à-dire corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontière).

6 Douze pays sont actuellement en négociation en vue de leur adhésion à l'UE : la Bulgarie, Chypre, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovénie.

### **3.1 Le processus d'adhésion à l'UE : plusieurs questions clés de politique économique ont été identifiées par l'Eurosystème**

Le processus d'adhésion est entré dans une nouvelle dynamique dans le courant 2001. L'Eurosystème a analysé les principales questions macroéconomiques en rapport avec le processus d'adhésion : cinq questions ont fait l'objet d'une attention particulière, à savoir les évolutions des prix, les stratégies de politique monétaire et de change, la convergence réelle, la structure et le fonctionnement des secteurs bancaire et financier et la libéralisation des mouvements de capitaux. En outre, l'Eurosystème a arrêté plusieurs prises de positions en ce qui concerne le processus d'adhésion à l'UE (cf. encadré 10).

#### **Les évolutions des prix**

Au cours des dernières années, la plupart des pays candidats ont accompli de remarquables progrès dans la lutte contre l'inflation et le rythme de la hausse des prix est revenu en moyenne à 6 % environ à fin 2001, sauf en Roumanie, où le taux d'inflation est supérieur à 30 %. L'effet « Balassa-Samuelson »<sup>7</sup> a souvent été avancé comme une des principales causes des écarts d'inflation actuels entre ces pays et la zone euro. Toutefois, un examen plus approfondi fait apparaître que cet effet n'explique pas à lui seul la persistance de ces écarts d'inflation par rapport à la zone euro. En effet, la poursuite de la désinflation est rendue plus difficile, par, notamment, l'incidence inflationniste du processus de transition en cours et de facteurs liés à la convergence, tels que la libéralisation des prix et les privatisations. Abstraction faite des facteurs liés à la transition économique et à la convergence, les écarts d'inflation par rapport à la zone euro sont aussi imputables à des politiques budgétaires et salariales plus expansionnistes dans certains pays.

#### **Les stratégies de politique monétaire et de change**

Au cours des dernières années, les pays candidats à l'adhésion ont mené des stratégies de politique monétaire et de change très différentes. Alors que les pays baltes et la Bulgarie ont maintenu leur rattachement à une devise de référence ou conservé leur régime de caisse d'émission (*currency board*) et que la Roumanie a poursuivi sa politique de flottement contrôlé, les pays d'Europe centrale et orientale se sont graduellement orientés vers des dispositifs de change plus souples, qui leur ont permis de se consacrer davantage à la lutte contre l'inflation intérieure, en partie grâce à une appréciation en termes nominaux. En dépit de cette diversité, l'importance de l'euro comme principale devise de référence dans les régimes de change fixe ou de flottement contrôlé s'est constamment accrue au cours de la période considérée. En 2001, la Lituanie a annoncé que sa monnaie, le litas, serait rattachée à l'euro et non plus au dollar à partir du 2 février 2002. En outre, Chypre et la Hongrie ont décidé de suivre le MCE II avec une marge de fluctuation de  $\pm 15$  % et d'ancrer les anticipations de change dès la phase de pré-adhésion, en vue de leur participation au MCE II ; ceci est une exigence du Traité pour l'adoption définitive de l'euro.

#### **La convergence réelle**

La croissance du PIB en volume dans les pays candidats ayant probablement été de quelque 2,9 % en moyenne en 2001, selon le FMI, l'écart de croissance par rapport à la zone euro est resté limité. Cependant, il subsiste un écart considérable entre le PIB moyen par

7 L'effet « Balassa-Samuelson » se produit si la croissance de la productivité est plus rapide dans les secteurs exposés que dans les secteurs abrités, entraînant une hausse du prix relatif des biens produits par ces derniers. Une augmentation de la productivité dans les secteurs exposés aura tendance à tirer les salaires vers le haut dans ces secteurs et, dans un contexte de mobilité de main d'œuvre, fera monter les salaires dans les secteurs abrités. Dans la mesure où cette dernière hausse ne s'accompagne pas d'une augmentation de la productivité, elle conduira à une dérive des coûts et donc des prix des biens ne faisant pas l'objet d'un échange.

habitant, mesure la plus facilement quantifiable de la convergence réelle, dans les pays candidats et dans la zone euro. Effectivement, en 2000, les niveaux de revenu dans les pays candidats représentaient 44 % de la moyenne de l'UE en termes de parités de pouvoir d'achat et seulement 22 % en termes de taux de change courants. Une forte disparité existe entre les pays candidats, dont les statistiques de PIB par habitant observées en 2000 variaient de 24 % à 82 % de la moyenne de l'UE en termes de parités de pouvoir d'achat et de 7 % à 63 % en termes de taux de change courants. L'importance des écarts de revenus, ainsi que la faiblesse des différentiels de croissance augurent d'un processus de convergence réelle très graduel et susceptible de s'étendre bien au-delà des dates envisagées pour l'adhésion.

#### **Le secteur bancaire et financier**

Les pays candidats à l'adhésion ont réalisé, au cours de la dernière décennie, d'importants progrès dans la mise en place de secteurs financiers sains et disposant d'une capitalisation suffisante même si un certain nombre de questions transitoires, qui devraient être suivies attentivement, subsistent. Les secteurs bancaires ont été considérablement renforcés grâce à des privatisations à grande échelle de banques publiques et à une large ouverture du capital aux investisseurs étrangers, qui détiennent en moyenne désormais plus de 60 % des actifs

bancaires dans ces pays. Cette évolution a apporté au secteur bancaire une expertise et des capitaux et permis d'importants gains en termes d'efficacité et de stabilité financière. Dans les pays candidats à l'adhésion, le secteur bancaire joue un rôle prépondérant au sein du secteur financier. Bien que le financement du secteur public par le marché des titres de créance ait beaucoup progressé dans certains pays et que les investisseurs non bancaires, locaux et étrangers, occupent une place importante et croissante, le marché financier ne joue généralement qu'un rôle encore limité. En outre, le degré d'intermédiation financière reste relativement faible : le rapport entre les actifs bancaires et le PIB, de même que le rapport entre les crédits et le PIB se situent bien au-dessous de ceux qui sont observés dans la zone euro, à savoir respectivement un quart et un tiers en moyenne. De plus, par rapport au canal du taux de change, les canaux des taux d'intérêt et du crédit jouent un rôle relativement faible dans la transmission des impulsions de la politique monétaire.

#### **La libéralisation des mouvements de capitaux**

Tous les pays candidats à l'adhésion doivent avoir réalisé la libéralisation totale des mouvements de capitaux, élément de l'acquis communautaire, au moment de leur entrée dans l'UE, sauf s'il a été convenu de périodes transitoires au cours des négociations. Pour l'instant, seuls quelques pays ont demandé des

### **Encadré 10**

#### **Synthèse des principales positions de l'Eurosystème en ce qui concerne l'adhésion**

- **L'évolution de l'inflation.** Le critère de convergence des taux d'inflation ne doit pas être modifié pour tenir compte de l'effet « Balassa-Samuelson » ou d'autres facteurs qui agissent sur les évolutions des prix dans les pays candidats à l'adhésion, de façon à garantir, entre autres, l'égalité de traitement avec les pays participant déjà à l'euro. Si le maintien de la hausse des prix au niveau le plus bas possible est une nécessité pour tous les pays, afin d'établir les fondements de la stabilité économique et d'une croissance durable, le respect du critère de Maastricht sur l'inflation pourrait, à ce stade, être en contradiction avec les changements structurels liés à la convergence réelle.
- **La convergence réelle et nominale.** La convergence réelle et la convergence nominale doivent être considérées comme complémentaires et poursuivies en parallèle. La convergence réelle peut renforcer le processus de convergence nominale, étant donné que les réformes structurelles sont susceptibles d'accroître

le potentiel de croissance et la flexibilité des marchés. De même, la convergence nominale contribue, en ancrant les anticipations d'inflation, à la convergence réelle.

- **Les stratégies de politique monétaire et de change.** Dans la phase qui précède l'adhésion, une stratégie unique de change n'est pas imposée, mais un rapprochement de plus en plus étroit vis-à-vis de l'euro appuierait le renforcement du processus d'intégration économique et financière avec la zone euro. Toutefois, l'adoption unilatérale de l'euro comme devise ayant cours légal (l'« euroïsation ») serait incompatible avec l'esprit et le cadre multilatéral de l'Union monétaire. Après l'adhésion, le MCE II ne doit pas être considéré comme une simple « salle d'attente » avant l'adoption de l'euro, mais comme un cadre constructif permettant aux pays candidats de se préparer à l'Union monétaire et d'approfondir les convergences réelle et nominale. Des caisses d'émission ancrées sur l'euro peuvent être considérées comme compatibles avec le MCE II, mais nécessitent une évaluation au cas par cas.
- **La libéralisation des mouvements de capitaux.** D'importants flux de capitaux et une restructuration incomplète des secteurs financiers signifient que le rythme et les phases successives d'une nouvelle libéralisation de ces mouvements doivent être étayés par des politiques macroéconomique et structurelle cohérentes. À mesure que les pays candidats progressent vers une libéralisation complète, le principal défi de la politique économique est de réduire la vulnérabilité des économies à des mouvements de capitaux de plus en plus instables, en accélérant le rythme économique des réformes structurelles tant dans le secteur financier que non financier et en renforçant le contrôle.
- **La structure et le fonctionnement du secteur financier.** Les pays candidats à l'adhésion doivent mettre en place la législation en matière bancaire et financière relevant de l'acquis communautaire, y compris en ce qui concerne le blanchiment des capitaux. Ils doivent également disposer des éléments nécessaires à un fonctionnement des marchés financiers et des systèmes de paiement conformes aux normes de la zone euro. Ils doivent aussi mettre en œuvre des mécanismes de contrôle des risques et de gestion des crises dans les institutions financières et bancaires. Dans les pays où le contrôle bancaire ne relève pas de la banque centrale, un rapprochement avec celle-ci est une exigence minimale.
- **La politique budgétaire.** Pendant la période de préparation à l'accession à l'UE, les autorités doivent se préparer à concilier des dépenses publiques plus élevées et des recettes éventuellement plus faibles, en liaison avec les processus de transition et d'adhésion, sans compromettre les progrès réalisés dans l'assainissement budgétaire. Revenir sur les acquis en matière de finances publiques entrerait en conflit avec d'autres objectifs de la politique économique, en particulier la poursuite de la désinflation.
- **L'acquis communautaire et l'indépendance de la banque centrale.** La mise en œuvre effective de l'acquis communautaire n'est pas seulement une exigence juridique préalable pour l'entrée dans l'UE, elle implique aussi la transformation des pays candidats en économies de marché à part entière, ce qui devrait faciliter leur intégration dans l'UE et, ultérieurement, dans la zone euro. Dans ce contexte, il conviendra de s'assurer qu'il n'y a pas de divergence entre le statut formel de la banque centrale dans la législation et l'application de cette législation.
- **La disponibilité des statistiques.** Les pays candidats à l'adhésion doivent poursuivre leurs efforts pour amener leurs appareils statistiques au niveau des normes de l'UE, la disponibilité en temps voulu de statistiques fiables étant essentielle pour prendre les décisions appropriées (et, en dernière analyse, pour l'évaluation des critères de Maastricht).



régimes transitoires et ceux-ci touchent des domaines qui ne sont que d'un intérêt limité pour la politique monétaire (par exemple, les achats immobiliers). La libéralisation des mouvements de capitaux a progressé dans plusieurs pays en 2001. De nombreux pays candidats à l'adhésion ont déjà atteint un niveau élevé de libéralisation. Toutefois, dans certains pays, les mouvements de capitaux sont encore soumis à diverses restrictions, principalement en ce qui concerne les capitaux à court terme. En outre, l'ampleur des déficits courants et la probable diminution des investissements directs étrangers, reflétant de moindres recettes au titre des privatisations, rendent de nombreux pays candidats vulnérables à des chocs extérieurs.

Ces activités de coopération ont revêtu différentes formes, dont principalement les suivantes : stages de formation, ateliers de travail, assistance technique, visites bilatérales au niveau des experts et consultations à un niveau élevé (cf. graphique 29). Ces actions ont permis d'aborder des questions telles que les systèmes de paiement, la politique et l'analyse économiques, les obligations juridiques, la surveillance prudentielle, les billets de banque, les statistiques, le cadre des politiques monétaire et de change et celui des technologies de l'information. Des informations plus complètes sur la coopération dans des domaines particuliers relevant de la compétence des banques centrales des pays candidats à l'adhésion sont fournies dans les autres chapitres de ce *Rapport annuel*.

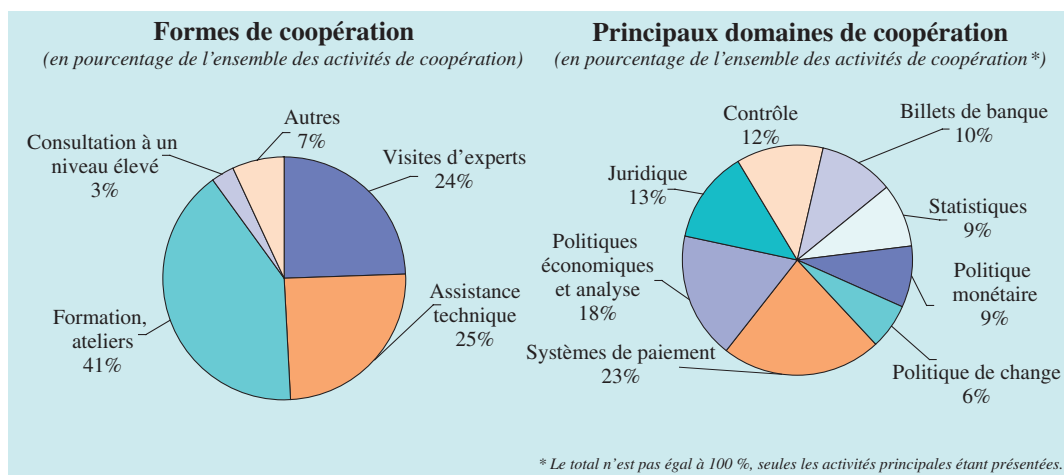
### 3.2 La coopération entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats à l'adhésion

En 2001, l'Eurosystème a intensifié sa coopération régulière avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion. Au total, l'Eurosystème a organisé 341 activités, contre 296 en 2000, auxquelles les banques centrales de tous les pays candidats à l'adhésion ont participé.

Le séminaire annuel de l'Eurosystème sur le processus d'adhésion, qui réunit l'Eurosystème et les gouverneurs des douze pays candidats, représente l'enceinte la plus élevée de la coopération avec les banques centrales de ces pays. Après Helsinki en 1999 et Vienne en 2000, le séminaire de 2001 s'est déroulé à Berlin en décembre et a été organisé conjointement par la BCE et la Banque fédérale d'Allemagne. Il a été consacré à la structure et au fonctionnement

#### Graphique 29

#### Actions en matière de coopération entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats en 2001



du secteur financier dans les pays candidats à l'adhésion, à l'incidence de la libéralisation des mouvements de capitaux sur les stratégies de change de ces pays et aux éléments de la réussite du processus de « rattrapage ».

### **3.3 La participation de l'Eurosystème au dialogue économique entre l'UE et les pays candidats à l'adhésion**

L'Eurosystème participe au dialogue économique entre l'UE et les pays candidats à l'adhésion, mis en place par l'UE début 2001. Ce dialogue ne s'inscrit pas directement dans les négociations en vue de la participation à l'UE, mais vise à accompagner le processus d'adhésion sous la forme d'un échange approfondi entre les institutions de l'UE et les pays candidats sur des questions de politique macroéconomique et de stabilité financière pendant la phase qui précède l'adhésion. Il est également destiné à familiariser les pays candidats à l'adhésion aux procédures de l'UE en matière de surveillance mutuelle et de coordination des politiques économiques, auxquelles ils seront soumis lors de leur entrée dans l'Union.

Dans le cadre du dialogue économique, l'UE, y compris la BCE et les BCN, et les pays candidats se sont rencontrés à quatre reprises en 2001. Les réunions ont eu lieu deux fois au niveau du CEF (le 27 juin à Stockholm et le 27 novembre 2001 à Bruxelles) et deux fois au niveau ministériel (le 21 avril à Malmö et le 4 décembre 2001 à Bruxelles). Ces réunions ont eu pour objectif de discuter, notamment, des programmes économiques des pays candidats pendant la période précédant l'adhésion.

### **3.4 Le renforcement des relations de travail avec d'autres pays**

La BCE a également continué à développer ses relations avec les banques centrales de pays européens hors UE qui ne négocient pas actuellement leur adhésion à l'Union, ainsi qu'avec celles d'importantes économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine. Le Président et les autres membres du Directoire se sont rendus dans un certain nombre de ces pays et ont reçu des délégations de leurs banques centrales. Des relations de travail ont par ailleurs été établies au niveau décisionnel et au niveau des experts avec plusieurs banques centrales de ces régions. Les questions fréquemment débattues lors des réunions concernent la situation économique, les politiques de change et le rôle de l'euro dans ces pays.

S'agissant des pays voisins, les contacts avec les banques centrales des pays balkaniques, de la Russie et de la Turquie (pays candidat à l'adhésion mais qui n'a pas encore entamé les négociations d'entrée dans l'UE) ont joué généralement un rôle important. L'introduction des billets et pièces en euros a occupé une place importante lors d'intenses discussions bilatérales, en raison de l'important encours de billets nationaux émis par les BCN de la zone euro circulant dans ces pays. Dans les Balkans, la BCE a pris part aux activités organisées par l'atelier sur la reconstruction économique, le développement et la coopération, dans le cadre du Pacte de stabilité pour le Sud-Est de l'Europe. La BCE a suivi avec attention les évolutions économiques et financières en Turquie et a mis en place un dialogue plus régulier avec sa banque centrale à l'occasion d'une visite du gouverneur de la banque centrale de Turquie à la BCE. La BCE a par ailleurs commencé à renforcer ses relations de travail avec les banques centrales de la région méditerranéenne.

Allemagne : **Destruction de pièces nationales à proximité de Francfort**



## **Chapitre VI**

### **Le passage à l'euro fiduciaire et la production et l'émission de billets en euros**

## **I Le passage aux billets de banque et pièces de monnaie en euros en 2002**

Afin d'assurer un passage harmonieux aux billets et pièces en euros, un Comité de coordination du passage à l'euro fiduciaire au sein de l'Eurosystème a été créé en mars 2001, composé de représentants de la BCE et d'un représentant de chaque banque centrale nationale (BCN) des douze États membres participants. La Commission européenne et Europol assistaient en tant qu'observateurs aux réunions de ce Comité. Dans le champ de compétences de l'Eurosystème, le Comité a eu la responsabilité globale de la coordination du passage à l'euro fiduciaire et du retrait des monnaies ayant cours légal jusqu'à fin février 2002. Il a surveillé les travaux préparatoires relatifs à l'émission et au passage à l'euro fiduciaire et mis en place un cadre permettant l'échange d'informations au niveau de l'Eurosystème dans son ensemble pour la période précédant et suivant le 1<sup>er</sup> janvier 2002.

### **I.1 Le passage à l'euro fiduciaire au sein de la zone euro**

Le Conseil des gouverneurs a adopté certaines dispositions, relatives à l'Eurosystème, concernant le passage à l'euro fiduciaire en 2002 dans le cadre d'une Orientation de la BCE du 10 janvier 2001. Conformément à ces dispositions, la préalimentation des établissements de crédit par les BCN et la sous-préalimentation en billets et pièces des groupes cibles professionnels ont été autorisées à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2001. Ce délai de quatre mois était nécessaire afin de garantir la mise en circulation d'une quantité suffisante de billets et pièces en euros à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002. Il a permis d'assurer un transport et une logistique efficaces. En effet, l'ampleur et le calendrier de la préalimentation et de la sous-préalimentation ont varié considérablement d'un pays à l'autre, en fonction du scénario de passage à l'euro fiduciaire, de l'infrastructure nationale

(par exemple, la structure du réseau de succursales de la banque centrale et son rôle en matière d'approvisionnement en monnaie, des facilités de stockage dans les succursales des banques etc.) ainsi que de la taille et de la géographie du pays considéré.

Dans onze pays, les autorités nationales ont fourni les pièces de monnaie en euros aux établissements de crédit à partir de septembre 2001, à la fois parce que leur volume les rendait plus difficiles à transporter que les billets et qu'en raison de leur valeur plus faible, le risque, pour les établissements de crédit, était moins élevé que dans le cas des billets. Dans un pays, la préalimentation en pièces n'a pas démarré en décembre 2001. Cinq pays ont commencé à préalimenter les banques en billets en septembre 2001, les sept pays restants ont retardé la distribution de billets à octobre, novembre ou décembre 2001.

La totalité des douze pays ont alimenté les établissements de crédit et commerçants en billets et pièces en euros avant le 1<sup>er</sup> janvier 2002. De plus, tous les pays ont procédé à la sous-préalimentation des sociétés gérant des distributeurs automatiques afin que ces dernières puissent alimenter les machines en pièces avant l'introduction de l'euro. Au total, des billets en euros d'une valeur de 133 milliards d'euros ont été fournis en préalimentation aux établissements de crédit, ce montant correspondant à 50 % environ des billets de banques nationaux en circulation fin 2001. En ce qui concerne les pièces de monnaie, 37,5 milliards de pièces au total, d'une valeur de 12,4 milliards d'euros, ont été préalimentées à fin 2001. Cela signifie qu'en termes de volume, environ 80 % des billets et plus de 97 % des pièces nécessaires avaient été distribués aux banques avant le 1<sup>er</sup> janvier 2002, ce qui a facilité le passage harmonieux à l'euro fiduciaire. De manière générale, la sous-préalimentation aux groupes professionnels a été également conforme aux

prévisions initiales et a représenté un montant global compris entre 10 % et 20 % du montant préalimenté.

Conformément à la déclaration du Conseil Ecofin de novembre 1999, les pièces de monnaie en euros pouvaient être fournies au public dès la mi-décembre 2001 afin de lui permettre de se familiariser avec la nouvelle monnaie et de réduire les stocks nécessaires aux commerçants pour le rendu de monnaie début 2002. Tous les pays de la zone euro ont mis à la disposition du grand public des sachets « premiers euros », qui ont fait l'objet d'une forte demande. Dans un certain nombre de pays, ce phénomène a été tel que les banques ont été autorisées à confectionner leurs propres kits et même à vendre une partie de leur stock en vrac. La contre-valeur des sachets « premiers euros » s'est établie entre 3,88 euros et 15,25 euros et correspondait dans la plupart des cas à une coupure nationale afin de faciliter l'échange. Dans un pays, un petit lot de pièces a été fourni gratuitement à chaque citoyen. La distribution dans une large gamme de points de vente a démarré dans trois pays le 14 décembre 2001 et dans les autres les 15 décembre ou 17 décembre 2001. Globalement, le grand public a acquis plus de 150 millions de sachets « premiers euros » composés de plus de 4,2 milliards de pièces d'une valeur de 1,6 milliard d'euros. Cela signifie que, en moyenne, chaque citoyen disposait de 14 pièces au début 2002.

En outre, les détaillants ont reçu des sachets « premiers euros » réalisés à leur intention, d'une contre-valeur allant de 30,41 euros à 315 euros.

Étant donné que, en termes de transactions, la plupart des billets sont mis en circulation par le biais de distributeurs automatiques de billets (DAB), l'adaptation rapide de ces machines a été un élément déterminant du passage à l'euro fiduciaire. Au total, il a fallu convertir plus de 200 000 DAB dans les succursales bancaires ou autres lieux (dans les centres commerciaux, par exemple). La rapidité de ce processus a varié légèrement

d'un pays à l'autre, en fonction de facteurs tels que la capacité de conversion, la localisation, le nombre et le type des DAB. En outre, le traitement des DAB qui n'avaient pas encore été convertis au moment de la mise en circulation des billets et pièces en euros a différé légèrement selon les pays de la zone. Dans six pays, ils ont été mis hors service, tandis que dans quatre autres, ils ont continué à distribuer des billets nationaux. Quatre jours après le passage à l'euro fiduciaire, pratiquement tous les DAB n'émettaient que des euros. Ainsi, au terme de la première semaine, 75 % en moyenne des transactions en espèces avaient lieu en euros et, au terme de la seconde, cette proportion dépassait largement 90 %. Bien entendu, ce chiffre a varié d'un pays à l'autre et d'un secteur à l'autre. Dans tous les cas, les billets et pièces en euros ont été introduits beaucoup plus rapidement que prévu au départ.

Pour assurer le bon déroulement du passage à l'euro fiduciaire, il était essentiel de mettre en circulation les petites coupures en euros (5 euros, 10 euros et 20 euros) sur une large échelle début 2002. Cela a réduit considérablement la nécessité pour les commerçants de détenir de grandes quantités d'espèces durant les tout premiers jours de 2002. Dans tous les pays de la zone euro, deux ou trois des petites coupures en euros ont été distribuées par les DAB au début de l'année 2002. Dans les pays où les versements des prestations sociales s'effectuent en grande partie en espèces, ces opérations ont également été réalisées en petites coupures. En outre, les banques ont souvent distribué des petites coupures en euros aux guichets. En conséquence, les petites coupures en euros (5 euros, 10 euros et 20 euros) représentaient 82,4 % du volume total des billets en circulation début 2002 et 43 % de leur valeur totale. Ces chiffres dépassaient de loin la proportion de billets nationaux de valeur similaire en circulation avant le passage à l'euro fiduciaire.

S'agissant du retrait des pièces nationales, la plupart des autorités ont incité le public à déposer les pièces thésaurisées dans les

banques avant la fin de l'année afin de réduire la charge de travail des banques, des détaillants et des sociétés de transport de fonds durant la période de double circulation ; en outre, dans certains pays, des dispositifs de collecte à but caritatif ont été mis en place. Simultanément, l'afflux de billets nationaux thésaurisés, en particulier de valeur faciale élevée, a été considérable. Au total, la circulation des billets nationaux s'est contractée de 110 milliards d'euros en 2001, pour s'établir à 270 milliards en fin d'année.

En conclusion, le passage à l'euro fiduciaire a constitué un événement sans précédent, affectant directement la vie de plus de 300 millions de personnes dans les douze pays de la zone euro. Les institutions financières, les transporteurs de fonds, les forces de sécurité, les commerçants et les sociétés gérant des distributeurs automatiques ont dû être associés étroitement et à un stade précoce aux préparatifs, un passage harmonieux à l'euro fiduciaire ne pouvant être réalisé dans un laps de temps très court que grâce à l'interaction systématique et coordonnée des principaux intervenants. Toutefois, le succès du passage à l'euro fiduciaire n'était pas uniquement tributaire de la coopération entre tous les professionnels directement concernés ; il était aussi de l'attitude positive du public et de son acceptation rapide de la nouvelle monnaie. Rétrospectivement, et étant donné l'ampleur de la mission, on peut considérer que l'introduction des billets et pièces en euros s'est déroulée de façon harmonieuse et avec succès.

## **1.2 Le passage à l'euro fiduciaire en dehors de la zone euro**

Un volume important de billets émis par les BCN des pays de la zone euro était en circulation en dehors de la zone euro, en particulier dans les pays candidats à l'adhésion à l'UE et dans d'autres pays voisins. On a estimé, par exemple, dans une étude portant sur le milieu de la décennie quatre-vingt-dix, que 30 % à 40 % environ des billets en deutschmarks en circulation étaient détenus hors d'Allemagne, en majorité probablement

en Europe orientale et du Sud-Est (y compris la Turquie). Tout a donc été entrepris pour assurer également un bon déroulement du passage à l'euro fiduciaire à l'extérieur de la zone euro. Le cadre du passage à l'euro fiduciaire à l'extérieur de la zone euro s'est appuyé sur trois piliers.

- Conformément à l'Orientation de la BCE du 10 janvier 2001 précisant certaines dispositions relatives au passage à l'euro fiduciaire en 2002, les banques ont été autorisées, dans des conditions strictes, à distribuer des billets en euros préalimentés à leurs succursales et sièges situés en dehors de la zone euro à compter du 1<sup>er</sup> décembre 2001. En outre, l'Orientation a autorisé les banques préalimentées, à compter de la même date, à effectuer la sous-préalimentation de leurs filiales situées en dehors de la zone euro, ainsi que d'autres banques dont le siège social et/ou le siège central et les succursales sont établis en dehors de la zone euro. Toutefois, la sous-préalimentation des commerçants n'a pas été autorisée en dehors de la zone euro.
- Le Conseil des gouverneurs a adopté, dans une Orientation de la BCE du 13 septembre 2001, certaines dispositions relatives à la préalimentation à l'extérieur de la zone euro selon lesquelles les banques centrales et les autorités monétaires des États membres non participants et d'autres pays pouvaient être préalimentées à leur demande à compter du 1<sup>er</sup> décembre 2001, sous réserve de modalités spécifiques. Toutes les dispositions opérationnelles et pratiques relatives à cette préalimentation ont été mises en place de façon bilatérale par la BCN concernée de la zone euro et la banque centrale contrepartie. Les banques centrales situées à l'extérieur de la zone euro ont été autorisées à effectuer, à compter de décembre 2001, la sous-préalimentation des établissements de crédit dont le siège social et/ou central est situé dans leur juridiction respective conformément à certaines règles.

- Le Conseil des gouverneurs a décidé que les établissements de crédit situés en dehors de la zone euro et opérant sur le marché international des billets en gros pouvaient être préalimentés par les BCN et étaient autorisés à effectuer la sous-préalimentation de leurs banques clientes implantées en dehors de la zone euro à compter du 1<sup>er</sup> décembre 2001. Les modalités détaillées, qui étaient en principe identiques à celles appliquées aux banques centrales étrangères, ont également été définies dans l’Orientation de la BCE du 13 septembre 2001.

L’introduction des billets en euros s’est également bien déroulée en dehors de la zone euro. C’est ainsi que vingt-six banques centrales situées hors de la zone euro, principalement en Europe centrale et orientale, dans les pays du pourtour de la Méditerranée et en Afrique, ont été préalimentées. Le montant total de billets en euros fourni aux banques centrales et banques situées hors de la zone euro s’est établi à 4,6 milliards d’euros environ.

### **1.3 L’échange des billets de banque nationaux auprès des banques centrales nationales**

La substituabilité des unités monétaires nationales entre 1999 et 2002 est garantie par

l’article 52 des statuts du SEBC, qui régit l’échange des billets libellés dans les monnaies nationales des pays de la zone euro. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, conformément à une décision du Conseil des gouverneurs, chaque BCN participante ou son agent agréé propose, en un lieu au moins, d’échanger gratuitement les billets d’autres pays participants au taux officiel de conversion. Le Conseil des gouverneurs a décidé d’étendre les dispositions de l’article 52 au-delà de 2001 et jusqu’à fin mars 2002.

Dans ce contexte, quelque 500 succursales des BCN, réparties dans toute la zone euro, ont participé à l’échange des billets nationaux des autres pays de la zone. Sur le plan pratique, l’échange effectué dans le cadre de l’article 52 s’est déroulé normalement dans l’ensemble des pays participants depuis 1999.

En outre, les BCN peuvent rapatrier les billets nationaux d’autres pays participants, désigner un agent pour effectuer ce service de rapatriement en leur nom ou utiliser les circuits de rapatriement commerciaux existants. Les billets rapatriés entre 1999 et fin 2001 vers leur pays d’émission en vertu de ces dispositions ont représenté une valeur totale de 14,4 milliards d’euros pour un total de 293,4 millions de coupures.

## **2 La production des billets de banque et pièces de monnaie en euros**

### **2.1 La production de billets requise pour l’introduction de l’euro**

Chaque BCN a été chargée de fournir les billets en euros correspondant aux besoins nationaux. Les estimations des volumes nécessaires aux BCN en vue de l’introduction de l’euro ont été révisées tous les ans, la dernière estimation datant de fin 2001, afin de prendre en considération la demande effective durant la phase de préalimentation. Les estimations à fin 2001 s’établissaient à quelque 15 milliards de billets, soit une valeur

nominale totale de 633 milliards d’euros. Quinze imprimeries ont participé à la production des billets.

Durant l’année, la BCE a suivi attentivement l’état d’avancement des travaux tout au long de la phase de production, sur le plan de la quantité comme de la qualité. Durant cette période, l’apparence visuelle des billets de banque a été régulièrement testée. La BCE a continué de procéder à des audits des systèmes de gestion de la qualité mis en œuvre par les imprimeries, contribuant ainsi à



assurer une qualité homogène. Les fabricants de distributeurs automatiques, tout particulièrement concernés par la qualité et l'uniformité des billets en euros, ont participé à un vaste programme de tests destiné à leur permettre d'ajuster leurs détecteurs et autres équipements avant l'introduction de l'euro.

## **2.2 Le stock de réserve centralisé de billets destiné à couvrir les risques**

Un stock central de billets en euros a été constitué par la BCE dans le cadre de sa gestion des risques liés à l'introduction de l'euro. Les risques à couvrir incluaient les insuffisances au niveau de la qualité ou de la quantité de billets produits, dues à des événements imprévus et à une demande supérieure aux attentes concernant certaines coupures en euros. Un stock additionnel, correspondant à 10 % environ des 15 milliards de billets prévus pour le lancement, a été produit pour la réserve centrale. La BCE a été chargée de cet approvisionnement ; les billets ont été fabriqués conformément à des critères de production identiques à ceux des autres billets en euros.

Une partie des billets provenant de ce stock a permis de répondre aux besoins

supplémentaires des banques en billets pendant la période de préalimentation et a contribué au passage harmonieux à l'euro.

## **2.3 Le soutien à la production des pièces en euros**

Les États membres sont responsables de la production des pièces de monnaie en euros. Les estimations nationales du volume total nécessaire à l'introduction de l'euro se sont établies à plus de 51 milliards de pièces, soit une valeur nominale de 16 milliards d'euros environ. La production a été réalisée dans douze pays par seize hôtels des monnaies différents.

La BCE a agi en tant qu'expert indépendant de la qualité des pièces en euros. Elle a contribué à la mise en œuvre et à la maintenance d'un système commun de gestion de la qualité dans tous les hôtels des monnaies. Les performances de chaque hôtel des monnaies ont été analysées par des audits de qualité effectués régulièrement. La qualité des pièces a été évaluée dans des rapports mensuels produits par les hôtels des monnaies et par rapport aux normes de référence fixées par la BCE. Des mises à jour régulières sur la qualité des pièces en euros ont été transmises aux instances de décision.

# **3 La protection des billets en euros contre la contrefaçon**

## **3.1 Les travaux de recherche et de développement**

Les travaux de recherche et de développement visent à mettre en place les « fondements » technologiques sur lesquels s'appuieront les évolutions à venir des premières séries de billets.

Ces activités sont décentralisées mais coordonnées par la BCE. Elles tendent à s'accroître à mesure qu'elles se concentrent davantage sur la période postérieure au passage à l'euro fiduciaire. La coordination des efforts de recherche et de développement entre BCN, experts

extérieurs et BCE, a été revue et perfectionnée en 2001 et il est prévu d'améliorer encore cette structure en 2002.

La BCE est membre de différents groupes techniques internationaux de lutte contre la contrefaçon réunissant des banques centrales et engageant des actions au niveau mondial.

## **3.2 Les activités relatives à la lutte contre la contrefaçon**

Le réseau européen des Centres nationaux d'analyse (CNA) a été mis en place. Ces centres sont chargés de l'analyse des

contrefaçons au niveau national et du transfert des données relatives aux faux billets en euros à la base centrale de données mise en place à la BCE. Leurs personnels ont reçu une formation sur la classification des faux billets en euros.

Le Centre d'analyse des contrefaçons (CAC) de la BCE est opérationnel depuis début 2002. Il est chargé de classer les nouvelles contrefaçons de l'euro reçues des CNA. Son personnel, comprenant des experts en contrefaçon, des techniciens spécialisés et des agents administratifs, a été recruté et doté des équipements nécessaires. Le CAC dispose désormais des moyens nécessaires pour analyser les contrefaçons et distinguer les billets faux des billets authentiques.

Les progrès visant à instaurer le Système de surveillance de la contrefaçon (SCC), comprenant une base de données qui enregistrera toutes les données techniques et statistiques sur les faux billets et fausses

pièces en euros, ont été plus lents que prévu en raison de difficultés techniques. Par conséquent, certaines fonctions du système ne sont pas encore disponibles. D'autres procédures ont été provisoirement établies afin d'assurer une utilisation efficace des informations enregistrées dans la base de données.

Les dispositions les plus importantes ayant trait au SSC sont exposées dans la Décision de la Banque centrale européenne du 8 novembre 2001 relatives à certaines conditions relatives à l'accès au Système de surveillance de la contrefaçon.

Un accord de coopération a été conclu entre la BCE et l'Office européen de police (Europol) sur des mesures de lutte contre la contrefaçon de l'euro, de renforcement et de coordination de l'assistance fournie dans ce domaine par chacune des parties aux autorités nationales et européennes ainsi qu'aux organisations internationales.

## 4 Les émissions de billets en euros

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que la BCE et les douze BCN de la zone euro émettraient les billets en euros.

Il a été convenu que 92 % des billets en euros seraient émis par les 12 BCN et que la part restante le serait par la BCE à compter du début 2002. Chaque BCN fera apparaître dans son bilan la part des billets en euros émis correspondant à sa part libérée dans le capital de la BCE. L'émission totale des billets de

l'Eurosystème figurera dans la situation financière hebdomadaire consolidée publiée par la BCE.

Conformément au principe de décentralisation pour l'exécution des opérations de l'Eurosystème, les douze BCN de la zone euro assureront la mise en circulation, le retrait et le traitement physique de l'ensemble des billets en euros, y compris ceux émis par la BCE.

## 5 La campagne d'information Euro 2002

Dans le cadre des préparatifs en vue de l'introduction des billets et pièces en euros, la BCE et les douze BCN de la zone euro ont organisé une « Campagne d'information Euro 2002 ». Le Conseil des gouverneurs a approuvé un budget de 80 millions d'euros pour cette campagne, auquel sont venus

s'ajouter des fonds supplémentaires mis à disposition par les BCN.

La campagne de l'Eurosystème, qui a été étroitement coordonnée avec des initiatives similaires prises par les autorités nationales et la Commission européenne, était centrée sur les grands messages suivants :

- l'aspect visuel des billets de banque et des pièces de monnaie ;
- les signes de sécurité des billets ;
- les différentes coupures ;
- les modalités générales du passage à l'euro fiduciaire.

Trois canaux principaux ont été utilisés pour diffuser ces messages : une campagne dans les médias, des actions de communication et de presse et une collaboration avec d'autres groupes opérant dans ce domaine (le Programme de partenariat). L'ensemble des éléments de la campagne ont été regroupés sur un site Internet ([www.euro.ecb.int](http://www.euro.ecb.int)) qui, à l'instar des autres supports de communication de la campagne, est disponible dans les onze langues officielles de la Communauté européenne.

À mesure que l'année 2001 s'avance et que l'intérêt du public pour les billets et pièces en euros s'accroissait, la campagne s'est intensifiée. La présentation au grand public des signes de sécurité, le 30 août 2001, a marqué l'entrée de la campagne dans une nouvelle phase, avec le recours à de nouveaux outils de communication prenant en compte, notamment, l'aspect visuel définitif des billets en euros et de leurs signes de sécurité.

### **La campagne dans les médias**

La campagne dans les médias a, elle aussi, débuté le 30 août 2001. Elle a consisté en la diffusion de spots télévisés et d'annonces dans la presse au niveau tant national, que de la zone euro et international. Dans certains cas, ces efforts ont été complétés par d'autres actions menées dans le cadre des médias par les BCN.

Cinq spots télévisés et huit annonces complémentaires dans la presse, identiques dans l'ensemble des pays de la zone euro, ont été diffusés aux publics nationaux dans leurs langues respectives. Ces deux supports ont fourni des informations aussi bien générales que détaillées concernant les billets et les pièces ainsi que les signes de sécurité des

billets. Les spots ont été diffusés dans la zone euro sur cinquante chaînes de télévision et les annonces dans la presse sont parues dans plus de 250 publications. La campagne s'est achevée par une dernière vague de publication, fin janvier/début février 2002.

Au niveau mondial, une campagne a été organisée à l'intention des hommes d'affaires et des touristes se rendant dans la zone euro. Six chaînes internationales de télévision ont diffusé des versions spécialement adaptées des spots télévisés, et les annonces dans la presse sont parues dans neuf publications internationales et quatorze magazines distribués à bord des avions. En outre, une campagne a été organisée dans douze aéroports de la zone euro, ainsi qu'à Londres Heathrow, pour sensibiliser les voyageurs à destination de la zone euro aux messages clés de la campagne.

Quelque 200 millions d'exemplaires du dépliant d'information destiné au public, intitulé *Se préparer à l'arrivée de l'euro – Votre guide pratique sur les billets et les pièces en euros* et contenant des informations officielles sur les billets et pièces en euros, ont été diffusés afin d'accompagner la campagne dans les médias. Pour la seule zone euro, 26 versions du dépliant ont été nécessaires pour prendre en compte l'ensemble des langues officielles et des modalités de passage à l'euro fiduciaire dans chaque pays. La diffusion à la quasi-totalité des ménages de la zone euro a eu lieu entre octobre et décembre 2001 par le biais de différents canaux, principalement les postes nationales ou la livraison à domicile. Afin de mettre les informations contenues dans le dépliant à la disposition des personnes situées en dehors de la zone euro, une version internationale a été traduite dans 23 autres langues et diffusée aux partenaires *via* le site Internet de la campagne. En outre, certaines BCN ont renforcé cette action en imprimant et en distribuant les dépliants dans plusieurs langues autres que les langues officielles de la Communauté.

## Les actions de communication et de presse

Les relations publiques et le programme de presse relatifs à la Campagne d'information Euro 2002 se sont articulés autour de trois grands axes tout au long de l'année 2001 : un calendrier présentant les dates à retenir, les conférences de la Campagne d'information Euro 2002 et le concours organisé pour les enfants.

Dans le cadre de la première action, des kits d'information destinés aux médias ont été envoyés à plus de 4 500 partenaires, à six dates clés comprises entre les 365 jours précédant l'introduction de l'euro et le jour même de l'introduction. Ces kits fournissaient des informations détaillées sur les billets et pièces en euros ainsi que sur le processus de passage à l'euro fiduciaire et contenaient, dans certains cas, des outils d'information supplémentaires, tels que des cassettes vidéo et des images pour garantir la diffusion au public des messages de la campagne *via* les médias.

Une série de onze conférences, organisées par les BCN de la zone euro dans leurs pays respectifs, a réuni plus de 5 000 acteurs clés avant le passage à l'euro fiduciaire. Outre le fait qu'il s'agissait d'un forum de discussion sur les questions relatives au passage à l'euro fiduciaire, chaque conférence a fait l'objet d'une couverture médiatique pour faire une nouvelle fois en sorte que les messages de la campagne soient encore plus largement diffusés.

Les enfants ont été identifiés comme étant un groupe cible fondamental de la Campagne d'information Euro 2002 et un projet spécifique a donc été élaboré pour les informer et les impliquer. Le jeu-concours *Deviens un champion de l'euro* a impliqué la distribution, dans les écoles primaires de la zone euro, de plus de 7 millions d'affiches, comportant des informations sur les billets et les pièces en euros. L'affiche, ainsi que la section destinée aux enfants sur le site Internet de la BCE consacré à l'euro,

proposait un concours sous forme de questionnaire à choix multiples, ouvert aux enfants de huit à douze ans. Près de 300 000 enfants ont participé à ce concours et les 24 gagnants, deux pour chacun des pays de la zone euro, ont été invités à Francfort pour recevoir leurs prix, composés d'une série complète de billets en euros scellés dans un présentoir spécialement conçu pour l'occasion et d'un ordinateur portable ; le Président de la BCE leur a remis ces prix le 31 décembre, en présence des médias.

Cet événement, qui a eu lieu à la fin de l'année, tout comme le lancement, le 1<sup>er</sup> mars 2001, du slogan de la campagne « l'EURO. NOTRE *monnaie* », le dévoilement de l'aspect définitif des billets en euros et le démarrage de la campagne d'information dans les médias, le 30 août, ont tous attiré un grand nombre de représentants des médias et ont fait l'objet d'une couverture positive dans la presse écrite et à la télévision.

## Le Programme de partenariat

L'objectif global du Programme de partenariat était d'encourager les organismes privés ou publics souhaitant informer leurs clients et leur personnel sur les billets en euros à prendre part au programme et à bénéficier des supports proposés dans le cadre de la campagne d'information. À la fin de l'année, l'Eurosystème avait noué plus de 3 000 partenariats au niveau national, européen et international. La demande de supports d'information, qui pouvaient être adaptés et réalisés en association afin de répondre aux besoins des partenaires, a surtout été importante après la divulgation de l'aspect définitif des billets en euros et de leurs signes de sécurité, le 30 août. Plusieurs millions d'affiches et de dépliants, dont les modèles étaient disponibles sur le site Internet de la campagne d'information, ont été édités par l'Eurosystème et ses partenaires.

Des outils de formation destinés aux professionnels ayant à manipuler des espèces

ont également été distribués par le biais du Programme de partenariat et des BCN. Ainsi, 230 000 kits de formation ont été préparés, contenant chacun une brochure avec des descriptions précises et des photos des pièces, des billets et de leurs signes de sécurité, une cassette vidéo et un CD-Rom comportant une présentation interactive. En outre, plus de 6 millions de brochures de formation contenant des informations sur les principaux signes de sécurité ont été distribuées. Ce support d'information a été diffusé par le biais d'un vaste programme de stages de formation destinés aux experts qui

ont, à leur tour, formé des milliers de personnes appelées à manipuler des espèces dans divers secteurs, y compris le secteur financier et le commerce ; ce programme était organisé au niveau national, et également en dehors de la zone euro, par les BCN.

Même si elle a connu son apogée à l'approche du jour d'introduction de l'euro fiduciaire, la campagne s'est poursuivie au début de l'année 2002. Le site Internet demeurera ouvert durant une période plus longue, jusqu'à son transfert ultérieur sur le site permanent de la BCE.





Espagne : **Billets de banque en euros conditionnés sous cellophane, Banco de España (Banque d'Espagne), Madrid**

## **Chapitre VII**

### **Les systèmes de paiement et de règlement de titres**



Pour mener à bien sa mission consistant à promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, l'Eurosystème offre des systèmes de paiement et de règlement de titres, tout en assurant la surveillance des systèmes de paiement et de règlement en euros et en jouant le rôle de catalyseur des réformes. Premièrement, l'Eurosystème est engagé, sur le plan opérationnel, dans la gestion d'un système de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel en euros, *Target*, et met à disposition un mécanisme d'utilisation transfrontière des actifs éligibles admis en garantie (le modèle de banque centrale correspondante, ou MBCC). Deuxièmement, l'Eurosystème définit des normes visant à garantir la robustesse et l'efficacité des systèmes traitant les opérations en euros et évalue en permanence le respect de ces normes par les systèmes de paiement et de règlement en euros. Troisièmement, l'Eurosystème joue le rôle de catalyseur des réformes en favorisant l'efficacité des systèmes de paiement et l'adaptation de l'infrastructure de paiement et de règlement aux besoins des pays ayant adopté la monnaie unique.

## I Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement de l'Eurosystème

### I.1 Le système *Target*

En 2001, le système *Target* a traité, en valeur, près de 75 % du volume total des paiements de gros montant en euros. Le nombre de participants directs à *Target* s'est établi à 1 569, celui des participants indirects à plus de 5 000.

*Target* a continué à répondre aux objectifs pour lesquels il a été conçu, à savoir répondre aux besoins de la politique monétaire de la BCE, accroître l'efficacité des paiements transfrontière en euros, et fournir un mécanisme fiable et sûr pour le règlement des paiements.

Le 19 novembre 2001, la mise à jour *Target 2001* a commencé à fonctionner avec succès. La nouvelle version ne comportait que des modifications mineures portant sur le format de données des messages de paiement utilisés dans *Target*. Au Royaume-Uni, le système NewChaps a été mis en place fin août 2001 ; il fournit une plate-forme informatique commune aux participants aux systèmes RBTR en sterling et en euros. De plus, le 5 novembre 2001, la Banque fédérale d'Allemagne a lancé avec succès son système RTGS<sup>plus</sup>, qui constitue désormais la nouvelle composante allemande de *Target*. Au moment de l'introduction de RTGS<sup>plus</sup>, mesure visant à faire progresser la consolidation de

l'infrastructure des systèmes de paiement de gros montant au sein de la zone euro, le système hybride Euro Access Frankfurt (EAF) a été fermé. Par ailleurs, la composante danoise de *Target* a été remplacée par un nouveau système, Kronos, qui a commencé à fonctionner le 19 novembre 2001.

**Tableau 14**  
Flux de paiements dans *Target* \*)

En volume	2000	2001	Variation en %
<b>Ensemble des paiements</b>			
Total	47 980 023	53 665 552	12
Moyenne quotidienne	188 157	211 282	12
<b>Paiements nationaux</b>			
Total	37 811 112	42 166 173	12
Moyenne quotidienne	148 279	166 009	12
<b>Paiements transfrontière</b>			
Total	10 168 911	11 499 379	13
Moyenne quotidienne	39 878	45 273	14
En valeur (milliards d'euros)	2000	2001	Variation en %
<b>Ensemble des paiements</b>			
Total	263 291	330 031	25
Moyenne quotidienne	1 033	1 299	26
<b>Paiements nationaux</b>			
Total	153 253	201 428	31
Moyenne quotidienne	601	793	32
<b>Paiements transfrontière</b>			
Total	110 038	128 602	17
Moyenne quotidienne	432	506	17

\*) 255 jours de fonctionnement en 2000 et 254 en 2001

**Tableau 15****Pic d'activité de Target en 2001**

En volume		
Ensemble des paiements	380 146	28 déc.
Paievements nationaux	318 173	28 déc.
Paievements transfrontière	63 159	20 fév.
En valeur (milliards d'euros)		
Ensemble des paiements	2 040	28 déc.
Paievements nationaux	1 479	28 déc.
Paievements transfrontière	751	29 juin

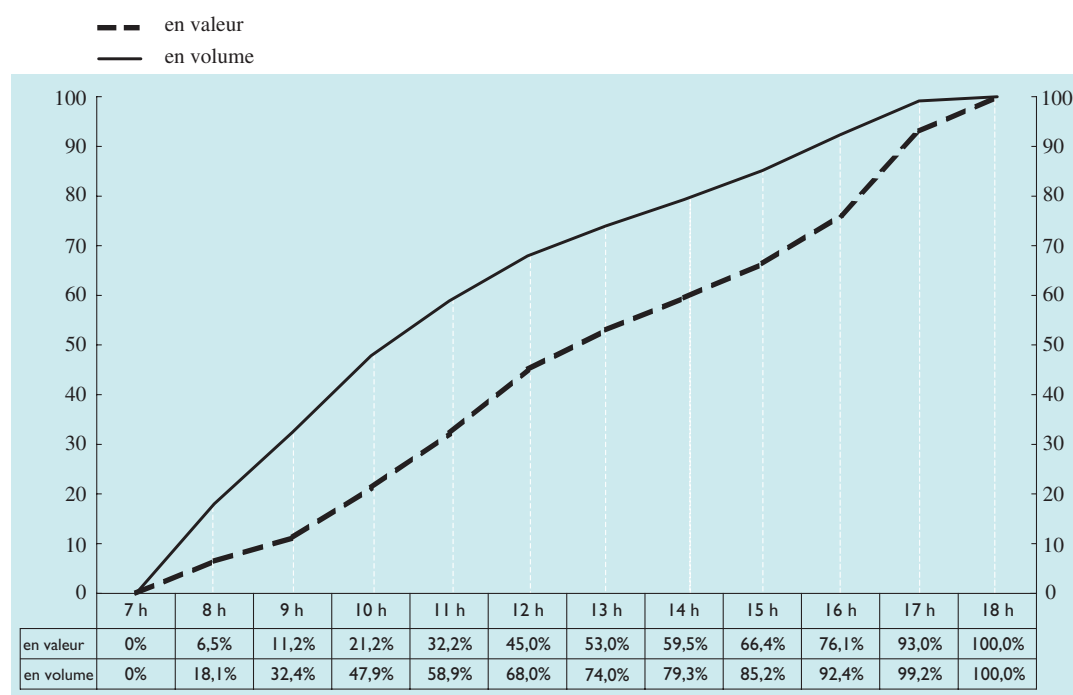
**Le fonctionnement de Target en 2001**

En 2001, la moyenne quotidienne de l'ensemble des paiements traités par le système Target, c'est-à-dire les paiements transfrontière et nationaux, est ressortie à 211 282, pour un montant total de 1 299 milliards d'euros. Cela représente un accroissement de 12 % du nombre de paiements et de 26 % en valeur.

En valeur, les flux transfrontière ont représenté 39,0 % du total des flux enregistrés dans Target en 2001, contre 41,8 %

en 2000 ; en volume, leur part s'établit à 21,4 %, contre 21,2 % en 2000. Les transactions interbancaires ont représenté 96,5 % des paiements Target transfrontière en valeur et 60,8 % en volume, le reliquat étant constitué de paiements de clientèle. Le montant moyen d'un paiement interbancaire transfrontière s'est élevé à 17,7 millions d'euros et celui d'un paiement de clientèle transfrontière à 1 million. Des informations sur les jours où l'activité a été la plus importante en termes de volume et de valeur apparaissent au tableau 15.

En général les participants à Target présentent leurs paiements en début de journée. À 13 heures, plus de 50 % du volume des opérations transfrontière, et près de 75 % du volume total, a déjà été réglé dans Target (cf. graphique 30). Ce phénomène contribue largement au bon fonctionnement du système et à la réduction du risque de blocages dans l'éventualité de contraintes de liquidité intervenant plus tard dans la journée.

**Graphique 30****Répartition intrajournalière des paiements transfrontière traités par Target en 2001***(en pourcentage)*

D'autres statistiques sont disponibles sur le site Internet de la BCE à l'adresse [www.ecb.int](http://www.ecb.int) sous la rubrique *Target, Statistiques relatives aux systèmes de paiement*.

### **La disponibilité de Target**

La disponibilité de *Target* a continué de s'améliorer en 2001, le nombre d'incidents survenus dans le système ayant diminué de 8 % par rapport à 2000. En décembre, le système *Target* a été disponible à 99,74 %. Les procédures de secours de *Target* sont réexaminées en vue d'améliorer encore leur efficacité et de faciliter le règlement en bonne et due forme des paiements urgents, principalement liés au démarrage attendu des opérations de CLS Bank.

### **Les relations avec les utilisateurs de Target**

En 2001, la BCE et les BCN ont maintenu un dialogue permanent avec les utilisateurs de *Target*. Des réunions régulières des groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont eu lieu. Deux réunions du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (COGEPS) se sont également tenues à la BCE. Ce groupe rassemble des représentants de l'Eurosystème et des opérateurs de marché. Il vise à faciliter le dialogue sur plusieurs sujets, y compris les questions afférentes à *Target*. Ces contacts ont permis aux BCN et à la BCE de mieux répondre aux besoins des participants.

### **Les autres questions**

En 2001, *Target* a été fermé le jour de l'An, le Vendredi saint, le lundi de Pâques, le 1<sup>er</sup> mai (Fête du travail), le jour de Noël et le 26 décembre, ainsi que les samedis et dimanches. En outre, le système a été fermé le 31 décembre afin de ne pas compromettre le bon déroulement de la conversion en euros des systèmes de paiement de masse et des systèmes internes des banques. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2002, le calendrier à long terme de *Target* s'appliquera (cf. également le site

Internet de la BCE, sous la rubrique *Target, Informations générales*).

Conformément à la politique de transparence, la BCE a publié, le 26 avril 2001, la Directive BCE/2001/3 relative à *Target*. Ce document, qui constitue l'essentiel du cadre juridique de *Target*, est disponible sur le site Internet de la BCE ainsi que dans le Journal officiel des Communautés européennes L 140 du 24 mai 2001 (cf. le site internet de la BCE, sous la rubrique *Publications, Documents juridiques*).

En mai 2001, la BCE a publié le premier rapport annuel sur le système *Target*. Ce document couvre les opérations de 1999 et 2000 et présente les performances de *Target* en matière d'activité et sur le plan technique, ainsi qu'une description des principales évolutions et des perspectives du système.

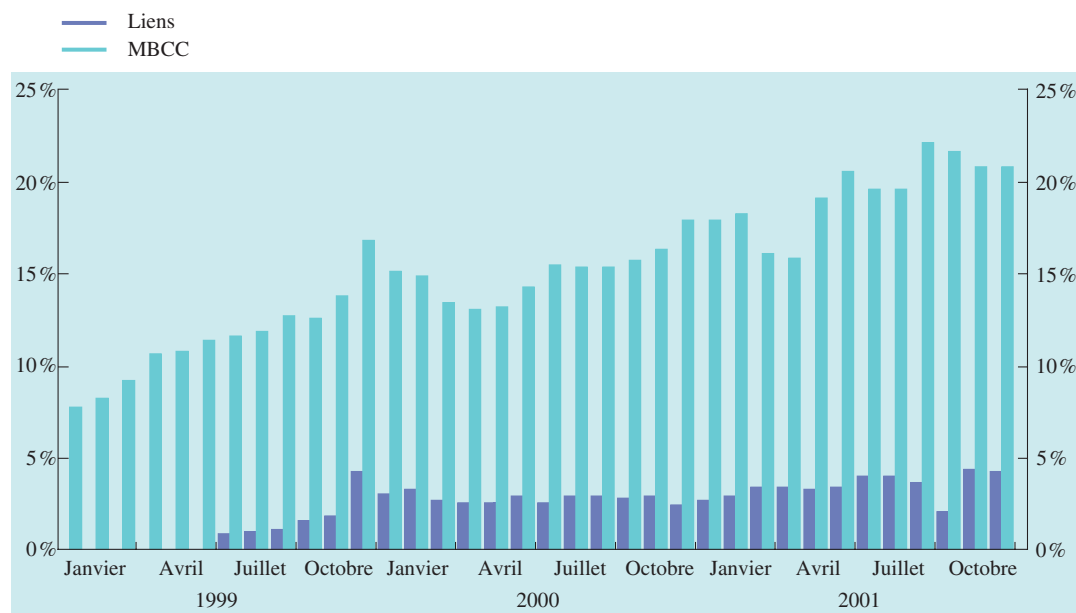
## **1.2 Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC)**

Le MBCC a été conçu pendant les étapes préparatoires de l'Union monétaire pour permettre l'utilisation transfrontière des garanties par les participants à la politique monétaire et aux opérations de crédit intrajournalier. Il devait constituer une solution provisoire jusqu'à la mise en place par le marché d'autres solutions.

En 2001, le MBCC est demeuré le principal instrument de transfert transfrontière des garanties à l'Eurosystème. Le montant des garanties conservées dans le cadre du MBCC est passé de 124 milliards à fin 2000 à 157 milliards à fin 2001. Les dispositifs de liens entre les systèmes de règlement de titres (SRT) pour le transfert de titres constituent actuellement la seule solution de rechange au MBCC. Bien que plus de 60 liens aient été établis entre systèmes de règlement de titres et soient éligibles aux opérations de l'Eurosystème, ils n'ont pas été utilisés de façon très intense. Le graphique 31 présente l'évolution des garanties faisant l'objet d'une mobilisation transfrontière *via* le MBCC, ainsi

### Graphique 3 I

#### Évolution des garanties transfrontière en pourcentage du volume total de garanties fournies à l'Eurosystème



que des liens, en pourcentage du total des actifs fournis en garantie à l'Eurosystème.

Dans une enquête menée par l'Eurosystème<sup>1</sup>, les opérateurs ont mentionné essentiellement deux facteurs pour expliquer le recours limité aux liens. Premièrement, il faut que la contrepartie transfère aux systèmes de règlement de titres nationaux la partie de ses actifs devant être utilisés pour les opérations

de banque centrale, les soustrayant ainsi à leur environnement habituel de règlement. Deuxièmement, il semble que les opérateurs se soient bien familiarisés avec les procédures du MBCC, qui permet de mobiliser tous les actifs éligibles ; adopter de nouvelles procédures nécessiterait un investissement qui pourrait ne pas être justifié en cas de consolidation dans ce secteur.

## 2 Les questions d'ordre général relatives à la surveillance des systèmes de paiement

En février 2001, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique (Principes fondamentaux) qui ont été intégrés aux normes minimales utilisées par l'Eurosystème pour sa politique commune de surveillance des systèmes de paiement. Les Principes fondamentaux ont été élaborés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) du G10 afin de contribuer au maintien de la stabilité en renforçant l'infrastructure financière. Ils comprennent les principes, bonnes pratiques et directives

qui devraient régir la conception et le fonctionnement des systèmes de paiement et indiquent les caractéristiques essentielles que devraient présenter tous les systèmes de paiement importants sur le plan systémique. Dans le cadre de sa mission statutaire de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, l'Eurosystème réalisera, d'ici la fin 2002, une évaluation par rapport aux Principes fondamentaux de l'ensemble des systèmes de paiement de la

<sup>1</sup> « Cross-border use of collateral: a user's survey », BCE, février 2001

zone euro présentant une importance sur le plan systémique.

En 2001, à la demande de la BCE, le FMI a rédigé des rapports sur le respect des codes et normes pour la zone euro dans le cadre de son programme d'évaluation du secteur financier. La participation de la BCE à la préparation de ces rapports sur le respect des codes et normes traduit son engagement à respecter les normes et codes internationaux et à donner l'exemple de leur mise en œuvre. Cette attitude repose sur la conviction que le respect des normes et des meilleures pratiques approuvées au niveau international est essentiel pour renforcer le système financier mondial et assurer la stabilité financière.

Dans le domaine des systèmes de paiement, le FMI a évalué la transparence des politiques concernant ces systèmes et le respect des Principes fondamentaux par les deux systèmes de paiement importants du point de

vue systémique fonctionnant à l'échelle de l'ensemble de l'UE, à savoir *Target* et le système Euro I de l'Association bancaire pour l'Euro (ABE)<sup>2</sup>. Le FMI a reconnu que l'Eurosystème maintenait un niveau élevé de transparence dans le cadre de sa politique de systèmes de paiement. Selon le FMI, *Target* a atteint avec succès les objectifs pour lesquels il a été mis en place et répond largement aux besoins du marché. *Target* satisfait pleinement à six des Principes fondamentaux et répond largement ou en partie aux exigences de trois autres. L'un des Principes fondamentaux ne s'applique pas à *Target*. L'Eurosystème met désormais l'accent sur de nouvelles améliorations du respect par *Target* des Principes fondamentaux auxquels le système ne se conforme pas encore pleinement (pour de plus amples détails, cf. encadré 9 au chapitre V). Il a été établi, par ailleurs, que le système Euro I, placé sous la surveillance de la BCE, respectait les Principes fondamentaux dans leur intégralité.

### 3 Les systèmes de paiement de montant élevé

#### 3.1 Les évolutions des autres systèmes de paiement de montant élevé en euros

En 2001, les cinq systèmes de paiement de montant élevé à règlement net ont continué de fonctionner de façon satisfaisante. Il s'agit du système Euro I de l'ABE, d'Euro-Access Frankfurt (EAF) en Allemagne, de Paris Net Settlement (PNS) en France, du Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) en Espagne et de Pankkien On-Line Pikasiirrot ja Sekitjärjestelmä (POPS) en Finlande. Quand la nouvelle composante allemande de *Target*, RTGS<sup>plus</sup>, a été introduite le 5 novembre 2001, le système EAF a cessé d'exister.

Ces systèmes de paiement de montant élevé en euros se sont avérés des solutions de rechange appropriées à *Target* pour le traitement de certaines catégories de paiements. En 2001, le plus important de ces systèmes, Euro I, a traité quotidiennement

113 000 opérations environ, d'une valeur quotidienne de 205 milliards d'euros en moyenne. Les cinq systèmes ont traité ensemble approximativement le même volume de paiements que le système *Target*. En valeur, les opérations traitées ne représentaient qu'un tiers du niveau atteint par *Target*, car, mis à part les paiements liés aux opérations de politique monétaire, les paiements urgents de montant très élevé liés aux opérations sur le marché monétaire sont habituellement acheminés par *Target*.

Bien que les paiements interbancaires aient représenté plus de 80 % de la valeur traitée en 2001 par les cinq systèmes de paiement de montant élevé, la part des paiements de clientèle de faible montant s'est accrue dans tous les systèmes. En volume, plus de la moitié des paiements traités étaient des paiements

<sup>2</sup> Le FMI a publié ces évaluations en octobre 2001 ; elles sont disponibles sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org>).

de clientèle, d'une valeur généralement inférieure à 50 000 euros. Cette évolution peut s'expliquer par une réorientation vers les systèmes de paiement aux dépens des canaux de correspondant bancaire et indique un besoin accru de disposer de paiements de masse transfrontière efficaces dans la zone euro.

### **3.2 Le Système CLS (Continuous Linked Settlement)**

Le système CLS est conçu pour régler les opérations de change sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement sur les livres de la CLS Bank, banque privée établie à New York. CLS est une solution du secteur privé pour répondre aux exigences de réduction des risques afférents au règlement des opérations de change formulées par les banques centrales. Le développement du système ayant pris un peu de retard, il devrait, selon la CLS Bank, commencer à fonctionner avec sept devises à partir de mi-2002.

Comme prévu par le dispositif de coopération en matière de surveillance défini par le rapport Lamfalussy<sup>3</sup>, le Système fédéral de réserve assume la fonction de principale autorité de tutelle du système CLS et a associé les banques centrales responsables

des futures autres devises éligibles à la mise au point du système. Il est prévu que la Banque d'Angleterre sera l'autorité de désignation aux termes de la directive du Parlement et du Conseil européens 98/26/CE du 19 mai 1998 relative au caractère définitif des règlements dans les systèmes de paiement et de règlement de titres. Étant donné que l'euro sera l'une des premières devises dans lesquelles des règlements seront effectués dans le cadre du système, l'Eurosystème a suivi attentivement le développement de celui-ci et entretenu des contacts étroits avec les autres autorités de surveillance concernées, ainsi qu'avec la CLS Bank elle-même. En outre, en 2001, des représentants de l'Eurosystème ont rencontré deux fois les actionnaires de CLS pour discuter des problèmes de gestion de la liquidité et de questions opérationnelles. Le SEBC, en coopération avec les banques commerciales, a élaboré des recommandations pour les paiements CLS en euros. Ces recommandations, disponibles sur le site Internet de la BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), insistent sur le fait que, d'une part, les banques doivent préparer leurs paiements à la CLS Bank le plus tôt possible dans la matinée afin qu'il soit possible de faire face aux situations imprévues, et que, d'autre part, la plus haute priorité doit être donnée aux paiements CLS.

## **4 Les systèmes de paiement de masse**

### **4.1 Le passage définitif des systèmes de paiement de masse à l'euro**

En 2001, l'Eurosystème a surveillé l'état de préparation des systèmes de paiement de masse à un fonctionnement en euros dès le début 2002. Il est apparu que le passage à l'euro fiduciaire ne semblait pas devoir poser un problème majeur pour les systèmes de paiement de masse et les instruments de paiement scripturaux. Toutefois, certaines questions demeurent, qui concernent la préparation des distributeurs automatiques de billets (DAB) et des terminaux de point de vente dans certains pays. Ces problèmes ont

été résolus avant le passage définitif à l'euro fiduciaire. (Pour plus d'informations sur le passage à l'euro fiduciaire, cf. chapitre VI).

### **4.2 Les évolutions dans le domaine des services de paiement de masse transfrontière**

En poursuivant son objectif de création d'une zone de paiements unique pour l'euro,

<sup>3</sup> Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaire des banques centrales des pays du Groupe des Dix, BRI, novembre 1990

l'Eurosystème a continué, en 2001, de jouer un rôle de catalyseur des améliorations des services de paiement de masse transfrontière au sein de la zone, pour faire en sorte que la fourniture de ces derniers soit, à terme, aussi sûre, peu onéreuse et efficace que s'il s'agissait de services domestiques. La BCE a réaffirmé l'orientation figurant dans son rapport de 1999 intitulé *Improving cross-border retail payment services : the Eurosystem's view (L'amélioration des services de paiements de masse transfrontière – le point de vue de l'Eurosystème)* dans un article publié dans le *Bulletin mensuel* de la BCE de février 2001 *Vers une uniformisation du niveau de services pour les paiements de masse dans la zone euro*. Elle a organisé différentes réunions et collaboré activement avec les banques, les opérateurs des systèmes de paiement et les associations européennes du secteur du crédit, afin d'aider ce secteur à atteindre en 2002 les objectifs définis dans le rapport de 1999. Dans le rapport intitulé *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro (Vers une infrastructure intégrée pour les virements en euros)*, publié en novembre 2001, l'Eurosystème a examiné les moyens de supprimer les obstacles résiduels à l'origine des coûts élevés des virements transfrontière. Il a proposé différentes options techniques que les banques pourraient décider de mettre en œuvre afin d'établir une infrastructure interbancaire efficace pour les virements de masse transfrontière. Le rapport propose une « trajectoire » à suivre par les banques afin d'être en mesure de ramener les prix des paiements transfrontière au niveau des prix des paiements domestiques d'ici fin 2004.

La persistance, au fil des ans, du coût élevé des virements de masse transfrontière, a incité le Parlement européen et le Conseil à adopter le Règlement (CE) 2560/2001 du 19 décembre 2001 sur les paiements transfrontière en euros. Il oblige les banques à réduire les frais afférents aux paiements transfrontière inférieurs à 12 500 euros (50 000 à compter du 1er janvier 2006) pour les ramener au niveau des frais facturés pour les paiements domestiques. Le règlement s'applique aux paiements par carte et aux

retraits aux DAB à dater du 1er juillet 2002 et aux virements transfrontière à dater du 1er juillet 2003. En octobre 2001, la BCE avait émis un Avis sur le projet de règlement, notifiant son accord avec l'objectif général du texte, mais exprimant des réserves sur les effets secondaires, potentiellement négatifs, du recours à une réglementation en ce domaine.

### 4.3 Les initiatives de l'ABE

En novembre 2000, l'ABE a lancé l'initiative STEP 1 (acronyme issu de *Straight-Through Euro Processing*, traitement automatique de bout en bout des virements en euros) pour le traitement des paiements de clientèle de faible montant. Le nombre de banques ayant adhéré à STEP 1 est passé de 21 initialement à 65 à fin 2001, et le volume et le montant des paiements traités ont également triplé, pour ressortir à plus de 7 100 paiements par jour pour un montant quotidien total de 79,3 millions d'euros.

En 2001, l'ABE a présenté un projet de système pan-européen de traitement interbancaire des paiements de masse. Le nouveau système, appelé STEP 2, développe les services offerts par STEP 1 et constitue une réponse à l'objectif de l'Eurosystème d'améliorer les services transfrontière de masse dans la zone euro. STEP 2 fournira un service de compensation automatique, qui triera les fichiers de paiement agrégés envoyés par chaque participant expéditeur en fichiers séparés pour chacun des participants destinataires. Ces fichiers de paiements seront réglés *via* une banque participant au système de paiement de montant élevé Euro 1. L'ABE prévoit de faire démarrer les activités de STEP 2 d'ici décembre 2002.

### 4.4 La monnaie électronique et les enquêtes sur le commerce et les paiements électroniques

En 2001, l'Eurosystème s'est intéressé aux nouvelles évolutions intervenant dans le

domaine des paiements électroniques (c'est-à-dire les paiements sur Internet), liés au développement du commerce électronique et à d'autres initiatives. L'Eurosystème a commencé à évaluer si les rôles traditionnels de la Banque centrale au regard des systèmes et instruments de paiement, à savoir le maintien de la stabilité systémique, la promotion de l'efficacité et de la sécurité et la sauvegarde du mécanisme de transmission de la politique monétaire, étaient affectés par ces nouvelles évolutions, et, si oui, dans quelle mesure. La notion de confiance (sécurité juridique, sécurité des transactions, etc.) étant essentielle au commerce électronique, l'Eurosystème a commencé à analyser les « services assurant la confiance » liés à l'environnement de réseau ouvert, comme des applications éventuelles de la *Public Key Infrastructure* (PKI) au sein du secteur des systèmes de paiement.

L'Eurosystème a également continué à suivre les évolutions en matière de systèmes de monnaie électronique et leurs implications pour les banques centrales. En particulier, les différentes approches de la sécurité de ces systèmes au plan technique ont été analysées du point de vue de la surveillance. Il est actuellement examiné si le *Report on electronic money (Rapport sur la monnaie électronique)* publié par la BCE en 1998 et, plus précisément, la troisième exigence minimale de ce rapport, relative à la sécurité technique des systèmes de monnaie électronique, pourrait faire l'objet de développements plus détaillés, afin de mettre en place un cadre technique commun de sécurité pour les dispositifs de monnaie électronique. Une attention toute particulière est portée aux initiatives des marchés, qui fournissent un cadre composé d'objectifs et d'exigences de sécurité, indépendamment de la technologie sous-jacente utilisée.

## 5 Les systèmes de compensation et de règlement de titres

L'Eurosystème a un intérêt général au bon fonctionnement des systèmes de règlement de titres. De fait, le dysfonctionnement de ces systèmes pourrait influencer sur deux missions fondamentales des banques centrales, garantie d'un fonctionnement satisfaisant des systèmes de paiement et mise en œuvre de la politique monétaire. En outre, certaines BCN assurent le fonctionnement de systèmes de règlement de titres ou sont chargées explicitement de leur surveillance respective.

En principe, les négociations de titres convenues entre deux parties portent, d'une part, sur la livraison des titres et, d'autre part, sur le paiement sous-jacent. Ces tâches sont assurées par des institutions centrales, telles que les systèmes de règlement de titres. Les obligations des participants aux systèmes de règlement de titre sont parfois calculées à l'avance par les chambres de compensation. Les organismes de compensation qui s'interposent en tant qu'acheteur auprès du vendeur et en tant que vendeur auprès de l'acheteur s'appellent des contreparties

centrales. Les perturbations des systèmes de règlement de titres peuvent compromettre le bon fonctionnement des marchés de capitaux et, avec la mise en œuvre des mécanismes de livraison contre paiement, elles sont automatiquement répercutées au système de paiement. Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sont garanties, leur exécution dépendant de la livraison en temps utile d'actifs, qui sont, pour l'essentiel, transférés et réglés par ces institutions.

### 5.1 La compensation

L'Eurosystème a suivi avec attention et analysé avec soin le processus de consolidation en matière de compensation avec contrepartie centrale en raison des implications possibles pour la bonne exécution des opérations de politique monétaire, le fonctionnement efficace des systèmes de paiement et de règlement et la stabilité des marchés de capitaux en général. Le processus de consolidation renforce la



complexité de cette question<sup>4</sup>. D'une part, la consolidation dans le domaine de la compensation avec contrepartie centrale pourrait contribuer à accroître l'efficacité du mécanisme de compensation et de règlement de titres, d'autre part, les conséquences systémiques potentielles de la défaillance d'une contrepartie centrale augmentent avec sa taille. À cet égard, un certain nombre de questions doivent être prises en compte. Le 27 septembre 2001, la BCE a communiqué la position de l'Eurosystème s'agissant de la consolidation en matière de compensation avec contrepartie centrale ; elle s'articule autour des points suivants.

Tout d'abord, il est essentiel d'établir des normes efficaces de gestion du risque pour les contreparties centrales.

En outre, les zones monétaires développent traditionnellement leurs propres infrastructures domestiques en termes de systèmes de paiement, de systèmes de règlement de titres, de marchés boursiers, etc. À cet égard, il est important d'établir une distinction entre contreparties centrales « domestiques », d'une part, et contreparties centrales « internationales », d'autre part. Une contrepartie centrale « domestique » traite principalement des actifs libellés dans une seule devise. Le champ géographique naturel de toute infrastructure de marché traitant principalement des titres et des produits dérivés libellés en euros est la zone euro. Eu égard à l'importance systémique potentielle des systèmes de compensation et de règlement de titres, cette infrastructure « domestique » devrait être localisée dans la zone euro. De surcroît, l'existence d'une infrastructure domestique ne devrait pas empêcher l'émergence d'infrastructures internationales traitant simultanément plusieurs devises, y compris l'euro.

De plus, la consolidation de la compensation avec contrepartie centrale ne devrait pas seulement faciliter l'intégration mais aussi contribuer à réduire le coût de la compensation par le biais d'économies d'échelle et d'externalités de réseau. À défaut

de signes indiscutables d'une défaillance des marchés, le processus de consolidation de l'infrastructure de compensation avec contrepartie centrale devrait être conduit par le secteur privé, mais les autorités publiques peuvent contribuer à supprimer des obstacles discriminants et injustifiés à l'intégration et à la concurrence, tels que les difficultés d'ordre juridique et une absence de normalisation.

Par ailleurs, l'Eurosystème est intéressé à l'efficacité des structures de marché. Quelle que soit l'architecture retenue en définitive, il est essentiel que les opérateurs bénéficient d'un accès ouvert et non discriminatoire à tous les systèmes tout au long de la « chaîne de valeur » (c'est-à-dire transaction, compensation et règlement).

Enfin, l'Eurosystème soutient la coopération en matière de compensation avec contrepartie centrale au niveau international et devrait participer à la surveillance des systèmes multi-devises internationaux traitant l'euro.

## 5.2 Le règlement

En 1998, la BCE a adopté des normes auxquelles doivent satisfaire les systèmes de règlement de titres et les liens entre ces systèmes pour être utilisés dans les opérations de crédit du SEBC. Ces normes visent à empêcher que des risques inappropriés soient assumés dans la conduite des opérations de crédit, garantissant ainsi un niveau commun de sécurité pour le règlement des titres lié à la fourniture d'actifs de garantie. Les systèmes de règlement de titres et leurs liens sont régulièrement évalués au regard de ces normes. Le 3 juillet 2001, le Conseil des gouverneurs a approuvé cinq nouveaux liens entre systèmes de règlement de titres, portant à 66 le nombre total de liens actuellement éligibles. Les nouveaux liens éligibles relient SCLV (Espagne) à Necigef

<sup>4</sup> La consolidation peut être réalisée par différents moyens, notamment interopérabilité, alliances, opérations conjointes et fusions.

(Pays-Bas), et Necigef à SCLV, Euroclear (Belgique) à Crest (Royaume-Uni), et Crest à Euroclear, et Monte Titoli (Italie) à Clearstream (Luxembourg).

Certains systèmes de règlement de titres sont engagés dans un processus de consolidation transfrontière. Néanmoins, mis à part le transfert vers Euroclear, en décembre 2000, de la fonction de règlement précédemment assurée par le Securities Settlement Office de la Banque centrale d'Irlande, ces accords n'ont pas encore entraîné une diminution du nombre de systèmes en Europe.

### **5.3 La coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières**

En octobre 2001, le Conseil des gouverneurs et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières ont décidé de travailler conjointement sur les questions

d'intérêt commun dans le domaine des systèmes de compensation et de règlement de titres. Cette coopération vise à établir des normes et/ou des recommandations au niveau européen. Une approche commune contribuera à instaurer l'égalité de traitement pour les fournisseurs de services de compensation et de règlement de titres et permettra de surmonter la forte hétérogénéité des cadres législatifs des différents pays européens.

Le rapport intitulé *Recommendations for Securities Settlement Systems*, publié par le groupe de travail conjoint du Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement (CSPR) et de l'Organisation Internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) au mois de novembre 2001, couvre les systèmes de règlement de titres dans les pays industrialisés et en développement. Il a été considéré comme un point de départ valable pour évaluer la nécessité d'adopter des recommandations plus précises au niveau européen.

## **6 La coopération avec les pays candidats à l'adhésion et les autres activités**

### **6.1 La coopération avec les pays candidats à l'adhésion**

L'Eurosystème a continué de renforcer sa coopération avec les pays candidats à l'adhésion dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement. De nouveaux contacts bilatéraux, y compris sous forme d'allocutions et d'interventions, et des relations de travail avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion ont été établis et se sont poursuivis tout au long de l'année. La BCE a accueilli une réunion multilatérale regroupant toutes les banques centrales de l'UE et des pays candidats. À la suite de cette manifestation, la BCE, en coopération avec les banques centrales de l'UE et des pays candidats, a entrepris de constituer une documentation exhaustive visant à fournir des éléments d'orientation, dans le domaine des

systèmes de paiement et de règlement, sur le processus d'élargissement.

La BCE a participé à l'organisation de la conférence de l'Association des dépositaires centraux de titres d'Europe centrale et orientale sur les systèmes de règlement de titres dans les pays d'Europe centrale et orientale, qui s'est tenue à Budapest en mars 2001. La conférence a accueilli des responsables des banques centrales, des régulateurs de marchés de valeurs mobilières et des dépositaires centraux de titres.

Du 3 au 5 septembre 2001, la BCE a tenu un séminaire sur les systèmes de paiement destiné aux dirigeants de banques centrales des pays candidats à l'adhésion, d'autres pays d'Europe orientale, du bassin méditerranéen, d'Asie centrale et du Moyen Orient. Le séminaire offrait aux participants une vue

d'ensemble des systèmes de paiement et de règlement de titres de l'UE, ainsi que des informations relatives aux activités de l'Eurosystème dans ces domaines.

La BCE a également coopéré étroitement avec la Commission européenne en participant à des réunions avec des délégations de pays candidats organisées à la Commission. Ces réunions permettent d'aborder des questions pratiques relatives à la transposition, dans la législation nationale des pays candidats, des Directives et Recommandations de la Commission européenne sur les systèmes de paiement et de règlement.

De plus, des travaux ont été engagés sur la rédaction d'une mise à jour du rapport de 1999 intitulé *Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union (Accession Country Blue Book)*. Ce document (*Systèmes de paiement dans les pays ayant fait acte de candidature auprès de l'Union européenne (Livre bleu des pays candidats)*) devrait être publié au second semestre 2002 et fournira un guide descriptif mis à jour des systèmes de paiement et des systèmes de compensation et de règlement de titres fonctionnant dans les pays candidats, comportant des informations statistiques actualisées.

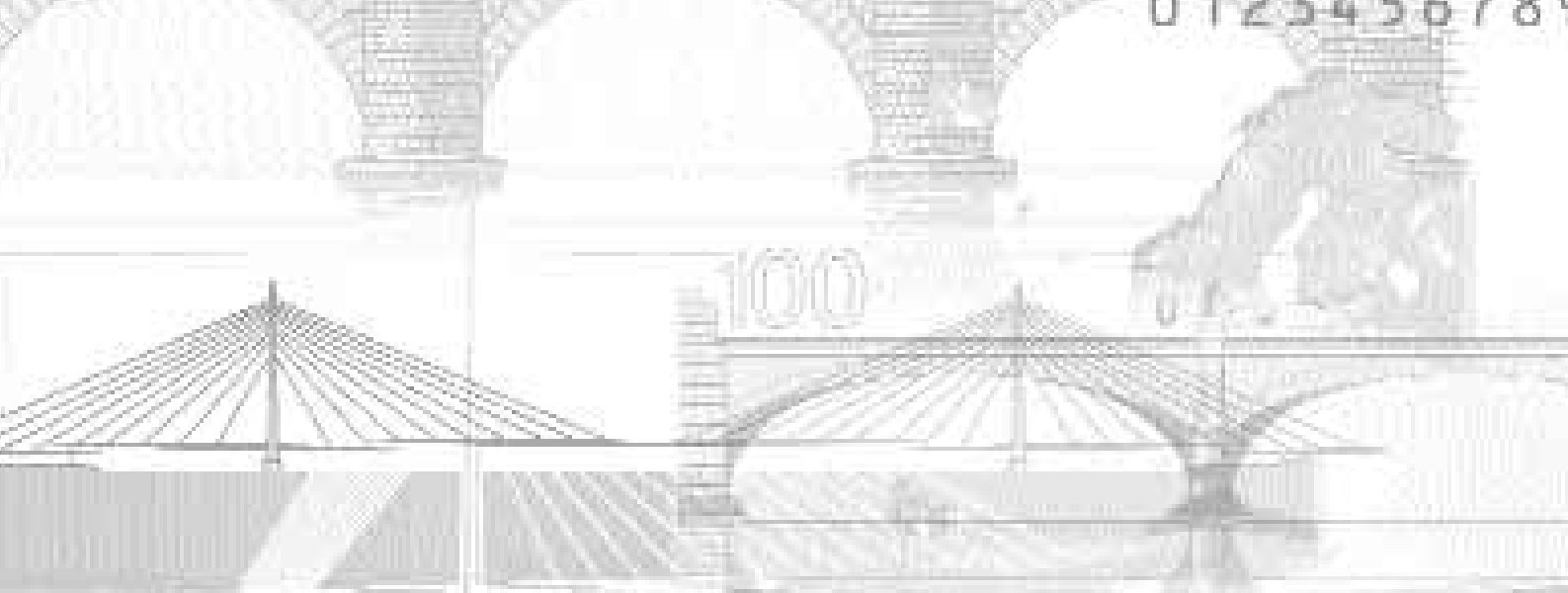
Le chapitre V fournit de plus amples informations sur les relations de la BCE avec ces États.

## 6.2 Les autres activités

Le 7 février 2001, la BCE a accueilli une conférence intitulée *Comment établir une infrastructure domestique de paiements de masse dans la zone euro*. Cette manifestation visait à promouvoir une vision stratégique au niveau de la zone euro s'agissant du développement de paiements de masse. Elle a permis de faire prendre conscience aux opérateurs de marché du rôle qu'ils devraient jouer dans la mise en place d'une nouvelle infrastructure de paiements de masse pour la zone de paiement unique.

En juin 2001, la BCE a publié la troisième édition du rapport intitulé *Systèmes de paiement et de règlement de titres de l'Union européenne*, également appelé *Livre bleu (Blue book)*, qui constitue une description mise à jour des principaux systèmes de paiement et de règlement de titres fonctionnant dans les États membres de l'UE et comportant des statistiques actualisées. Le nouveau chapitre consacré à la zone euro décrit les aspects et les caractéristiques des systèmes de paiement et de règlement de titres qui sont communs ou qui intéressent l'ensemble de la zone euro. Il présente également le cadre juridique et réglementaire commun et met l'accent sur les rôles de la BCE et de l'Eurosystème.





Portugal : (à droite) **Véhicule blindé quittant l'imprimerie portugaise avec un chargement d'euros**  
(à gauche) **Gardes assurant la sécurité dans la rue lors du transport des espèces**

## **Chapitre VIII**

# **La stabilité financière et la surveillance prudentielle**

## I Les dispositifs de stabilité financière et de surveillance prudentielle

Les dispositifs institutionnels pour la surveillance prudentielle ont été récemment revus ou débattus dans divers États membres. Dans certains cas, les propositions tendaient à réduire le rôle des banques centrales dans le domaine de la surveillance prudentielle et à élargir le champ des responsabilités des différents organismes de surveillance. Néanmoins, actuellement, dans dix pays de la zone euro sur douze, les banques centrales nationales (BCN) sont directement responsables de la surveillance prudentielle, ou entretiennent des liens institutionnels étroits avec les différents organismes de surveillance, ou encore sont largement impliquées dans la conduite opérationnelle des missions de surveillance. L'Eurosystème soutient fermement le maintien, voire le renforcement du rôle des BCN dans le domaine de la surveillance prudentielle. Cette position, qui a été communiquée au public<sup>1</sup>, est fondée sur une évaluation des principaux changements du cadre institutionnel et des marchés de capitaux entraînés par l'introduction de l'euro.

Deux des principaux arguments en faveur de l'attribution des responsabilités en matière de surveillance à un organisme externe à la banque centrale deviennent moins convaincants dans le cadre institutionnel de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). Tout d'abord, le potentiel présumé de conflits d'intérêts entre les objectifs de la surveillance prudentielle et de la politique monétaire est plus faible dans l'Eurosystème. La juridiction monétaire (la zone euro) ne coïncide plus avec celle de la surveillance (institutions nationales et marchés). Par conséquent, aucun conflit ne peut apparaître au niveau national, étant donné que les BCN ne contrôlent plus de façon indépendante la création monétaire. Deuxièmement, l'argument selon lequel l'attribution des deux fonctions à une même autorité conduirait à une concentration excessive des pouvoirs devient également moins pertinent dans une configuration où les décisions de politique monétaire sont du ressort du Conseil des

gouverneurs de la BCE et hors du contrôle exclusif des BCN. Inversement, les arguments préconisant de confier aux banques centrales des responsabilités en matière de surveillance se sont renforcés. La création de l'UEM a modifié la nature et l'ampleur du risque systémique, accroissant l'éventualité d'une extension au-delà des frontières nationales des perturbations induites ou transmises par les marchés interbancaires et financiers ou les infrastructures de marché. La contribution de l'Eurosystème à la surveillance et au contrôle du risque systémique dans l'ensemble de la zone euro sera plus grande si les BCN sont plus largement impliquées dans la surveillance prudentielle. Dans l'exercice de ces fonctions, les BCN bénéficieraient des connaissances acquises, en tant qu'éléments constitutifs de l'Eurosystème, sur les évolutions, dans l'ensemble de la zone, des marchés monétaires et de titres, ainsi que des infrastructures de marché. En outre, la tendance à l'internationalisation et au regroupement des activités financières suscite des préoccupations d'ordre systémique importantes liées à l'existence de grandes institutions multinationales complexes. Par conséquent, un cadre institutionnel au sein duquel la BCE exerce des missions de politique monétaire, dans lequel les BCN participent largement à la surveillance des marchés nationaux et où la coopération est renforcée à l'échelle de la zone euro, semblerait approprié pour faire face aux changements résultant de l'introduction de l'euro. Ces arguments ressortent également des Avis émis par la BCE, conformément à l'article 105 (4) du Traité, relatifs aux projets de loi sur la structure institutionnelle de la surveillance financière en Autriche et Allemagne<sup>2</sup>.

Le débat relatif au caractère adéquat des dispositifs institutionnels de stabilité

<sup>1</sup> Cf. *Banque centrale européenne, The role of central banks in prudential supervision (Le rôle des banques centrales dans la surveillance prudentielle)*, mars 2001

<sup>2</sup> Cf. le site Internet de la BCE à la rubrique Publications, Documents juridiques

financière est également mené au niveau de l'Union européenne. Le Comité économique et financier (CEF) a veillé à l'application des recommandations formulées dans le *Report on Financial Stability* (Rapport sur la stabilité financière) publié en avril 2000, qui appelait à un renforcement, par le biais d'une coopération accrue, du fonctionnement opérationnel des dispositifs de stabilité financière. Le CEF a également examiné la question de la gestion des crises financières qui n'était pas spécifiquement traitée dans le rapport précité. Les résultats de ces travaux sont présentés dans le *Report on Financial crisis management* (Rapport sur la gestion des crises financières) publié en avril 2001. Ce rapport reconnaît que des progrès substantiels sont réalisés par les comités de surveillance et les autorités nationales de l'UE, s'agissant de l'application des recommandations émises dans le premier rapport, et incite vivement les autorités concernées à continuer d'améliorer le fonctionnement des dispositifs institutionnels actuels. Il appelle également au renforcement de la coopération en vue d'assurer une gestion de crise efficace. En particulier, le CEF émet les recommandations suivantes : (a) les principaux groupes et institutions financières devraient être en mesure de fournir rapidement des informations fiables sur leur situation financière en procédant à des simulations de crise et en adoptant des plans

d'urgence afin de faire face à des scénarios de crise spécifiques ; ces informations devraient être partagées régulièrement avec les autorités de surveillance et les banques centrales concernées ; (b) les entraves juridiques subsistant encore à l'échange rapide d'informations entre autorités de surveillance, BCN et autres autorités concernées devraient être supprimées ; (c) un accord devrait être conclu en ce qui concerne le contrôleur chef de file de la surveillance des principales institutions financières, notamment les conglomérats ; (d) l'élaboration de protocoles d'accord devrait être poursuivie pour traiter les questions liées à la gestion de crise et aux accords préalables sur les procédures d'échanges d'informations en cas de crises ; et (e) les autorités en charge de la concurrence devraient maintenir des procédures rapides et solides visant à prendre en considération les implications, au niveau de la concurrence, des mesures de gestion de crise. L'Eurosystème soutient pleinement les recommandations du rapport et appelle vivement à leur mise en application rapide. À cette fin, le Comité de surveillance bancaire (CSB) a travaillé en liaison avec le Groupe de contact en vue de parvenir à un accord entre les autorités de surveillance et les banques centrales dans le domaine de la coopération et du partage d'informations dans les situations de crise.

## **2 Les structures, les performances et les risques dans le secteur bancaire**

Le suivi des évolutions dans le secteur bancaire dans une perspective zone euro/UE, assuré par le CSB, a été de nouveau amélioré durant l'année 2001 et s'est articulé autour de deux grands axes. Tout d'abord, une analyse régulière et exhaustive des principales évolutions structurelles dans le secteur bancaire a été engagée. Cette analyse, qui doit être effectuée une fois par an, a pour objet de faire ressortir les évolutions importantes de nature structurelle appelant l'attention des banques centrales et des organismes de surveillance et des réponses de leur part.

Dans ce contexte, le CSB a également continué d'examiner un certain nombre de questions *ad hoc*, telles que les relations banques-clients dans le domaine des services financiers aux entreprises et l'évolution du profil et de la gestion de la liquidité des banques. Deuxièmement, l'analyse macroprudentielle de la stabilité du secteur bancaire effectuée régulièrement a été encore étendue en termes de méthodologies et de portée thématique. Les travaux ont débuté sur les méthodes relatives à l'évaluation de l'exposition des banques aux risques de crédit



vis-à-vis des différents secteurs industriels et à la conduite d'analyses de simulation de crises. Parmi les thèmes abordés, il convient de mentionner celui de la détermination des provisions des banques pour créances douteuses tout au long des cycles conjoncturels. Les grandes évolutions structurelles dans le secteur bancaire et les principaux facteurs pesant sur la solidité de ce secteur sont exposés ci-après.

### Les évolutions structurelles

Un certain nombre de tendances de long terme continuent d'agir sur le secteur bancaire.

Tout d'abord, le processus de consolidation bancaire s'est poursuivi dans la majorité des pays de l'UE en 2001. Récemment, ce processus a concerné de façon croissante les plus grandes banques, qui ont renforcé leur position sur les marchés domestiques ou se sont efforcées d'atteindre une « masse critique » suffisante pour regrouper les activités sur les marchés interbancaires et financiers et pour concurrencer les autres établissements de la zone euro dans plusieurs domaines (tels que gestion d'actifs, prise ferme et négociation). Ainsi, le tableau 16 montre que la valeur agrégée des fusions bancaires et le volume moyen des transactions se sont accrus de façon significative au cours des dernières années. Dans la même période, le mouvement de restructuration des établissements de petite et moyenne importance s'est poursuivi dans de nombreux pays.

En conséquence, le processus de concentration bancaire au niveau national s'est encore renforcé dans la plupart des pays. Dans les États membres de l'UE, la part moyenne des activités bancaires domestiques contrôlées par les cinq plus grandes banques (*Concentration ratio*, taux de concentration ou CR5) est passée de 50 % environ à 60 % de 1990 à 2001. La participation accrue des plus grandes banques dans le processus de consolidation a accéléré les changements

structurels, marqués par une progression sensible de la concentration depuis 1997. Toutefois, des différences considérables subsistent entre les pays. Dans les pays scandinaves, le CR5 s'établit entre 70 % et 90 %, alors qu'en Allemagne, où le système bancaire est très peu concentré, ce chiffre est de l'ordre de 20 % environ. Le processus de consolidation s'est également renforcé dans le domaine des services d'investissement. Les grandes banques de l'UE ont investi des montants substantiels ces dernières années pour faire face à la forte augmentation de la demande dans ce domaine sous l'effet de l'expansion des marchés de capitaux européens. L'importance croissante des services d'investissement apparaît dans la structure des revenus des banques de l'UE. En 2000, les revenus de commissions générés essentiellement par ces activités ont représenté 52 % du revenu net total (contre moins de 30 % en 1996). Dans ce domaine, la consolidation a été induite par la volonté d'acquérir une stature internationale et d'offrir une grande diversité de services. La polarisation s'accroît dans ce secteur, dans la mesure où les banques d'investissement de taille moyenne ont eu à choisir entre développer une stratégie de niche, nouer des alliances avec d'autres entreprises ou se retirer du marché. Cette tendance a été renforcée par les conditions économiques défavorables résultant de la forte correction des marchés boursiers enregistrée depuis le second semestre 2000. Un ralentissement sensible des activités sur le marché primaire, en particulier en matière d'émission d'actions, a entraîné une réduction substantielle des bénéfices liés aux services d'investissement en 2001.

Deuxièmement, le processus d'internationalisation se déroule à la fois à l'intérieur et à l'extérieur de l'UE. Il paraît lié à l'intensification de la concurrence au niveau national et à l'amélioration des perspectives de croissance sur les marchés étrangers. De nombreuses banques ont préféré s'implanter dans des pays voisins ou de langue et de culture similaires, développant ainsi des activités bancaires « régionales ». Les banques

grecques, par exemple, se sont étendues dans les Balkans, les banques scandinaves dans les régions nordique et baltique, et les banques espagnoles en Amérique latine. L'Europe centrale et orientale a été la cible de banques autrichiennes, belges, françaises, néerlandaises et italiennes. Au sein même de l'UE, plusieurs opérations transfrontière de grande ampleur ont été effectuées qui ont conduit à une progression de la composante non-domestique des systèmes bancaires de nombreux pays. Les données agrégées montrent également une augmentation de l'importance des opérations transfrontière de fusions et acquisitions (cf. tableau I 6).

Troisièmement, des conglomérats financiers sont créés dans de nombreux pays. Cette évolution est mise en évidence par la part significative des accords intersectoriels dans les fusions et acquisitions impliquant des banques de l'UE (cf. tableau I 6). La forme classique de regroupement inclut la formation de groupes banque-assurance. Cette tendance a également été favorisée par les réformes des systèmes nationaux de retraite, qui ont développé le potentiel d'investissement des fonds de pension et les synergies à l'œuvre dans la distribution des différents produits financiers. De simples accords de distribution,

utilisant généralement les réseaux de succursales bancaires, ont constitué une solution de rechange aux liens d'actionnariat. Pour les banques, cela représente un moyen de récupérer une partie des coûts liés au maintien de vastes réseaux de succursales. Récemment, de plus en plus de banques ont fusionné avec des entreprises d'investissement pour tirer parti du développement des marchés financiers.

Quatrièmement, la disparition progressive des frontières traditionnelles entre les activités bancaires, d'assurance et de gestion d'actifs ont conduit à l'apparition de produits financiers de plus en plus « hybrides », tels que les contrats d'assurance dont la performance est liée à celle de fonds communs de placement. En ce qui concerne la clientèle d'entreprises, les banques sont allées au-delà de leur rôle traditionnel consistant à octroyer des crédits et se sont engagées dans des activités de prise ferme, de conseil et de restructurations d'entreprises. Même si les liens privilégiés banque-client sont encore considérés comme étant importants dans tous les pays, les pressions de la concurrence internationale s'accroissent. Ainsi des entreprises ont commencé à lancer des appels d'offres auprès de banques

**Tableau I 6**

### Opérations de fusions et acquisitions auxquelles participent des banques de l'Union européenne

	1990–1997	1998–2001	1990–2001
<b>Valeur totale (millions d'euros)</b>	201 739	333 664	535 404
(% du total)	38	62	100
dont:			
Opérations nationales/au sein d'un même secteur	61	66	64
Opérations nationales/impliquant plusieurs secteurs	17	14	15
Opérations transfrontière/au sein d'un même secteur	8	13	12
Opérations transfrontière/impliquant plusieurs secteurs	14	7	9
<b>Valeur moyenne (millions d'euros)</b>	412,6	1 174,9	729,8
Opérations nationales/au sein d'un même secteur	475,8	1 345,9	861,6
Opérations nationales/impliquant plusieurs secteurs	310,5	1 131,1	549,1
Opérations transfrontière/au sein d'un même secteur	246,9	1 064,2	606,5
Opérations transfrontière/impliquant plusieurs secteurs	58,1	605,0	570,4

Source : Thomson Financial Securities Services

Notes : Les opérations nationales/transfrontière sont déterminées en fonction de la juridiction dont dépend l'entreprise cible. Les opérations impliquant plusieurs secteurs correspondent aux opérations effectuées par les banques avec les institutions financières non bancaires. Les données portent sur l'ensemble des opérations auxquelles participent les grandes et moyennes entreprises (définitions données par Thomson Financial Securities Services).

internationales ou à recourir aux services de différentes banques pour des opérations spécifiques.

Enfin, les banques passent de plus en plus par d'autres circuits de distribution afin de réduire les coûts et d'approcher de nouveaux clients. Même si les succursales constituent encore leur principal canal dans ce domaine, les banques font appel de plus en plus à des intermédiaires indépendants ou à des réseaux de franchise. Le site Internet est en mesure de modifier fondamentalement l'interaction banques-clients. Toutefois, dans la plupart des pays de l'UE, les banques mettent en place une stratégie à circuits multiples, associant le réseau traditionnel de succursales avec le site Internet. Jusqu'à présent, le recours aux services bancaires par le biais d'Internet a été particulièrement important dans le domaine de la négociation sur titres ou d'autres services standardisés liés aux dépôts. Dans l'UE, les services bancaires sur Internet ont été mis en place principalement par les banques existantes ; très peu de banques travaillent exclusivement sur Internet et leur part de marché est très faible.

### **Les performances et les risques**

Dans le courant 2001, l'environnement dans lequel les banques ont opéré s'est dégradé ; en effet, les performances macroéconomiques au niveau tant mondial que de l'UE se sont affaiblies, les marchés boursiers ont baissé et la volatilité du marché financier s'est accrue. L'analyse macroprudentielle des risques pesant sur le secteur bancaire a été intensifiée, en particulier après les attentats du 11 septembre aux États-Unis.

Les risques pesant sur le secteur bancaire se sont renforcés, dès avant les événements survenus aux États-Unis, en raison de la progression de l'endettement des emprunteurs des banques et de la fragilité de certains pays et secteurs emprunteurs importants.

Tout d'abord, s'agissant des risques sectoriels encourus par les banques, les secteurs des TMT (télécommunications-médias-technologie) ont enregistré une hausse rapide de leur endettement pour financer principalement l'acquisition de licences et d'autres investissements liés aux réseaux de téléphonie mobile de troisième génération. Dans l'UE, ces secteurs ont perdu en 2001 plus de 50 % de leur capitalisation boursière depuis le pic du printemps 2000. Même si le sentiment des opérateurs envers les secteurs TMT s'est amélioré fin 2001, des fragilités significatives subsistent. Cela est dû, entre autres, à la volonté accrue des États de réduire les coûts élevés de la mise en place de l'infrastructure correspondante. Certains risques sectoriels se sont encore renforcés après les attentats aux États-Unis. Cette évolution a concerné en particulier les secteurs directement affectés par ces attentats (compagnies aériennes, tourisme et assurance). Les risques encourus par les banques sur ces secteurs ont généralement été jugés peu excessifs et gérables.

Deuxièmement, en ce qui concerne les expositions des banques au risque-pays, la situation économique dans certaines économies émergentes s'était dégradée avant même les événements survenus aux États-Unis, cette évolution s'étant accentuée par la suite. En Asie, un fléchissement marqué des exportations du secteur des technologies de l'information, en particulier, a pesé sur l'activité économique. La situation en Amérique latine s'est nettement aggravée par suite de l'affaiblissement de l'économie américaine et de la crise financière en Argentine. Durant l'année, et contrairement aux situations antérieures d'instabilité financière dans les pays émergents, les investisseurs internationaux ont dissocié les risques spécifiques liés à l'Argentine de ceux provenant d'autres pays d'Amérique latine. Les effets de contagion financière sur le Brésil se sont atténués sensiblement au dernier trimestre 2001, même si la situation a continué de se dégrader en Argentine. Une analyse similaire peut être effectuée pour la Turquie, où l'instabilité financière, si elle reste une source de

préoccupation, ne s'est pas largement propagée à d'autres pays. À l'exception de la Russie, les perspectives de croissance économique se sont également assombries dans un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale. Au total, le risque de crédit, en données brutes, des banques de l'UE vis-à-vis des économies de marché émergentes a eu tendance à augmenter en 2001, tout en restant, le plus souvent, relativement limité par rapport aux fonds propres des banques.

Troisièmement, en ce qui concerne les performances du secteur bancaire, le revenu net des banques de l'UE a fléchi, en 2001, sous l'effet d'une baisse des revenus liés aux

activités de banque d'investissement, principalement à l'origine des bénéfiques records enregistrés en 2000, et de la dégradation de la situation macro-économique. Dans ce contexte, en raison de la rigidité des coûts des banques, il semble que le niveau de rentabilité ait été difficile à préserver. Globalement, les perspectives de rentabilité se sont détériorées en 2001. Toutefois, les résultats particulièrement élevés de la plupart des banques au cours des années précédentes et les réserves accumulées ont été jugés suffisants pour faire face à la détérioration des conditions extérieures.

### 3 La réglementation bancaire et financière

La révision du dispositif d'adéquation des fonds propres des banques est demeurée la question centrale dans le domaine de la *réglementation bancaire* au niveau international. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a décidé de modifier le cadre temporel fixé pour la finalisation et la mise en œuvre du Nouvel accord sur les fonds propres, afin notamment de revoir de manière approfondie les commentaires nombreux et détaillés reçus au cours de la deuxième série de consultations démarrée en janvier 2001 et à l'issue de celle-ci. Au cours de l'année 2001, le CBCB a encore affiné les principaux éléments des trois piliers du cadre proposé, à savoir les exigences minimales de fonds propres, le processus de surveillance prudentielle et la discipline de marché, afin de permettre l'élaboration d'une série exhaustive de règles. En outre, le calibrage des charges en fonds propres en valeur absolue a été amélioré, sur la base notamment des résultats d'études spécifiques sur les incidences du dispositif. En outre, des aspects macroprudentiels liés aux aspects pro-cycliques éventuels du Nouvel accord ont fait l'objet d'une attention accrue.

Au niveau de l'UE, les travaux relatifs à la réforme des normes de fonds propres

réglementaires pour les banques et les entreprises d'investissement ont été engagés parallèlement à ceux du CBCB. En mars 2001, la Commission européenne a publié son deuxième document consultatif. Ce document portait essentiellement sur des questions intéressant particulièrement l'UE, telles que le traitement des banques de petite et moyenne taille et des entreprises d'investissement ; un certain nombre de solutions spécifiques ont été proposées à cet égard. Étant donné que le processus de décision doit comporter la souplesse nécessaire pour répondre efficacement aux évolutions des services et marchés financiers, une nouvelle procédure doit être engagée pour amender cette Directive ; elle doit opérer une distinction entre les éléments clés, soumis à la procédure normale de codécision et les dispositions techniques, dont les modifications s'inscrivent dans le cadre de la procédure de « comitologie ».

En juin 2001, la BCE, qui participe au CBCB et au Comité consultatif bancaire (instance de l'UE assistant la Commission européenne dans l'élaboration de la nouvelle législation bancaire de la Communauté) en qualité d'observateur, a soumis ses commentaires relatifs aux documents consultatifs publiés

par le CBCB<sup>3</sup> et la Commission européenne. La BCE a soutenu les grandes lignes de la réforme réglementaire proposée, considérant qu'elle contribuerait à renforcer la stabilité financière. Les principales remarques de la BCE ont été axées sur : (a) les effets procycliques éventuels du Nouvel accord ; (b) la nécessité d'une structure d'incitation adéquate pour sélectionner l'approche la plus appropriée (à savoir, approche standardisée, approche simple fondée sur les notations internes (NI) et approche NI avancée ; (c) l'interaction efficace des trois piliers et la nécessité d'une convergence prudentielle pour la mise en œuvre du nouveau dispositif ; et (d) le juste équilibre entre exactitude et complexité. En ce qui concerne les questions spécifiques à l'UE, la BCE a donné son aval à un traitement équitable et prudent des banques de petite et moyenne taille ainsi que des entreprises d'investissement afin de garantir que les exigences en fonds propres reflètent leur profil de risque spécifique. La BCE a également réservé un accueil favorable à la flexibilité proposée du processus législatif.

La question de la comptabilisation en juste valeur a également fait l'objet de discussions internationales après la diffusion en décembre 2000 du document consultatif intitulé *Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items* par le Groupe de travail conjoint des instances de normalisation pour les instruments financiers. Dans ce document, il est proposé d'utiliser la comptabilisation en juste valeur pour la valorisation de tous les instruments financiers. Dans sa contribution au processus de consultation, la BCE a émis des réserves s'agissant de l'application au secteur bancaire d'un régime de comptabilisation en juste valeur intégrale, en particulier au portefeuille bancaire des banques<sup>4</sup>.

Dans le domaine de la réglementation financière, la mise en œuvre du Plan d'action sur les services financiers s'est poursuivie en 2001, en vue de promouvoir la poursuite de l'intégration des marchés financiers dans l'UE, tout en assurant parallèlement une protection adéquate des investisseurs et la

stabilité du secteur financier. Dans ce contexte, en 2001, la Commission a présenté une proposition de Directive sur les conglomérats financiers, visant à établir des normes prudentielles au niveau des conglomérats et à atteindre un degré élevé de coordination entre les autorités de surveillance compétentes. Dans son Avis sur la question<sup>5</sup>, la BCE a proposé certaines améliorations en ce qui concerne le champ d'application de la Directive, la transparence et la clarté des dispositifs prudentiels et la répartition appropriée des missions et compétences entre les autorités concernées, en particulier en ce qui concerne le « contrôleur chef de file » de la surveillance additionnelle.

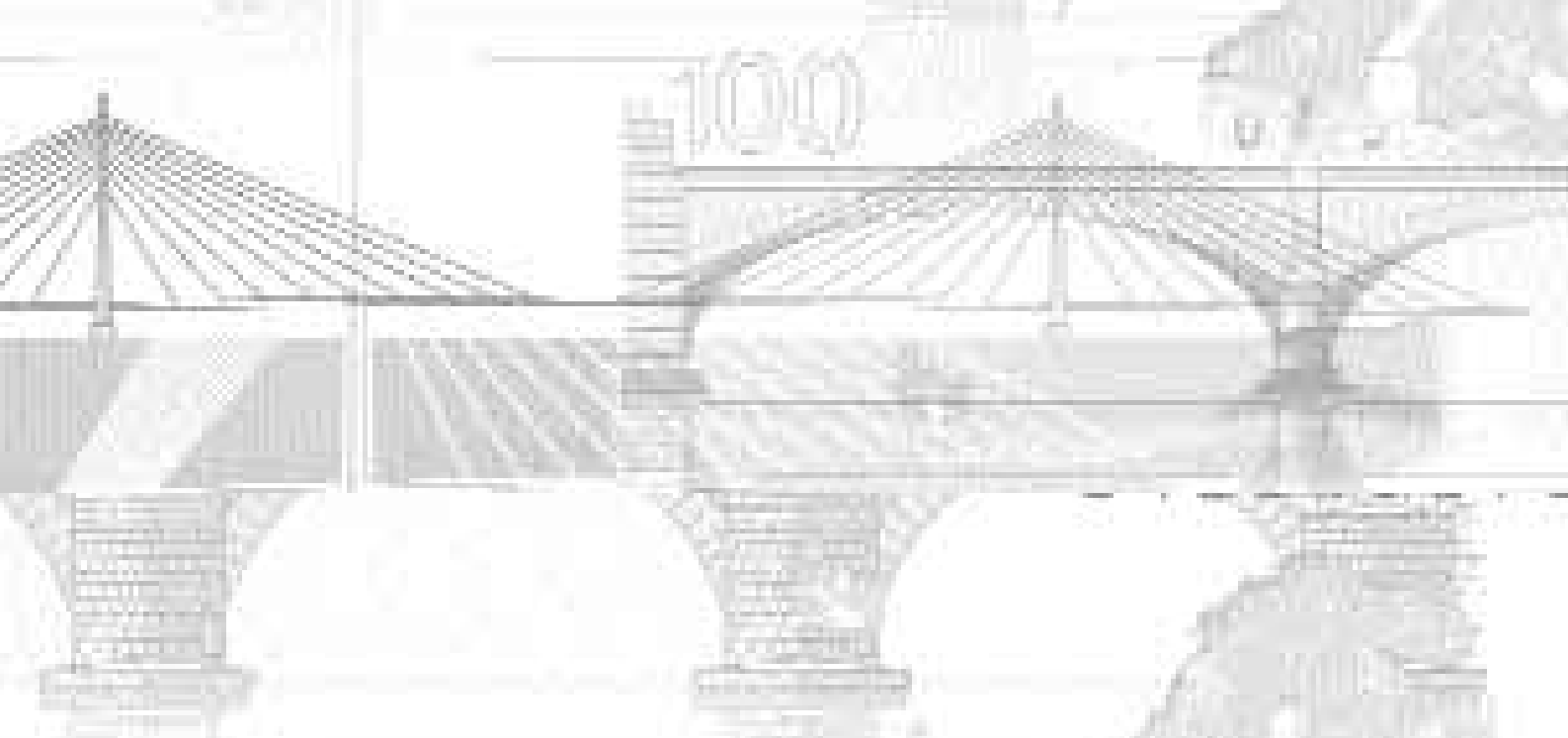
Dans le cadre des débats relatifs aux dispositifs réglementaires, une grande priorité a été accordée aux événements du 11 septembre et à leurs incidences sur la stabilité financière, ainsi qu'aux préoccupations relatives au risque d'utilisation abusive du système financier pour financer les activités terroristes. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a apporté son plein soutien aux mesures prises à la suite de ces événements en vue d'empêcher le recours au système financier à cette fin. Au niveau international, le rôle du Groupe d'action financière contre le blanchiment de capitaux, auquel la BCE participe en tant qu'observateur, a été renforcé par l'extension de son mandat à la lutte contre le financement du terrorisme. Au niveau de l'UE, l'accord final de décembre 2001 sur les amendements à la Directive relative au blanchiment de capitaux impliquera un renforcement substantiel de cette Directive. Le projet de Directive sur le délit d'initié et la manipulation de marché (abus de marché) présenté en 2001 devrait également contribuer efficacement à prévenir l'utilisation frauduleuse des marchés

<sup>3</sup> Cf. Banque centrale européenne, *The New Basel Capital Accord. Comments of the European Central Bank, juin 2001*

<sup>4</sup> Cf. Banque centrale européenne, *Fair value accounting in the banking sector, novembre 2001*

<sup>5</sup> Cf. le site Internet de la BCE à la rubrique Publications, Documents juridiques

financiers. Dans l'Avis qu'elle a formulé sur la question, la BCE a mis en évidence la nécessité d'intensifier la coopération prudentielle et la convergence des pratiques en matière de surveillance.



Finlande : **Formation des caissiers, Suomen Pankki (Banque centrale de Finlande), Helsinki**

## **Chapitre IX**

### **Le cadre statistique**



## I Introduction

En 2001, les travaux statistiques de la BCE ont maintenu leurs objectifs de 2000 : faire en sorte que les informations nécessaires au soutien des fonctions de l'Eurosystème continuent d'être reçues, traitées et diffusées aux utilisateurs en temps voulu et assorties d'un niveau élevé de qualité et d'une documentation satisfaisante.

La majeure partie de ces travaux a été effectuée en étroite coopération avec les BCN, qui collectent les données auprès des agents déclarants, élaborent les agrégats au niveau national et les transmettent à la BCE, qui, à son tour, confectionne les agrégats de la zone euro. En outre, les BCN (et d'autres autorités nationales) et la BCE se sont fortement impliqués dans les travaux de conception et de développement des statistiques, ainsi que dans la préparation des actes juridiques de la BCE dans le cadre du Règlement du Conseil (CE) N° 2533/98 concernant la collecte d'informations statistiques par la BCE. En vertu des statuts du SEBC, la BCE doit également coopérer avec les institutions communautaires et les organisations internationales. Le champ d'application des travaux statistiques du SEBC

est présenté dans un document intitulé *Informations statistiques collectées et agrégées par le SEBC*, datant de mai 2000, qui couvre les statistiques monétaires, bancaires et assimilées, la balance des paiements, la position extérieure, les comptes financiers et les statistiques de finances publiques. Les besoins en matière de données de prix et de coûts, comptes nationaux, marché du travail, recettes et dépenses publiques, indicateurs à court terme de la production et de la demande et enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, qui relèvent principalement de la responsabilité des instituts de statistique nationaux, sont traités au niveau européen par la Commission européenne, la BCE prenant, à titre d'utilisateur intensif, un intérêt tout particulier à leur élaboration.

Dans le cadre de ses obligations statistiques, la BCE cherche à établir des statistiques fiables, exhaustives et de grande qualité tout en limitant le plus possible la charge de déclaration des institutions. À cet effet, elle utilise les statistiques existantes chaque fois que cela est possible.

## 2 Les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux marchés financiers

Les institutions financières monétaires (IFM) communiquent les données de bilan sur une base mensuelle et trimestrielle. La « liste des IFM » est mise à jour tous les mois et publiée sur le site Internet de la BCE. Il s'agit de maintenir une application cohérente de la définition d'IFM dans la zone euro et dans l'Union européenne.

En novembre 2001, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé un nouveau Règlement de la BCE concernant le bilan consolidé du secteur des IFM (BCE/2001/13), qui annule et remplace le Règlement BCE/1998/16, mis à jour en

août 2000, et apporte des améliorations majeures aux statistiques de bilan des IFM. Elles recouvrent notamment la compilation mensuelle d'une ventilation sectorielle détaillée des dépôts inclus dans M3 et des prêts, ainsi que la fourniture d'ajustements comparables des effets de valorisation pour le calcul des statistiques de flux concernant les prêts accordés par les IFM et les portefeuilles de titres. Une ventilation trimestrielle par sous-secteur des portefeuilles d'actions détenus par les IFM est également incluse. Ces nouvelles obligations statistiques ont été assujetties à une procédure formelle impliquant des agents déclarants afin d'établir

un équilibre entre les avantages que présentent les données supplémentaires pour l'analyse de la politique monétaire et à d'autres fins d'analyse, et les coûts liés à la mise en œuvre de ces obligations. Les données conformes à la nouvelle réglementation seront communiquées pour la première fois au début 2003.

En 2001, des ajustements ont été apportés à l'agrégat M3, avec la prise en compte de nouvelles informations disponibles relatives à la détention d'instruments négociables par les non-résidents de la zone euro. Les titres d'OPCVM monétaires détenus par des investisseurs non-résidents de la zone euro sont exclus de M3 depuis mai 2001. À compter de la publication des statistiques monétaires d'octobre 2001, l'agrégat M3 a également été corrigé de la détention des instruments de dette à court terme (instruments du marché monétaire et titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par des IFM de la zone euro) par les non-résidents de la zone euro. En conséquence, à compter d'octobre 2001, M3 a été corrigé de l'ensemble des instruments monétaires négociables détenus par les non-résidents de la zone euro. Des séries réropolées sont disponibles à partir du démarrage de l'Union monétaire en janvier 1999. Grâce à ces ajustements, la mesure de M3 correspond davantage à la définition conceptuelle initiale de cet agrégat par la BCE, à savoir inclure uniquement les avoirs monétaires des résidents de la zone euro.

En 2001, la publication de M3 a été marquée par des évolutions importantes. Les dates de publication des statistiques monétaires mensuelles de la BCE sont actuellement annoncées pour les quatre mois suivants selon un calendrier glissant ; la première de ces communications a été effectuée en juillet 2001. De plus, à compter de cette date, les taux de croissance annuels des billets et pièces en circulation, des dépôts à vue, de M1, des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1), de M2, des instruments négociables (M3-M2) et de M3 ont été

calculés à partir des données corrigées des effets saisonniers et de fin de mois. De ce fait, les taux annuels de progression reflètent les évolutions sous-jacentes de manière plus précise que ceux calculés à partir des données non corrigées. À l'origine, lors de la publication des statistiques monétaires, on ne disposait pas de données corrigées des variations saisonnières qui soient suffisamment fiables et stables. En outre, les statistiques pour l'ensemble de la zone relatives à la monnaie électronique, à la ventilation nationale des bilans agrégés du sous-secteur « autres IFM » et au calcul des flux de M3 sont désormais régulièrement publiées sur le site Internet de la BCE.

Depuis 1999, une série de dix taux d'intérêt des banques de dépôts est publiée chaque mois dans le *Bulletin mensuel* de la BCE. Ils correspondent à une approche de court terme fondée sur des sources nationales existantes. Si la disponibilité de ces taux d'intérêt a permis qu'une série statistique minimale de taux des banques de dépôts puisse être utilisée aux fins de politique monétaire dès le début de l'Union monétaire, les données sous-jacentes ne sont pas harmonisées et les résultats doivent être interprétés avec prudence. En 2001, les travaux sur de nouvelles statistiques de taux se sont poursuivis et en décembre, le Règlement BCE/2001/18 a été adopté. Ce texte prévoit l'introduction d'une nouvelle série exhaustive de statistiques de taux sur l'activité de prêt et de dépôt des IFM, qui soit harmonisée, complète, détaillée et permette la prise en compte de l'innovation financière. Ces statistiques couvrent uniquement les taux d'intérêt appliqués aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des institutions non-financières de la zone euro. Elles répondront à un besoin existant de longue date et essentiel, à savoir disposer de données de meilleure qualité sur les taux d'intérêt afin, entre autres, d'améliorer l'analyse des évolutions monétaires et du mécanisme de transmission monétaire. Le Règlement stipule que quarante-cinq indicateurs doivent être mis à disposition de la BCE le 19<sup>e</sup> jour ouvrable après la fin du

mois de référence et institue la déclaration de statistiques mensuelles de taux d'intérêt portant sur les nouvelles activités et les encours. Dans ce domaine, également, la décision a été fondée sur une analyse comparative des avantages et des coûts. Les premières données seront disponibles début 2003.

En février 2001, les statistiques relatives aux émissions de titres ont été sensiblement étendues avec la publication sur le site Internet de la BCE de données mensuelles remontant à décembre 1989 pour les stocks (encours) et à janvier 1990 pour les flux (émissions brutes, remboursements et émissions nettes).

### **3 Les statistiques de balance des paiements, avoirs de réserve et position extérieure et taux de change effectifs**

La confection et la publication de statistiques mensuelles et trimestrielles de balance des paiements de la zone euro, de la position extérieure nette annuelle ainsi que des données mensuelles relatives aux avoirs de réserve de l'Eurosystème se sont déroulées normalement en 2001. Des travaux ont été entrepris pour améliorer la collecte de données en matière d'investissements de portefeuille, poste important et complexe. On s'attend à de nouvelles évolutions dans ce domaine en 2002, ayant trait aux investissements directs (qui ont fait l'objet de nombreux travaux effectués en collaboration en 2001) et à l'enregistrement des revenus d'investissements. D'autres travaux ont été engagés en vue de définir une ventilation géographique standard des statistiques de balance des paiements et de position extérieure. De nouvelles mesures ont été prises pour améliorer la ventilation sectorielle de la balance des paiements, en particulier entre les IFM et d'autres secteurs, contribuant ainsi à la cohérence entre les agrégats monétaires et les données de balance des paiements. En coopération avec la Commission européenne (Eurostat) et les organismes nationaux chargés d'élaborer les

balances des paiements, la BCE s'est employée à mettre au point des critères d'évaluation de la qualité des statistiques de balance des paiements et assimilées. La BCE a également participé aux discussions au sein de l'Union européenne sur l'évolution probable des systèmes statistiques de balance des paiements, en liaison, notamment, avec la mise en place de l'Union économique et monétaire.

La correction des variations saisonnières du compte de transactions courantes de la zone euro a été publiée pour la première fois en juillet 2001.

Une version révisée de la publication annuelle *Méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne* a été publiée en novembre 2001. Cette publication fournit de la documentation sur la méthodologie statistique appliquée dans les États membres pour confectionner la balance des paiements et calculer la position extérieure et améliore ainsi la transparence en matière d'élaboration des statistiques de la zone euro.

### **4 Les comptes financiers et les statistiques de finances publiques**

Des données trimestrielles relatives aux comptes financiers des secteurs non financiers de la zone euro ont été publiées pour la première fois en mai 2001. Les nouvelles données couvrent le financement et les placements financiers des secteurs des

ménages, des sociétés non financières et des administrations publiques de la zone euro, faisant apparaître à la fois les transactions et les encours avec le détail par instruments. Les données reposent sur des statistiques monétaires et bancaires ainsi que des

statistiques relatives aux émissions de titres pour la zone euro, des statistiques de finances publiques, des comptes financiers trimestriels nationaux et des statistiques bancaires internationales de la BRI et remontent au quatrième trimestre 1997.

La BCE continue de publier des données annuelles relatives aux recettes et dépenses des administrations publiques dans la zone euro. En 2001, des données trimestrielles couvrant les impôts et les contributions sociales du côté des recettes et les

prestations sociales du côté des dépenses sont devenues disponibles conformément au Règlement de la Commission (CE) N° 264/2000. Lorsqu'elle sera mise en œuvre, la législation communautaire en préparation viendra compléter la couverture trimestrielle des opérations non financières des administrations publiques et fournira des données trimestrielles sur les opérations financières des administrations publiques en termes de stocks et de flux en plus de celles qui sont déjà disponibles à partir d'autres sources.

## 5 Les statistiques économiques générales

Les statistiques économiques générales, incluant les données de prix et de coûts, les comptes nationaux, les statistiques relatives au marché du travail et une large gamme d'autres statistiques économiques contribuent à la stratégie de politique monétaire de la BCE dans le cadre du deuxième pilier. La BCE et la Commission (qui est principalement responsable de ces statistiques au niveau européen) ont coopéré étroitement à la surveillance de la mise en œuvre du plan d'action sur les besoins statistiques de l'UEM présenté au Conseil Ecofin en septembre 2000. Le plan d'action comprend environ dix actes juridiques, dont trois, concernant le domaine des statistiques conjoncturelles, ont été adoptés en 2001.

Un nouveau rapport d'étape, adopté et publié par le Conseil Ecofin en novembre 2001, recense un certain nombre de mesures encore nécessaires après la mise en œuvre de l'actuel plan d'action. En particulier, il conviendra de réaliser de nouvelles améliorations en matière de disponibilité et de délais des indicateurs clés. Le rapport a également souligné la nécessité d'élargir l'assise statistique pour les activités de services et de mieux équilibrer les priorités entre rapidité, détail et qualité des statistiques ainsi que les besoins en matière de collecte des données pour la production rapide des agrégats européens.

## 6 L'intégration de la Grèce dans les statistiques de la zone euro

L'intégration de la Grèce dans les statistiques de la zone euro s'est généralement déroulée de façon satisfaisante. L'élargissement de la zone euro pour inclure la Grèce à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001 a eu, sur le plan statistique, deux conséquences principales. Premièrement, les résidents grecs ont été inclus dans les résidents de la zone euro. Deuxièmement, la drachme est devenue une dénomination nationale de l'euro. Par conséquent, d'un point de vue statistique, la composition des rubriques « reste du monde » et « devises » a changé, ce qui s'est

répercuté sur l'ensemble des statistiques monétaires, financières et autres statistiques économiques de l'ensemble de la zone euro.

La préparation des statistiques pour la zone euro élargie a été coordonnée avec la Commission européenne pour assurer, en tant que de besoin, la cohérence dans tous les domaines statistiques. Tous les changements ont été appliqués à la partie *Statistiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE, à mesure que les données relatives à 2001 devenaient disponibles. Les statistiques de

politique monétaire et les données relatives aux évolutions monétaires, aux marchés financiers, aux émissions de titres, aux taux d'intérêt et aux prix à la consommation pour la zone euro élargie ont été disponibles en premier. Les données de balance des paiements ainsi que les statistiques sur l'économie réelle ont été publiées plus tard,

suivant le calendrier normal de publication. En outre, à des fins d'analyse, des séries rétropolées pour certains indicateurs économiques ont été calculées pour la zone euro y compris la Grèce jusqu'à fin 2000 et publiées dans la partie statistique du *Bulletin mensuel* de la BCE.

## **7 La coopération avec la Commission européenne et les institutions internationales**

Au niveau européen, la répartition convenue des responsabilités statistiques entre la BCE et la Commission européenne (Eurostat) a continué à fonctionner de façon satisfaisante

en 2001, comme lors des années précédentes. La BCE entretient des contacts étroits avec la BRI, le FMI et l'OCDE en ce qui concerne les questions statistiques.

## **8 Les statistiques relatives aux États membres ne participant pas à la zone euro et aux pays candidats à l'adhésion**

Tous les États membres ont été fermement incités à entreprendre les préparatifs statistiques nécessaires en vue de la participation à la phase III de l'UEM.

Comme les années précédentes, l'Eurosystème a fourni en 2001 une assistance technique intensive aux banques centrales des pays candidats à l'adhésion à l'UE en vue de préparer leur future intégration dans le SEBC et, ultérieurement, dans l'Eurosystème (cf. également le chapitre V pour un aperçu plus détaillé des relations entre la BCE et les pays candidats). Cette assistance technique

est principalement destinée à aider les pays candidats à mettre en place des systèmes de collecte, de compilation et d'échange de données qui leur permettront de satisfaire, en temps voulu, aux exigences statistiques de la BCE et de contribuer à l'élaboration de statistiques suffisamment homogènes (agrégées et consolidées) pour la zone euro. Sur le plan conceptuel, la BCE a publié une liste provisoire d'IFM pour les pays candidats et un manuel méthodologique de statistiques monétaires et bancaires, un manuel de statistiques de balance des paiements ayant été publié début 2002.





Irlande : **Étudiants irlandais** personnifiant les billets et pièces en euros dans un centre commercial de Dublin

## **Chapitre X**

### **Les autres missions et activités**



## I Les fonctions consultatives

L'article 105 (4) du Traité et l'article 4 des statuts du SEBC stipulent que la BCE est consultée par l'institution appropriée de la Communauté et par les autorités nationales responsables<sup>1</sup>, selon les cas, sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence.

Les limites et les conditions régissant les modalités de consultation de la BCE par les autorités nationales sur les projets de textes de loi sont indiquées dans la Décision du Conseil 98/415/CE du 29 juin 1998. L'article 2 (1) et (2) de cette décision expose les domaines spécifiques appelant une consultation de la BCE, c'est-à-dire toute proposition de législation portant sur :

- les questions de change ;
- les moyens de paiement ;
- les BCN ;
- la collecte, l'élaboration et la diffusion de statistiques monétaires, financières, bancaires, de systèmes de paiement et de balance des paiements ;
- les systèmes de paiement et de règlement ; et
- les règles applicables aux institutions financières dans la mesure où elles ont une

incidence concrète sur la stabilité des institutions financières et des marchés de capitaux.

En outre, la BCE doit également être consultée par les autorités des États membres ne participant pas à la zone euro<sup>2</sup> sur tout projet de législation relatif aux instruments de la politique monétaire.

Au total, 40 consultations ont été effectuées en 2001. Sur ce total, dix avaient trait à l'introduction en 2002 des billets et des pièces en euros et onze à des actes juridiques de la Communauté. Le reste des consultations concernait des projets de dispositions législatives nationales.

La liste des avis de la BCE peut être consultée sur le site Internet de la BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). En outre, l'encadré ci-dessous résume les consultations engagées en 2001.

<sup>1</sup> Conformément au Protocole relatif à certaines dispositions concernant le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, figurant en annexe du Traité, l'article 105 (4) du Traité et l'article 4 des statuts du SEBC ne s'appliquent pas au Royaume-Uni. Par conséquent, l'obligation de consulter la BCE ne concerne pas les autorités nationales du Royaume-Uni.

<sup>2</sup> Autres que le Royaume-Uni (cf. note de bas de page précédente)

### Encadré I I

#### Procédures de consultation en 2001

##### (a) Consultations émanant des États membres

N° <sup>1</sup>	Initiateur	Objet
CON/2001/1	Portugal	Double circulation des billets et pièces en euros et en escudos et amendements de la loi organique de la Banque du Portugal
CON/2001/2	France	Acte juridique dans le domaine des systèmes de paiement
CON/2001/5	Irlande	Certaines dispositions contenues dans un projet de loi 2001 sur le passage à l'euro fiduciaire (montants)
CON/2001/6	Irlande	Loi relative aux obligations publiques et hypothécaires
CON/2001/7	Luxembourg	Règlement du grand-duché concernant le passage à l'euro fiduciaire en 2002 et modifiant certaines dispositions législatives
CON/2001/9	Autriche	Deuxième loi fédérale contenant des mesures d'accompagnement relatives à l'introduction de l'euro

<sup>1</sup> Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

N°2	Initiateur	Objet
CON/2001/10	Autriche	Article de la loi fédérale instaurant et organisant l'autorité de surveillance du marché financier et modifiant plusieurs lois connexes
CON/2001/11	Irlande	Proposition législative concernant certaines dispositions contenues dans la loi 2001 relative aux comptes inactifs
CON/2001/12	Espagne	Loi portant modification de plusieurs lois régissant le marché financier espagnol
CON/2001/14	Espagne	Ordonnance concernant la réalimentation des billets et pièces en euros
CON/2001/15	Belgique	Loi relative au passage à l'euro fiduciaire en Belgique
CON/2001/16	Luxembourg	Acte concernant l'approbation de la Convention internationale relative à l'élimination de la contrefaçon de la monnaie et Protocole afférent, et modification de certaines dispositions du Code pénal et du Code de procédure criminelle
CON/2001/17	Allemagne	Septième loi amendant la loi de la Banque fédérale d'Allemagne <sup>3</sup>
CON/2001/19	Autriche	Loi modifiant le droit pénal autrichien ( <i>Strafrechtsänderungsgesetz 2001</i> )
CON/2001/20	France	Décret relatif au marquage des billets de banque en francs
CON/2001/21	Grèce	Loi relative à la circulation des billets et pièces en euros et autres dispositions connexes
CON/2001/22	Italie	Décret-loi introduisant des dispositions urgentes concernant l'introduction et la protection de l'euro
CON/2001/23	Belgique	Loi relative à l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure de la Belgique, amendant le décret-loi du 6 octobre 1944 relatif au contrôle des changes et diverses dispositions juridiques
CON/2001/24	Autriche	Loi fédérale concernant les fonds d'investissement immobilier et modifiant plusieurs lois connexes
CON/2001/26	Pays-Bas	Amendement de la Décision en vigueur du 27 juillet 1998 relative à l'instauration de règles concernant l'échange, le retrait et l'annulation de billets de banque par la De Nederlandsche Bank et aux informations correspondantes devant être diffusées au public
CON/2001/27	Finlande	Proposition concernant la législation relative à la réorganisation et à la liquidation des établissements de crédit
CON/2001/28	Luxembourg	Règlement relatif au régime dérogatoire des agents de la banque centrale du Luxembourg qui bénéficient d'un statut public par rapport aux dispositions concernant les fonctionnaires de l'État ou les fonctionnaires stagiaires
CON/2001/29	Autriche	Loi modifiant les droits de procédure judiciaire ( <i>Euro-Gerichtsgebühren-Novelle</i> )
CON/2001/30	Finlande	Législation relative à la surveillance des conglomérats financiers
CON/2001/32	Portugal	Décret-loi modifiant le cadre juridique des établissements de crédit et des sociétés financières
CON/2001/35	Allemagne	Loi instaurant le contrôle intégré des services financiers <sup>3</sup>

<sup>2</sup> Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

<sup>3</sup> Diffusée sur le site Internet de la BCE

N <sup>o4</sup>	Initiateur	Objet
CON/2001/37	Autriche	Loi amendant le régime des honoraires d'avocat résultant de l'introduction de l'euro ( <i>Euro-Rechtsanwaltstarif-Novelle</i> )
CON/2001/39	Portugal	Décret-loi modifiant le cadre juridique des opérations de change
CON/2001/40	Autriche	Loi modifiant la loi relative à la Banque nationale d'Autriche ( <i>Nationalbankgesetz</i> )

**(b) Consultations émanant des institutions européennes<sup>5</sup>**

N <sup>o4</sup>	Initiateur	Objet	Publication
CON/2001/3	Conseil de l'UE	Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE/Euratom) n° 58/97 relatif aux statistiques structurelles sur les entreprises	JO C 131 du 03.05.2001
CON/2001/4	Conseil de l'UE	Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques	JO C 131 du 03.05.2001
CON/2001/8	Conseil de l'UE	Règlement du Conseil portant mise en place d'un mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres	JO C 151 du 22.05.2001
CON/2001/13	Conseil de l'UE	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière	JO C 196 du 12.07.2001
CON/2001/18	Commission européenne	Règlements de la Commission (CE) portant modalités d'application du règlement (CE) n° 2494/95 du Conseil, en ce qui concerne les normes minimales de révision des indices de prix à la consommation harmonisés et les normes minimales de traitement des commissions de service proportionnelles aux valeurs de transaction dans l'indice des prix à la consommation harmonisé	JO C 244 du 01.09.2001
CON/2001/25	Conseil de l'UE	Directive du Parlement européen et du Conseil relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier, modifiant plusieurs Directives connexes	JO C 271 du 26.09.2001
CON/2001/31	Conseil de l'UE	Décision du Conseil établissant un programme d'action en matière de formation, d'échanges et d'assistance pour la protection de l'euro contre le faux monnayage (« programme Périclès »)	JO C 293 du 19.10.2001
CON/2001/33	Conseil de l'UE	Règlement du Parlement et du Conseil relatif à l'indice du coût de la main-d'œuvre	JO C 295 du 20.10.2001
CON/2001/34	Conseil de l'UE	Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les paiements transfrontière en euros	JO C 308 du 01.11.2001

<sup>4</sup> Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

<sup>5</sup> Diffusées sur le site Internet de la BCE

N°6	Initiateur	Objet	Publication
CON/2001/36	Conseil de l'UE	Directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation	JO C 344 du 06.12.2001
CON/2001/38	Conseil de l'UE	Directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)	JO C 24 du 26.01.2002

*6 Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.*

## 2 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire de l'État et à l'accès privilégié aux institutions financières

En vertu de l'article 237 (d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les quinze BCN de l'UE de leurs obligations au titre des articles 101 et 102 du Traité et des Règlements du Conseil (CE) correspondants N° 3603/93 et N° 3604/93. C'est au Conseil général de la BCE qu'incombe cette mission. En outre, le Conseil général surveille le respect de ces dispositions par la BCE. 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 ainsi que l'acquisition directe, auprès d'eux, des instruments de leur dette. L'article 102 interdit toute mesure, non motivée par des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou des organes communautaires aux institutions financières. Parallèlement au Conseil général, la Commission européenne surveille le respect de ces dispositions par les États membres.

Le Conseil général surveille également les achats par les banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis tant par le secteur public national que par le secteur public d'autres États membres. En vertu de l'attendu au 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.

S'agissant de l'année 2001, le Conseil général n'a constaté aucun cas majeur de non-respect, que ce soit par les BCN des États membres ou la BCE, des exigences susmentionnées contenues dans le Traité et les règlements du Conseil y afférents. Le Conseil général a indiqué que le montant de pièces détenues par deux BCN et figurant au crédit du compte du secteur public avait dépassé temporairement la limite de 10 % des pièces en circulation fixée par l'article 6 du Règlement du Conseil (CE) N° 3603/93, en raison d'un important retour de pièces vers ces BCN avant l'introduction de l'euro fiduciaire, le 1<sup>er</sup> janvier 2002. Hormis ces transgressions à l'interdiction de financement monétaire définie à l'article 101, le Conseil général a également constaté deux autres incidents à l'occasion desquels la BCE et une BCN n'ont pas, chacune d'une manière différente, totalement rempli les dispositions du Traité. Toutefois, dans ces deux cas, les montants en question ont été peu élevés et les banques centrales concernées ont immédiatement pris des mesures pour faire en sorte que des incidents de cette nature ne se reproduisent plus à l'avenir.

### **3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires**

En vertu de l'article 123 (2) du Traité instaurant la Communauté européenne et de l'article II du Règlement du Conseil (CEE) N° 1969/88 du 24 juin 1988, la BCE a continué de gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne au titre du mécanisme de soutien financier à moyen terme. En 2001, cependant, la BCE n'a pas eu à effectuer de tâche de gestion dans la mesure où il n'existait pas d'arriéré à fin 2000 et où aucune nouvelle opération n'a été initiée en cours d'année.





Banque centrale européenne : **Les lauréats du concours « Deviens un champion de l'euro », en compagnie de Willem F. Duisenberg, président de la Banque centrale européenne, durant la cérémonie de remise des prix le 31 décembre 2001 à Francfort**

## **Chapitre XI**

### **La communication externe et le principe de responsabilité**



## I La politique et les activités de communication de la BCE

### I.1 Les objectifs de la politique de communication

La BCE est attachée aux principes d'ouverture, de transparence et de responsabilité. S'il ne sont pas un objectif en soi, ces principes constituent néanmoins le fondement de la politique de communication de la BCE et de l'Eurosystème, qui vise à contribuer à la pleine efficacité et à la crédibilité de la politique monétaire et à mieux faire comprendre à l'opinion publique ce qu'est l'Eurosystème et ce qu'il fait.

Les efforts de communication sont principalement, mais pas exclusivement, dirigés vers le public dans les douze pays de la zone euro. La structure décentralisée de l'Eurosystème facilite la communication externe dans différentes langues et différents contextes nationaux. Par conséquent, les BCN jouent un rôle important dans la réalisation des objectifs en matière de communication. La coordination effective des activités de communication au sein de l'Eurosystème est d'une importance capitale. Ce processus de coordination met tout particulièrement l'accent sur les efforts à accomplir pour qu'en matière de communication sur la politique monétaire unique, la zone euro parle « d'une seule voix ».

La décision prise le 8 novembre 2001 par le Conseil des gouverneurs de la BCE de procéder, en principe, une seule fois par mois, et non tous les quinze jours, à l'évaluation de sa politique monétaire a eu des conséquences importantes en termes de communication. Cette décision a eu comme effet souhaité, entre autres, de rendre moins fréquentes les spéculations des médias et des marchés quant à d'éventuels changements d'orientation de la politique monétaire.

### I.2 Les principaux thèmes sur lesquels a porté la communication en 2001

Un certain nombre de thèmes d'actualité peuvent être considérés comme ayant été les plus importants pour la communication de la BCE en 2001. Ces points sont examinés en détail dans les chapitres correspondants du présent *Rapport annuel*. Néanmoins, ils sont également énumérés rapidement ci-après, afin de donner un aperçu des défis que la BCE et l'Eurosystème ont eu à relever en 2001 en matière de communication.

Dans certains cas, la BCE a adopté une approche volontariste, afin que le grand public soit mieux informé des sujets relevant des domaines de compétence de la BCE. Dans d'autres, elle a répondu à une demande d'informations émanant des médias, de groupes spécialisés ou du public.

Sont énumérées ci-après certaines des questions les plus importantes en termes de communication en 2001 :

- l'orientation de la politique monétaire. La BCE a modifié ses taux directeurs à quatre reprises en 2001 : cf. chapitre I ;
- les décisions relatives à l'émission des billets de banque en euros et à la répartition du revenu monétaire ;
- les préparatifs en vue du passage à l'euro fiduciaire, avec notamment la mise en œuvre de la Campagne d'information Euro 2002 : cf. chapitre VI ;
- les opérations de politique monétaire, compte tenu notamment des circonstances exceptionnelles de septembre 2001 : cf. chapitre II ;
- le rôle de l'Eurosystème dans le processus d'adhésion à l'Union européenne : cf. chapitre V ;

- le développement des systèmes de paiement et de règlement, avec en particulier une évolution vers une uniformité des services en matière de paiements de masse dans la zone euro : cf. chapitre VII ;
- les questions statistiques, avec notamment l'élaboration de statistiques plus fines concernant les évolutions monétaires : cf. chapitre IX ;
- les débats portant sur les problèmes de surveillance prudentielle et la stabilité financière aux niveaux européen et international : cf. chapitre VIII ;
- les questions relatives à l'organisation de la BCE, avec notamment le projet d'acquisition d'un site pour les futurs locaux de la BCE et la décision du Directoire de procéder à une redistribution partielle des responsabilités de chacun de ses membres : cf. l'avant-propos du président de la BCE.
- Les conférences de presse tenues par le président et le vice-président, en général immédiatement après la première des deux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs. La déclaration introductive du président et du vice-président fournit une description détaillée et presque « en temps réel » de l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et monétaires dans la zone euro.
- Le *Bulletin mensuel* de la BCE paraît normalement une semaine après la première des deux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs. Il présente de façon détaillée l'analyse de la situation économique faite par la BCE et comprend également des articles consacrés à des sujets d'actualités ainsi que, en juin et en décembre, les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème. En outre, il contient une large gamme de données économiques et financières concernant la zone euro.

### 1.3 Les activités de communication

La BCE continue d'utiliser différents instruments de communication afin de diffuser des informations au grand public et à ses représentants élus, aux opérateurs de marché et aux autres groupes d'intérêt, tenant ainsi compte de la diversité des publics. Conformément à l'article 15 des statuts du SEBC, la BCE établit et publie des rapports trimestriels sur les activités du SEBC. En outre, elle doit présenter un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission européenne ainsi qu'au Conseil européen. De plus, la situation financière de l'Eurosystème doit être publiée chaque semaine. De fait, la BCE mène une politique de communication plus active que ne le requiert le Traité.

La BCE utilise notamment les canaux de communication suivants.

- Le *Rapport annuel* de la BCE est présenté au Parlement européen et publié chaque année en avril.
- Le président de la BCE est entendu par la Commission économique et monétaire du Parlement européen une fois par trimestre. Ces auditions sont traitées dans le chapitre XI, section 2, du présent *Rapport annuel*.
- Les interviews accordées par les membres des organes de décision de la BCE ainsi que les discours prononcés par ceux-ci constituent un moyen important de s'adresser directement à la fois à des groupes spécialisés et au grand public.
- Les communiqués de presse servent à mettre à la disposition du public des informations statistiques ou à annoncer brièvement des décisions.

- Les brochures et autres publications sur support papier sont mises à la disposition des différents groupes, allant du grand public aux spécialistes en divers domaines.
- La série des documents de travail vise à diffuser les résultats des recherches menées à la BCE, ou présentées dans le cadre de séminaires et de conférences de la BCE.
- La série d'études concernant des sujets spécifiques traite de questions en rapport avec la politique économique et s'adresse aussi bien aux responsables économiques, aux universitaires et aux médias qu'au grand public.
- La transmission directe de pages d'informations par les réseaux électroniques donne à la BCE l'occasion de transmettre aux intervenants de marché des messages importants en temps réel.
- Des groupes de visiteurs sont reçus presque quotidiennement à la BCE tout au long de l'année. En 2001, plus de 10 000 citoyens européens ont obtenu des informations de première main lors d'une visite à la BCE.
- Des conférences universitaires sont organisées pour contribuer à favoriser les échanges entre économistes intéressés par les questions relatives aux activités de banque centrale.

La plupart des documents publiés par la BCE sont traduits dans les langues officielles de la Communauté européenne. Ce sont les BCN qui effectuent une grande partie de ces travaux de traduction. Les BCN sont chargées de l'impression et de la diffusion du *Bulletin mensuel* de la BCE ainsi que d'autres publications de la BCE. Tous les documents publiés par la BCE peuvent être consultés sur son site Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) et téléchargés. Ce service a fait l'objet d'une amélioration en janvier 2002, avec l'installation d'une fonction de recherche sur le site. Le nombre de connexions a augmenté de manière régulière pour atteindre une moyenne mensuelle de quelque 2 millions en 2001. Des lignes d'assistance par courrier électronique ont été créées en vue de traiter un large éventail de demandes.

## 2 L'échange d'informations et d'opinions avec le Parlement européen

### 2.1 Vue d'ensemble des relations entre la BCE et le Parlement européen

En 2001, la BCE a poursuivi son dialogue régulier avec le Parlement européen, conformément aux dispositions de l'article 113 (3) du Traité. Comme les années passées, ces contacts réguliers ont eu lieu principalement à l'occasion des audiences trimestrielles devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen, au cours desquelles le président de la BCE a rendu compte des décisions prises par la BCE et de la réalisation des missions de l'Eurosystème. Des membres du Directoire ont également été entendus par le Parlement européen afin de présenter le *Rapport annuel 2000* de la BCE à la Commission

économique et monétaire et, ultérieurement, au Parlement européen en session plénière, et afin également de présenter les réflexions de la BCE concernant le rapport de la Commission intitulé *L'économie de l'Union : bilan de 2000*.

En outre, la BCE a été invitée par le Parlement européen à participer à des réunions d'experts. Les experts de la BCE ont ainsi pris part à une audition du Comité temporaire du Parlement européen sur le Système d'interception ECHELON, afin de fournir des informations relatives, en particulier, à la stratégie de la BCE en matière de protection contre l'éventuelle interception des informations échangées *via* ses systèmes de communication vocale et de données. De plus,

## Encadré 12

### Les auditions des représentants de la BCE devant le Parlement européen en 2001

Le 4 juillet 2001, le président a présenté le *Rapport annuel 2000* de la BCE au Parlement européen en session plénière.

Les auditions suivantes des membres du Directoire ont eu lieu devant la Commission économique et monétaire :

- auditions trimestrielles du président (5 mars, 28 mai, 12 septembre et 18 décembre) ;
- présentation du *Rapport annuel 2000* de la BCE par le vice-président (2 mai) ;
- échange de vues avec M. Issing sur le rapport de la Commission intitulé *L'économie de l'Union : bilan de 2000* (24 janvier).

En outre, les experts de la BCE ont participé aux réunions suivantes qui se sont tenues au Parlement européen :

- audition du Comité temporaire du Parlement européen sur le Système d'interception ECHELON (6 mars)<sup>1</sup> ;
- réunion d'experts au sein de l'atelier « Coopération monétaire en Europe : l'introduction de l'euro et ses conséquences pour les pays Afrique-Caraïbes-Pacifique », organisée dans le cadre de l'assemblée parlementaire conjointe des pays ACP et de l'Union européenne (31 octobre).

<sup>1</sup> Sur décision du Comité, cette audition s'est tenue à huis clos.

la BCE a participé à une réunion d'experts sur la « Coopération monétaire en Europe : l'introduction de l'euro et ses conséquences pour les pays Afrique-Caraïbes-Pacifique », qui a été organisée dans le cadre de l'assemblée parlementaire conjointe des pays ACP et de l'Union européenne. L'encadré 12 présente un résumé des auditions des représentants de la BCE devant le Parlement européen en 2001.

En outre, un certain nombre de contacts entre le Parlement européen et la BCE ont eu lieu, de manière informelle. En particulier, une délégation de membres de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE le 22 octobre 2001 pour un échange de vues avec les membres du Directoire. En outre, le 27 juin, une délégation d'experts de la BCE a rencontré les membres de la Commission économique et monétaire du Parlement européen afin d'examiner les questions relatives à l'amélioration des services de paiement de masse transfrontière en euros.

Enfin, la BCE a également répondu à un certain nombre de questions que les membres du Parlement européen lui avaient soumises par écrit. Dans la mesure où elles relevaient de questions posées lors des auditions publiques

du président de la BCE, ces réponses ont été publiées sur le site Internet de la BCE, en annexe de la retranscription de chacune des auditions correspondantes. Ainsi, les explications sont mises à la disposition d'un public plus large de manière à garantir la transparence des opinions de la BCE.

### 2.2 Les points de vue de la BCE sur certains 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 relevant des domaines de compétences de l'Eurosystème ont été examinés. Naturellement, les décisions de politique monétaire de la BCE et l'évaluation des évolutions économiques ont figuré parmi les principaux points abordés. De plus, les membres de la Commission économique et monétaire ont posé des questions sur les autres missions confiées par le Traité à l'Eurosystème, telles que sa contribution à la surveillance prudentielle des établissements de crédit et à la stabilité du système financier, ainsi qu'à l'efficacité et à la solidité des systèmes de paiement.

Compte tenu du large éventail de sujets évoqués, il est impossible de rendre compte de tous les aspects des débats qui ont eu lieu entre le Parlement européen et la BCE. Néanmoins, les sections suivantes fournissent des informations sur certaines des questions les plus pertinentes abordées lors des auditions du président.

### ***La définition de la stabilité des prix adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE***

Les membres de la Commission économique et monétaire ont soulevé des questions concernant la définition de la stabilité des prix adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le président a précisé que cette définition, à savoir une progression annuelle de l'IPCH inférieure à 2 %, se fondait sur les définitions établies par les BCN de la zone euro avant le démarrage de la phase III de l'UEM. En préservant cette continuité, la BCE a respecté les attentes du public en matière de stabilité des prix à long terme, renforçant ainsi la crédibilité de la politique monétaire unique ainsi que l'adhésion du public à l'euro.

S'agissant de la valeur quantitative attachée à la définition de la stabilité des prix, le président a rappelé que, pour des raisons économiques solides, le Traité ne permettait pas d'exclure de manière arbitraire des rythmes positifs, mais faibles, de hausse des prix. Il aurait été inapproprié d'exclure de la définition de la stabilité des prix des taux d'inflation inférieurs à une certaine valeur, par exemple 1,5 %. La fixation d'une fourchette relativement étroite pour les hausses de prix pouvant être tolérées à moyen terme contribue efficacement à ancrer les anticipations d'inflation, réduisant par là même l'incertitude et la prime de risque corrélative sur les taux d'intérêt. En même temps, en déterminant un seuil qui interdit une baisse de l'IPCH par rapport à la fourchette des taux d'inflation considérés comme compatibles avec la stabilité des prix, la définition de la stabilité des prix est conçue

symétriquement dans la mesure où elle proscrit tant la déflation que l'inflation.

D'un point de vue général, le choix d'une définition quantitative plutôt que qualitative de la stabilité des prix contribue à ancrer les anticipations d'inflation, ce qui, comme cela a été souligné précédemment, est essentiel pour tirer pleinement profit des avantages liés à la stabilité des prix. En outre, le président a rappelé qu'une définition quantitative de la stabilité des prix constituait également le fondement de la responsabilité de la BCE en posant une référence claire à l'aune de laquelle sa politique monétaire pouvait être évaluée au fil du temps. À cet égard, le président a souligné que la stabilité des prix devait être maintenue à moyen terme, comme le prévoit la stratégie de politique monétaire de la BCE, reconnaissant par là même qu'il existe des chocs sur les prix que la politique monétaire est incapable de maîtriser à court terme.

### ***La contribution de la politique monétaire unique aux politiques économiques générales dans la Communauté***

L'un des principaux sujets abordés durant les auditions du président devant le Parlement européen a, une nouvelle fois, concerné la contribution de la politique monétaire unique aux politiques économiques générales dans la Communauté, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, comme le stipule l'article 105 (1) du Traité.

Le président a rappelé que la politique monétaire ne pouvait, à long terme, influencer sur le volume de production. En revanche, le maintien de la stabilité des prix est la meilleure contribution que la BCE puisse apporter aux objectifs de politique économique générale dans la Communauté, tels qu'une croissance durable et non inflationniste et un niveau élevé d'emploi. En se concentrant sur son objectif principal, la BCE contribue à éviter les distorsions au sein du mécanisme de formation des prix et à réduire au minimum la prime de risque

incluse dans les taux d'intérêt. De cette manière, elle favorise une allocation efficace des ressources de marché et la mise en place de conditions propices à l'investissement.

En se concentrant sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme, la politique monétaire de la BCE contribue à stabiliser la croissance de la production. Cette orientation à moyen terme traduit également la nécessité de réagir de manière progressive à certains types de chocs économiques, ce qui permet d'éviter une instabilité inutile de l'activité réelle et des taux d'intérêt.

Le président a également profité de l'occasion pour souligner le fait que les réformes structurelles devaient continuer d'être un élément important des politiques mises en œuvre par les États membres en vue d'accélérer la croissance potentielle de la zone euro.

Ce point de vue était partagé par le Parlement européen comme l'atteste sa résolution relative au *Rapport annuel 2000* de la BCE, qui a mis l'accent sur le fait que « le principal objectif de la BCE consiste à maintenir la stabilité des prix » et que « sa contribution à la croissance et à l'emploi réside avant tout dans la réalisation de cet objectif » (considérant B). En outre, la résolution souligne également l'importance des réformes structurelles qui doivent être entreprises par les États membres (article 4).

#### **Les préparatifs en vue de l'introduction des billets et pièces en euros**

Compte tenu de l'importance fondamentale d'un passage sans heurt à l'euro fiduciaire, le président a présenté en détail les préparatifs en vue de l'introduction des billets et pièces en euros. Le chapitre VI fournit des informations plus détaillées concernant l'introduction des billets et pièces en euros ainsi que le passage à l'euro fiduciaire.

La sécurité des billets a été l'un des sujets abordés à cette occasion. Le président a

souligné que les signes de sécurité des billets en euros avaient été développés à l'aide des techniques les plus élaborées, pour garantir la confiance du public dans la sécurité des nouveaux billets. La participation de la BCE à la préparation de la législation communautaire relative à la protection des billets et pièces en euros contre la contrefaçon ainsi que la mise en place par la BCE d'un Centre d'analyse des contrefaçons pour l'analyse technique et la classification des faux témoignent également de l'attention particulière accordée à la sécurité des billets. Le Centre d'analyse des contrefaçons partage les informations pertinentes avec l'ensemble des autorités compétentes.

Les membres de la Commission économique et monétaire se sont également renseignés sur le niveau de préparation et de mise en œuvre de la Campagne d'information Euro 2002 organisée par l'Eurosystème. Le président a expliqué que cette campagne d'information avait pour objectif général de fournir au grand public toutes les informations pratiques nécessaires à un passage sans heurt à l'euro fiduciaire. La campagne d'information, dont le slogan s'intitule « *l'EURO.NOTRE monnaie* », a été étroitement coordonnée avec les gouvernements et les comités de passage à l'euro des États membres participants afin de faire en sorte que les informations fournies aient un impact maximal. L'Eurosystème a également tout particulièrement veillé à ce que les groupes vulnérables, tels que les personnes aveugles et malvoyantes, reçoivent les informations et la formation nécessaires pour se familiariser avec les nouveaux billets.

Les membres de la Commission ont également évoqué le sujet de la préalimentation et de la sous-préalimentation en billets et pièces en euros. À cet égard, la question a été posée de savoir s'il fallait autoriser le grand public à se procurer des billets en euros avant la date officielle du passage à l'euro fiduciaire. Le président a souligné que, en évaluant cette question, l'Eurosystème avait dû adopter une perspective globale, en tenant compte à la fois de

tous les aspects pertinents et de l'intérêt général. Après enquête approfondie auprès des organisations professionnelles compétentes, on a abouti à la conclusion que les inconvénients de la sous-préalimentation du grand public en billets en euros annuleraient tous les avantages éventuels liés à cette opération. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris la décision, soutenue par le Conseil des ministres Ecofin, de ne pas fournir de billets en euros au grand public avant le 1<sup>er</sup> janvier 2002. En revanche, la BCE a proposé un certain nombre de mesures destinées à faciliter le passage sans heurt à l'euro fiduciaire ; ces mesures ont été largement reprises dans les scénarios nationaux de passage à l'euro fiduciaire élaborés par les États membres.

#### ***L'amélioration des services de paiement de masse transfrontière en euros***

Une grande partie des échanges de vues entre le Parlement européen et le président ont porté sur la façon d'améliorer les services de paiement de masse en euros. Les membres de la Commission du Parlement ont demandé à

la BCE son opinion quant aux moyens de parvenir à une baisse substantielle des frais imputés à ces services et l'ont interrogée sur la façon dont elle contribuait à la réalisation de cet objectif.

Le président a expliqué que, depuis le début de la phase III de l'UEM, l'Eurosystème accordait une attention particulière à cette question, comme en témoignent plusieurs publications de la BCE. L'Eurosystème partage entièrement l'opinion du Parlement européen selon laquelle une zone intégrée en matière de paiements est un complément nécessaire de la zone de monnaie unique et renforcera encore l'adhésion du public à l'euro. À cette fin, il a défini sept objectifs considérés comme indispensables pour la mise en place d'une zone de paiement unique en euros. En outre, l'Eurosystème a participé activement aux débats avec le secteur bancaire, jouant le rôle de catalyseur du changement dans ce domaine.

Le chapitre VII fournit des informations plus détaillées concernant les paiements de masse transfrontière en euros.







Luxembourg : **La Banque centrale du Luxembourg** célébrant  
**le jour de l'introduction de l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 2002**

## **Chapitre XII**

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

## I L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales



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

La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Elle se trouve au cœur de l'Eurosystème et veille à ce que les missions de celui-ci soient remplies, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire

des BCN. Si la prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée, en ce qui concerne la manière dont doivent être exécutées les missions du SEBC, la BCE est attachée au principe de la décentralisation, conformément aux statuts du SEBC.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit national du pays respectif. 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 du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux divers Comités du SEBC (cf. section 5 ci-après). Les BCN 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.

## 2 Les organes de décision de la BCE

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Sans préjudice de leur rôle, le Conseil général constitue un troisième organe de décision de la BCE, dans la mesure où et aussi longtemps que certains États membres n'ont pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité instituant la Communauté européenne, les statuts du SEBC et le Règlement intérieur<sup>1</sup>.

### 2.1 Le Conseil des gouverneurs

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

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

En prenant les décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de l'Eurosystème, les membres du Conseil des

gouverneurs n'agissent pas en qualité de représentants nationaux, mais en toute indépendance personnelle. Cela se reflète dans le principe « une personne, une voix ».

En 2001, le Conseil des gouverneurs s'est, en règle générale, réuni tous les quinze jours dans les locaux de la BCE à Francfort sur le Main, Allemagne. Sept réunions, y compris des réunions extraordinaires, ont pris la forme d'une téléconférence. En outre, conformément à la décision prise précédemment de réunir le Conseil des gouverneurs deux fois par an dans un autre pays de la zone euro, une réunion s'est tenue à la Banque centrale d'Irlande, à Dublin, et une autre à la Banque nationale d'Autriche, à Vienne. Comme mentionné au chapitre XI, le Conseil des gouverneurs a décidé, en novembre 2001, de modifier le déroulement de ses réunions afin de consacrer plus spécifiquement la première réunion du mois à une évaluation approfondie des évolutions monétaires et économiques et aux décisions correspondantes, et la seconde, en règle générale, aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème.

---

<sup>1</sup> Le Règlement intérieur a été publié au Journal officiel des Communautés européennes ; cf. Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 125, 19.05.1999 et L 314, 8.12.1999 ; Règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 75, 20.3.1999 et L 156, 23.06.1999 ; Décision de la Banque centrale européenne du 12 octobre 1999 concernant le Règlement intérieur du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE/1999/7), JO L 314, 8.12.1999. Tous les textes, à l'exception de ce dernier, ont été reproduits dans l'annuaire juridique de la BCE *Compendium: Collection of legal instruments*, juin 1998 – décembre 2001, publié en mars 2002, disponible sur le site Internet de la BCE.

## Le Conseil des gouverneurs



*Au second rang, de gauche à droite : Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Guy Quaden, Ernst Welteke, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio  
Au premier rang, de gauche à droite : Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans*

Willem F. Duisenberg  
 Christian Noyer  
 Jaime Caruana  
 Vítor Constâncio  
 Eugenio Domingo Solans  
 Antonio Fazio  
 Sirkka Hämäläinen  
 John Hurley (à compter du 11 mars 2002)  
 Otmar Issing  
 Klaus Liebscher  
 Yves Mersch  
 Maurice O'Connell (jusqu'au 10 mars 2002)  
 Tommaso Padoa-Schioppa  
 Lucas D. Papademos  
 Guy Quaden  
 Jean-Claude Trichet  
 Matti Vanhala  
  
 Nout Wellink  
 Ernst Welteke

*Président de la BCE  
 Vice-président de la BCE  
 Gouverneur du Banco de España  
 Gouverneur du Banco de Portugal  
 Membre du Directoire de la BCE  
 Gouverneur de la Banca d'Italia  
 Membre du Directoire de la BCE  
 Gouverneur de la Central Bank of Ireland  
 Membre du Directoire de la BCE  
 Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank  
 Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg  
 Gouverneur de la Central Bank of Ireland  
 Membre du Directoire de la BCE  
 Gouverneur de la Banque de Grèce  
 Gouverneur de la Banque nationale de Belgique  
 Gouverneur de la Banque de France  
 Gouverneur du Suomen Pankki, Banque centrale de Finlande  
 Président de la Nederlandsche Bank  
 Président de la Deutsche Bundesbank*

## 2.2 Le Directoire

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

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

conséquence, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

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

En règle générale, le Directoire se réunit au moins une fois par semaine afin de décider de la mise en œuvre de la politique monétaire, de la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs et des questions internes à la BCE.

### Le Directoire



Au second rang, de gauche à droite : Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing  
Au premier rang, de gauche à droite : Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen

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

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

### 2.3 Le Conseil général

Le *Conseil général* se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des quinze BCN de l'UE. Il remplit les missions reprises de l'Institut monétaire européen qui, dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, doivent toujours être accomplies par la BCE durant la phase III de l'UEM. La principale responsabilité du Conseil général consiste donc à établir le rapport sur les progrès vers la convergence accomplis par les États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro<sup>2</sup> et à donner des conseils dans le cadre des préparatifs nécessaires à la fixation

irrévocable des taux de change des monnaies de ces États membres (cf. chapitre IV). En outre, le Conseil général concourt à des activités spécifiques du SEBC, telles que les fonctions consultatives (cf. chapitre X) et la collecte d'informations statistiques (cf. chapitre IX). En 2001, le Conseil général s'est réuni à quatre reprises et deux de ces réunions ont pris la forme d'une téléconférence.

---

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

## Le Conseil général



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

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Jaime Caruana

Vítor Constâncio

Antonio Fazio

Edward A. J. George

John Hurley (à compter du 11 mars 2002)

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell (jusqu'au 10 mars 2002)

Lucas D. Papademos

Guy Quaden

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Nout Wellink

Ernst Welteke

*Président de la BCE*

*Vice-président de la BCE*

*Gouverneur de la Danmarks Nationalbank*

*Gouverneur de la Sveriges Riksbank*

*Gouverneur du Banco de España*

*Gouverneur du Banco de Portugal*

*Gouverneur de la Banca d'Italia*

*Gouverneur de la Bank of England*

*Gouverneur de la Central Bank of Ireland*

*Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank*

*Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg*

*Gouverneur de la Central Bank of Ireland*

*Gouverneur de la Banque de Grèce*

*Gouverneur de la Banque nationale de Belgique*

*Gouverneur de la Banque de France*

*Gouverneur du Suomen Pankki – Banque centrale de Finlande*

*Président de la Nederlandsche Bank*

*Président de la Deutsche Bundesbank*



### 3 L'organisation de la BCE

#### 3.1 Le gouvernement d'entreprise

Outre les organes de décision décrits dans les sections précédentes, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant internes qu'externes.

Deux d'entre eux, les commissaires aux comptes extérieurs et la Cour des comptes européenne, sont prévus dans les statuts du SEBC. Les commissaires aux comptes extérieurs vérifient les comptes annuels de la BCE (Article 27.1 des statuts du SEBC) et la Cour des comptes européenne examine l'efficacité de la gestion de la BCE (Article 27.2).

En outre, la Direction de l'audit interne, qui fait rapport directement au président de la BCE, effectue en permanence des missions d'audit en vertu d'un mandat du Directoire. Ce mandat est défini dans la Charte d'audit de la BCE qui repose sur les normes professionnelles appliquées au niveau international<sup>3</sup>. En outre, le Comité des auditeurs internes est responsable des missions d'audit en vertu d'un mandat du Conseil des gouverneurs. La politique du SEBC en matière d'audit a été déterminée par le Conseil des gouverneurs afin de faire en sorte que les projets et les systèmes opérationnels communs au niveau du SEBC soient couverts par des procédures d'audit, conduites par le Comité des auditeurs internes.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle, en vertu de laquelle chaque unité organisationnelle (Division, Direction ou Direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, les unités mettent en œuvre un ensemble de procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité. Outre ces contrôles, certaines unités organisationnelles conseillent le Directoire et lui font des propositions sur des

questions de contrôle spécifiques sur un plan horizontal.

Le Code de conduite de la Banque centrale européenne fournit des orientations et établit des critères de référence à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous incités à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions à la BCE ainsi que dans leurs relations avec les BCN, les autorités publiques, les opérateurs de marché, les représentants des médias et le public en général<sup>4</sup>. À cet égard, ce code se réfère à l'enquête réalisée à l'initiative du médiateur européen et portant sur un code administratif de bonne conduite destiné aux fonctionnaires de la Communauté pour leurs relations avec le public.

Le Directoire a également adopté un dispositif de contrôles internes, notamment des règles détaillées visant à empêcher l'utilisation abusive d'informations sensibles relatives aux marchés financiers (règles relatives aux délits d'initiés et « murailles de Chine »). Il est par conséquent interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de profiter, directement ou indirectement, des informations internes auxquelles ils ont accès en se livrant à des activités financières à leur propre risque et pour compte propre, ou au risque et pour le compte d'un tiers<sup>5</sup>. En outre, le Directoire a nommé un Conseiller pour les questions d'éthique chargé de donner des orientations sur certains aspects relatifs au comportement et au secret professionnels. Ce Conseiller garantit une interprétation cohérente des

<sup>3</sup> *Les principes et les normes des organismes professionnels appropriés, tels que l'Institut des auditeurs internes et l'Association d'audit et de contrôle des systèmes d'information*

<sup>4</sup> *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 8.3.2001, et le site Internet de la BCE*

<sup>5</sup> *Cf. la partie 1.2 du Règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnels, JO C 236 du 22.8.2001, et le site Internet de la BCE*

règles s'appliquant au personnel, notamment celles concernant les délits d'initiés.

L'autorité budgétaire de la BCE est exercée par le Conseil des gouverneurs, qui adopte le budget de la BCE, sur proposition du Directoire. Par ailleurs, le Comité budgétaire assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions qui concernent le budget de la BCE.

Afin de participer aux efforts des institutions des Communautés européennes et des États membres en matière de lutte contre la fraude et autres pratiques illégales, les structures de contrôle existant initialement au sein de la BCE ont été renforcées, sur la base de la Décision de la BCE sur la prévention de la fraude (BCE/1999/5)<sup>6</sup>, par la création d'un Comité antifraude indépendant. Ce comité, qui s'est réuni trois fois en 2001, est régulièrement tenu informé par la Direction de l'audit interne des questions ayant trait à l'accomplissement de ses missions.

Conformément au Règlement (CE) N° 45/2001 du Parlement européen et du Conseil, le Directoire a nommé un responsable de la protection des données, avec effet à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2002.

### **3.2 La gestion des ressources humaines**

#### ***Les effectifs***

À fin 2001, 1 043 personnes, issues des quinze États membres, étaient employées par la BCE, au lieu de 941 à fin 2000, pour un total de 1 118,5 personnes prévu dans le budget. Pour 2002, le budget annuel de la BCE prévoit un effectif maximum correspondant à 1 154,5 personnes, en augmentation de 3,2 % par rapport au budget prévu pour 2001.

La Direction générale des Études et de la recherche a mis en place un programme d'accueil de chargés de mission. Ce programme est consacré à des projets de recherche spécifiques de haut niveau dans le domaine de la politique monétaire et treize

chargés de mission ont signé un contrat pour une durée moyenne de deux mois.

Toujours à la Direction générale des Études et de la recherche, le Programme supérieur de recherche de la BCE, destiné aux étudiants chercheurs de haut niveau en fin de doctorat, a attiré treize participants pour une durée moyenne de trois mois.

Dans l'ensemble de la BCE, et dans la plupart des domaines d'activité, 87 stagiaires, étudiants et diplômés, ayant principalement une formation économique, ont bénéficié de contrats d'une durée moyenne de trois mois et demi.

#### ***La politique de gestion des ressources humaines***

Les règles de recrutement et d'avancement ont été codifiées et figurent dans les Circulaires administratives correspondantes. Ces règles visent à garantir, en matière de recrutement et de promotion, le respect des principes de qualification professionnelle, de transparence, d'égalité d'accès et de non-discrimination ainsi qu'à définir des pratiques justes et équitables dans les procédures.

En complément de l'exercice annuel d'évaluation du personnel, un processus de retour d'informations émanant de différentes sources a été mis en place pour les responsables. Ce processus met l'accent sur le développement par chacun de ses compétences en matière de gestion. Les cadres dirigeants (Responsables de division, Directeurs, Directeurs généraux adjoints et Directeurs généraux) et les membres du Directoire peuvent se porter volontaires pour participer à ce processus en vertu duquel ils attendent un retour d'informations de la part de ceux qui leur rendent directement compte, de leurs pairs et le cas

<sup>6</sup> Cf. la Décision de la Banque centrale européenne du 7 octobre 1999 concernant la prévention de la fraude (BCE/1999/5), JO L 291, 13.11.1999. Le Règlement intérieur de la Banque centrale européenne a été amendé en conséquence par un nouvel article 9a, cf. JO L 314 du 8.12.1999.

échéant, de tiers. Trente-neuf cadres dirigeants ont été volontaires pour prendre part au premier exercice.

### **La structure de garde des enfants et l'École européenne**

La garderie de la BCE a quitté ses installations provisoires pour s'installer dans ses locaux définitifs. Cependant, la demande de places étant très importante, les locaux provisoires demeureront ouverts jusqu'à ce que les locaux définitifs puissent être agrandis. À terme, la structure devrait accueillir environ 130 enfants de moins de 6 ans.

La construction de l'École européenne, instituée par le Conseil des gouverneurs des Écoles européennes, a pris du retard. Par conséquent, pour l'année scolaire 2002/2003, l'école ouvrira dans des locaux provisoires pour les classes maternelles et primaires. L'école comportera quatre sections linguistiques : anglais, français, allemand et italien.

### **Les relations sociales**

Outre les consultations formelles sur les modifications du Régime applicable au personnel, le Règlement concernant le personnel et autres questions, le dialogue avec le Comité du personnel a porté, en 2001, sur plusieurs autres sujets, notamment, au

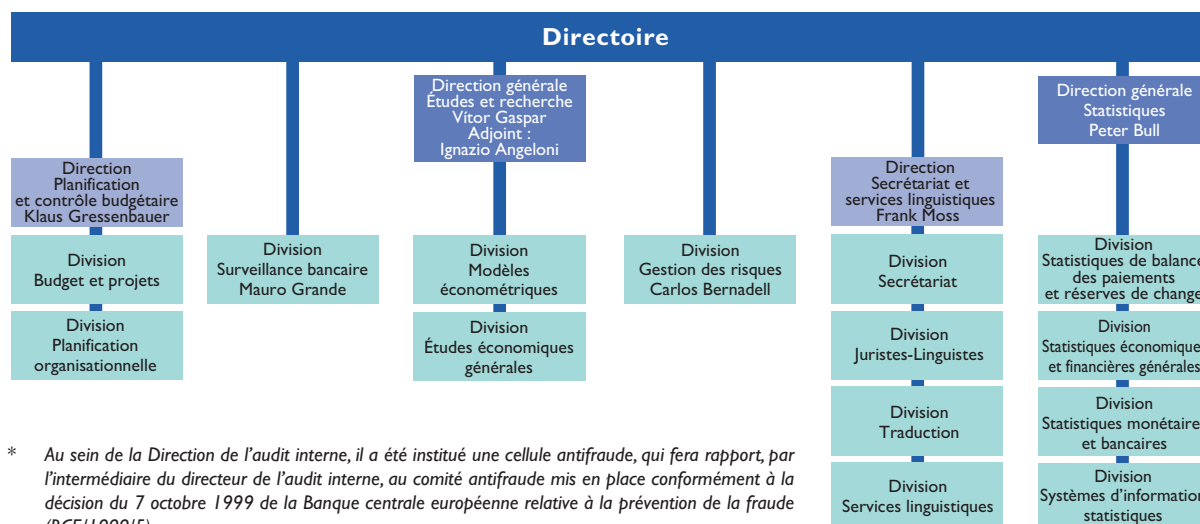
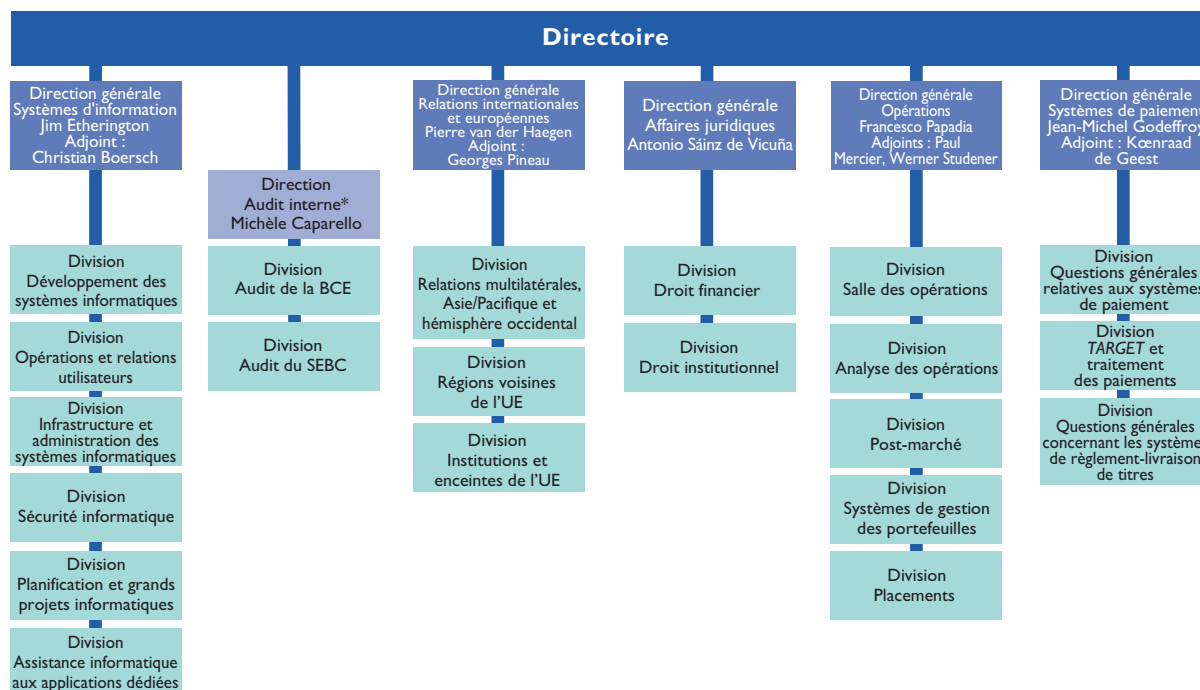
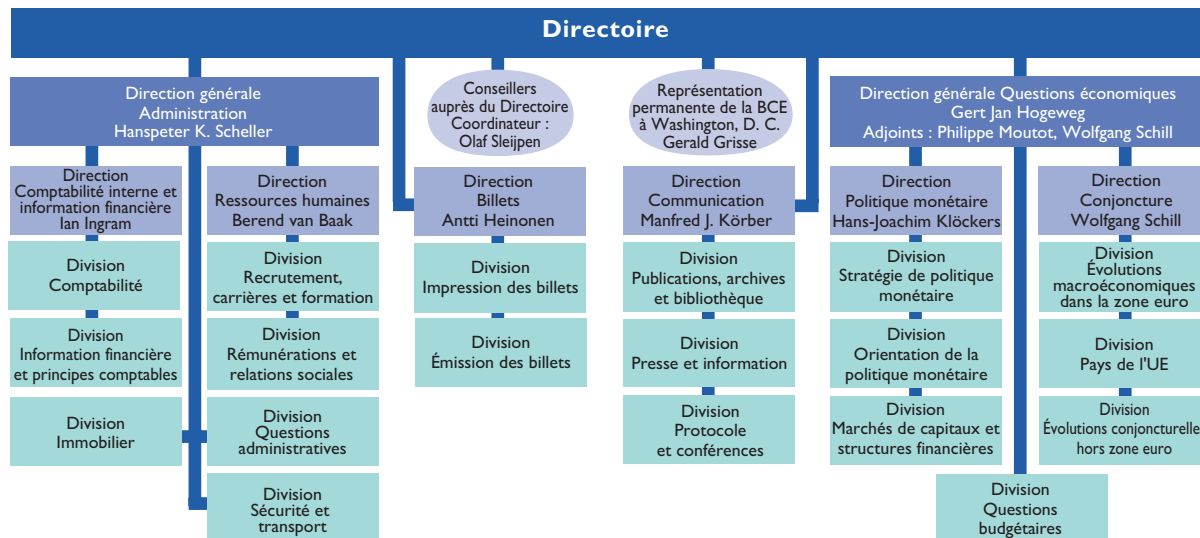
second semestre, sur la situation à la BCE en matière de sécurité.

Le Syndicat du personnel de la Banque centrale européenne (*Union of the Staff of the European Central Bank, USE*) a donné son avis sur les modifications proposées du Régime applicable au personnel et du Règlement concernant le personnel. La question de la reconnaissance de l'USE et d'un syndicat externe comme partenaires sociaux dans le cadre de la négociation des conventions collectives est toujours en suspens auprès de la Cour de justice des Communautés européennes en première instance.

### **3.3 L'organigramme de la BCE**

Au vu de l'expérience acquise au cours des trois premières années et demi d'existence de la BCE, le Directoire a décidé de procéder à un certain nombre de changements dans l'organigramme. Afin de maximiser les synergies entre les différentes unités, le Directoire a décidé de modifier les responsabilités attribuées à chaque membre du Directoire. En outre, d'autres modifications sont intervenues dans les fonctions des unités de la BCE. Ces changements ont pris effet respectivement au 1<sup>er</sup> janvier et au 1<sup>er</sup> mars 2002 et apparaissent dans le nouvel organigramme de la BCE. Celui-ci reflète également mieux le fait que le Directoire agit comme un organe collégial dans la gestion au quotidien de la BCE.

### 3.3 L'organigramme de la BCE



\* Au sein de la Direction de l'audit interne, il a été institué une cellule antifraude, qui fera rapport, par l'intermédiaire du directeur de l'audit interne, au comité antifraude mis en place conformément à la décision du 7 octobre 1999 de la Banque centrale européenne relative à la prévention de la fraude (BCE/1999/5).

## 4 Le dialogue social au sein du SEBC

Sur la base d'un accord conclu avec trois fédérations syndicales européennes représentant le personnel employé dans le SEBC, la BCE entretient un dialogue social avec les représentants du personnel des BCN et de la BCE. L'objectif du dialogue social est d'informer le personnel et de discuter des décisions devant être prises par les organes de décision de la BCE au sujet des missions

du SEBC, dans la mesure où elles peuvent avoir une influence majeure sur la situation de l'emploi et les conditions de travail dans les banques centrales. En 2001, deux réunions ont eu lieu dans le cadre de ce dialogue social. La future impression des billets de banques en euros a été le principal thème de discussion, les autres sujets abordés étant les évolutions de *Target* et de la surveillance bancaire.

## 5 Les Comités du SEBC

Les Comités du SEBC ont continué de jouer un rôle important dans l'accomplissement des missions de l'Eurosystème/SEBC. En juillet 2001, le Conseil des gouverneurs a renouvelé les mandats de ces Comités et reconduit leurs présidents respectifs dans leurs fonctions pour trois années supplémentaires. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les Comités du SEBC ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de prise de décision. Les Comités du SEBC se composent de

représentants des banques centrales de l'Eurosystème et, le cas échéant, d'autres organismes compétents, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Les BCN des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro ont également désigné chacune des représentants chargés de participer aux réunions des Comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traitent de problèmes relevant du domaine de compétence du Conseil général. Il existe actuellement douze Comités, qui ont

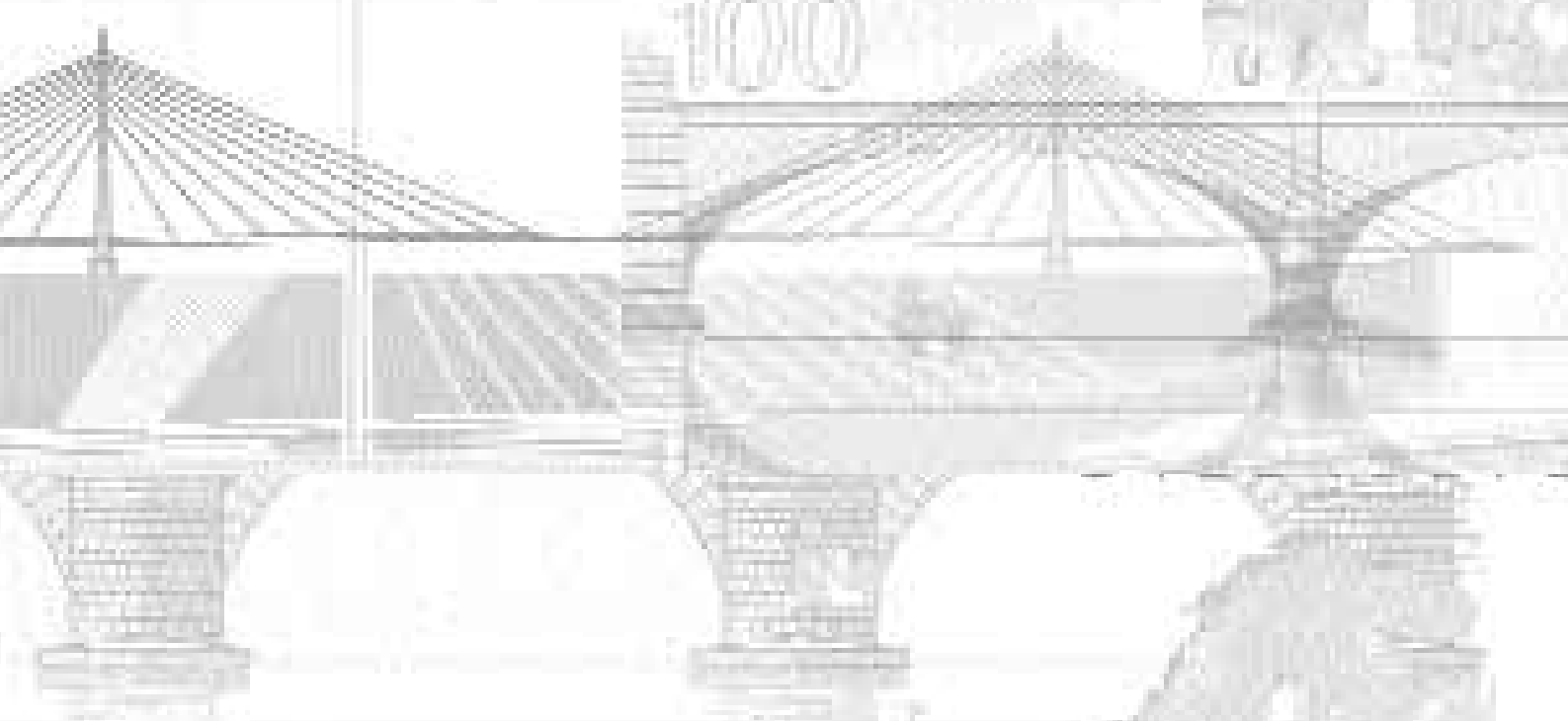
### Les Comités du SEBC et leurs présidents

Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO) Hanspeter K. Scheller	Comité des relations internationales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de la surveillance bancaire (BSC) Edgar Meister	Comité juridique (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité des billets (BANCO) Antti Heinonen	Comité des opérations de marché (MOC) Francesco Papadia
Comité de la communication externe (ECCO) Manfred J. Körber	Comité de la politique monétaire (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité des systèmes d'information (ITC) Jim Etherington	Comité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité des auditeurs internes (IAC) Michèle Caparelli	Comité des statistiques (STC) Peter Bull

tous été créés en application de l'article 9 du Règlement intérieur de la BCE.

Outre les Comités du SEBC, le Conseil des gouverneurs a mis en place, en 1998, le Comité budgétaire, sur la base de l'article 15 du Règlement intérieur de la BCE. Il se compose de représentants des banques

centrales de l'Eurosystème et assiste le Conseil des gouverneurs sur les questions relatives au budget de la BCE. En juillet 2001, le Conseil des gouverneurs a adopté le nouveau mandat du Comité budgétaire et reconduit dans ses fonctions son président, Liam Barron, pour une nouvelle période de trois ans.



**Pays-Bas : Jeunes gens examinant leurs premiers billets en euros retirés d'un DAB à Maastricht, dans les premières minutes du 1<sup>er</sup> janvier 2002**

## **Chapitre XIII**

# **Les comptes annuels de la Banque centrale européenne et le bilan consolidé de l'Eurosystème pour l'exercice 2001**



## Bilan au 31 décembre 2001

Actif	Numéro de rubrique de l'annexe	2001 euros	2000 euros
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>1</b>	<b>7 766 265 040</b>	<b>7 040 906 565</b>
<b>2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>2</b>		
2.1 Créances sur le FMI		72 074 161	0
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		41 162 620 238	37 475 047 829
		<b>41 234 694 399</b>	<b>37 475 047 829</b>
<b>3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>2</b>	<b>3 636 568 460</b>	<b>3 824 522 571</b>
<b>4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>3</b>		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		391 170 869	698 252 463
<b>5 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>288 143 000</b>
<b>6 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>5</b>	<b>4 423 742 115</b>	<b>3 667 731 194</b>
<b>7 Créances intra-Eurosystème</b>	<b>6</b>		
Autres créances intra-Eurosystème (net)		9 697 303 920	13 080 794 017
<b>8 Autres actifs</b>			
8.1 Immobilisations corporelles et incorporelles	7.1	100 585 654	64 168 178
8.2 Autres actifs financiers	7.2	92 762 198	81 758 341
8.3 Écarts de réévaluation sur instruments de hors-bilan		0	251 564 471
8.4 Produits à recevoir et charges constatées d'avance	7.3	620 508 777	862 316 142
8.5 Divers	7.4	97 569 394	3 747 484
		<b>911 426 023</b>	<b>1 263 554 616</b>
<b>Total de l'actif</b>		<b>68 061 170 826</b>	<b>67 338 952 255</b>
<b>Pour mémoire</b>			
Euros à recevoir contre devises à livrer		0	2 885 697 468

Passif	Numéro de rubrique de l'annexe	2001 euros	2000 euros
<b>1 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>288 143 000</b>
<b>2 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	<b>9</b>	<b>1 022 000 000</b>	<b>1 080 000 000</b>
<b>3 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>10</b>	<b>271 375 580</b>	<b>3 421 112 123</b>
<b>4 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>11</b>	<b>17 192 783</b>	<b>0</b>
<b>5 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>11</b>		
Dépôts, comptes et autres engagements		<b>5 840 349 099</b>	<b>4 803 381 255</b>
<b>6 Engagements intra-Eurosystème</b>	<b>12</b>		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		<b>40 497 150 000</b>	<b>39 468 950 000</b>
<b>7 Autres engagements</b>	<b>13</b>		
7.1 Charges à payer et produits constatés d'avance		1 759 319 678	1 626 022 228
7.2 Divers		94 122 190	52 005 650
		<b>1 853 441 868</b>	<b>1 678 027 878</b>
<b>8 Provisions</b>	<b>14</b>	<b>2 803 216 269</b>	<b>2 637 039 135</b>
<b>9 Comptes de réévaluation</b>	<b>15</b>	<b>9 429 002 830</b>	<b>7 972 626 864</b>
<b>10 Capital et réserves</b>	<b>16</b>		
10.1 Capital		4 097 229 250	3 999 550 250
10.2 Réserves		408 393 225	0
		<b>4 505 622 475</b>	<b>3 999 550 250</b>
<b>11 Bénéfice de l'exercice</b>		<b>1 821 819 922</b>	<b>1 990 121 750</b>
<b>Total du passif</b>		<b>68 061 170 826</b>	<b>67 338 952 255</b>
<b>Pour mémoire</b>			
Devises à livrer contre euros à recevoir		<b>0</b>	<b>2 885 697 468</b>

## Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2001

	Numéro de rubrique de l'annexe	2001 euros	2000 euros
Revenus d'intérêt au titre des avoirs de réserve		1 707 431 459	2 507 164 892
Autres produits d'intérêt		2 271 293 068	4 657 469 867
1.1 Revenus d'intérêt		3 978 724 527	7 164 634 759
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(1 509 312 118)	(1 375 110 826)
Autres charges d'intérêt		(1 698 022 587)	(4 375 476 075)
1.2 Charges d'intérêt		(3 207 334 705)	(5 750 586 901)
<b>I Produit net d'intérêt</b>	<b>I</b>	<b>771 389 822</b>	<b>1 414 047 858</b>
2.1 Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	<b>2</b>	1 351 881 733	3 352 768 266
2.2 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	<b>3</b>	(109 023 392)	(1 084 563)
2.3 Dotations aux/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		109 023 392	(2 600 000 000)
<b>2 Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques</b>		<b>1 351 881 733</b>	<b>751 683 703</b>
<b>3 Revenus nets de commissions</b>	<b>4</b>	<b>298 120</b>	<b>673 498</b>
<b>4 Autres produits</b>	<b>5</b>	<b>1 393 851</b>	<b>904 158</b>
<b>Total des produits nets</b>		<b>2 124 963 526</b>	<b>2 167 309 217</b>
<b>5 Charges de personnel</b>	<b>6 et 7</b>	(97 288 818)	(80 275 827)
<b>6 Autres charges d'exploitation</b>	<b>8</b>	(185 712 394)	(82 808 524)
<b>7 Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles</b>		(20 142 392)	(14 103 116)
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>1 821 819 922</b>	<b>1 990 121 750</b>

Francfort-sur-le-Main, 12 mars 2002

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Willem F. Duisenberg  
Président

## Les principes 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 principes et méthodes comptables que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptés à la fonction d'une banque centrale et qui sont exposés ci-après. Ces principes et méthodes sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent une approche normalisée des règles relatives aux procédures comptables et d'information de l'Eurosystème.

### Les principes comptables

Les principes comptables appliqués sont les suivants : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principes de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et comparabilité.

### La base comptable

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables, l'or ainsi que l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

### Les actifs et passifs en or et 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 lors de la transaction. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, sur la base des positions bilan et hors-bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée séparément de la réévaluation du taux de change.

Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé à partir du taux de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 28 décembre 2001.

### Les titres

Tous les titres de créance et autres actifs négociables sont valorisés sur la base du prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice. Pour l'année s'achevant le 31 décembre 2001, les prix moyens du marché au 28 décembre 2001 ont été utilisés. Les titres non négociables sont valorisés à leur prix d'acquisition.

### Les modalités de prise en compte 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 les moins-values réalisées sont portées au compte de résultat. La méthode du prix moyen pondéré est utilisée sur une base quotidienne pour évaluer le coût d'acquisition de chaque élément. En cas de moins-value latente en fin d'année, le coût moyen est modifié sur la base du cours de

<sup>1</sup> Les principes et méthodes comptables de la BCE sont exposés de manière détaillée dans une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 12 décembre 2000 (BCE/2000/116), JO L 33, 2.2.2001.

change et/ou de la valeur de marché de l'élément concerné en fin d'année.

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 de l'or.

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 pension**

Les mises en pension sont enregistrées au bilan comme des dépôts garantis par des titres. Le bilan fait apparaître au passif le montant des dépôts et à l'actif la valeur des titres utilisés comme garantie. Les titres vendus dans le cadre d'une mise en pension restent inscrits au bilan de la BCE et sont valorisés conformément aux règles du portefeuille dont ils sont issus. Les mises en pension qui portent sur des titres libellés en monnaie étrangère n'ont pas d'incidence sur le coût moyen de la position de cette devise.

Les prises en pension sont recensées à l'actif du bilan comme prêt garanti, pour le montant du prêt. Les titres acquis dans le cadre d'une prise en pension ne sont pas réévalués.

Les mises et les prises en pension (y compris les opérations de prêts de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisés dans le bilan au poste correspondant que dans le cas où la garantie est fournie par l'emprunteur sous forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2001, la BCE n'a pas reçu de

garanties sous cette forme sur toute la durée d'une telle opération.

### **Les instruments de hors bilan**

Les instruments en devises, à savoir les opérations à terme sur devises étrangères, les composantes à terme des *swaps* de change et d'autres instruments en devises impliquant l'échange d'une devise contre une autre à une date ultérieure, sont pris en compte dans la position nette en devises pour calculer les pertes ou gains de change. La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne à l'instar des titres. Pour les *swaps* de change, la position à terme est réévaluée en liaison avec la position au comptant. En conséquence, aucun écart net de valorisation n'apparaît, étant donné que les devises reçues et l'engagement de restituer ces devises sont valorisés sur la base du même cours de change. Les gains et les pertes provenant d'instruments de hors bilan sont pris en compte et traités de la même manière que les gains et les pertes liés aux instruments de bilan.

### **Les événements postérieurs à la 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 de la BCE, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

### **Les soldes intra-SEBC**

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontière réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système *Target*<sup>2</sup> et font apparaître des soldes bilatéraux sur

<sup>2</sup> Target est le Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (cf. chapitre VII).

les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à *Target*. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement compensés par novation à la BCE, laissant à chaque BCN 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 participant à l'Eurosystème (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 engagements au sein de l'Eurosystème et figurent dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif.

Les soldes intra-SEBC des BCN non participantes auprès de la BCE figurent dans les « engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

### **Le traitement des immobilisations corporelles et incorporelles**

Les immobilisations corporelles sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. La méthode appliquée à cet égard est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

- ordinateurs, matériel et logiciels informatiques connexes, véhicules : quatre ans ;
- matériel, mobilier et équipement : dix ans ;
- immeubles et dépenses immobilisées : vingt-cinq ans.

Les immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros sont passées en totalité en charge l'année de leur acquisition.

### **Le plan de retraite de la BCE**

La BCE gère un régime de retraite à cotisations définies. Les actifs de ce plan, dont l'unique objectif est de fournir des pensions aux participants à ce dispositif et à leurs ayants droits, sont inclus dans les autres actifs de la BCE et sont identifiés séparément. Les plus-values et moins-values réalisées sur les actifs sont considérées comme des produits et des charges du plan de retraite l'année au cours de laquelle ils apparaissent. Les pensions payables à partir du compte principal des prestations, alimenté par les cotisations de la BCE, comportent des garanties minimales inhérentes aux régimes à cotisations définies.

### **L'entrée de la Grèce dans la zone euro**

À la suite de l'entrée de la Grèce dans la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2001<sup>3</sup> :

- la Banque de Grèce a transféré à la BCE le montant de 97 679 000 euros représentant les 95 % restants de sa souscription au capital venant s'ajouter aux 5 % déjà libérés ;
- entre les 2 janvier et 5 janvier 2001, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC, la Banque de Grèce a transféré des avoirs de réserve de change d'une valeur totale équivalente à 1 278 260 161 euros<sup>4</sup>. Ces avoirs de réserve de change étaient constitués d'or, de dollars et de yens dans les mêmes proportions que les montants transférés au début 1999 par les autres BCN participantes. La composante devises a été transférée sous la forme de numéraire

<sup>3</sup> *Décision du Conseil (2000/427/CE) du 19 juin 2000 conformément à l'article 122(2) du traité sur l'adoption par la Grèce de la monnaie unique le 1<sup>er</sup> janvier 2001 et à l'article 49 des statuts du SEBC et aux actes juridiques adoptés en vertu de cet article par le Conseil des gouverneurs de la BCE le 16 novembre 2000*

<sup>4</sup> *Ce dernier chiffre a été déterminé en multipliant la valeur en euros, aux taux de change en vigueur le 29 décembre 2000, des avoirs de réserve de change déjà transférés à la BCE par les membres existants de l'Eurosystème par le nombre de parts souscrites par la Banque de Grèce rapporté au nombre de parts déjà libérées par les autres BCN ne bénéficiant pas d'une dérogation.*

et de titres. La Banque de Grèce a reçu en contrepartie une créance sur la BCE correspondant à sa contribution au capital libéré et aux avoirs de réserve de change et équivalente aux montants transférés ;

- du fait de la dépréciation de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar des États-Unis, l'équivalent en euros des réserves de change transférées par la Banque de Grèce calculé en utilisant les cours du 29 décembre 2000 a été supérieur au montant qu'aurait versé la Banque de Grèce si elle avait transféré ces actifs en même temps que les autres banques centrales participantes en 1999. Si la Banque de Grèce avait été créditée d'une créance de 1 278 260 161 euros, sa part dans le total des créances des BCN participantes sur la BCE aurait été supérieure à sa part dans le capital de la BCE. Par conséquent, cette créance a été réduite, en accord avec la Banque de Grèce, à 1 028 200 000 euros, de sorte que la créance de la Banque de Grèce sur la BCE soit conforme à sa part dans le capital de la BCE ;
- la différence entre la créance ajustée et la valeur des avoirs transférés a été enregistrée comme une partie des contributions de la Banque de Grèce, due au titre de l'article 49.2 des statuts du SEBC, aux provisions et réserves de la BCE existant en date du 31 décembre 2000. Le montant total du paiement effectué par la Banque de Grèce au titre de ces contributions s'est élevé à 285 794 874 euros et peut être ventilé comme suit :

**Contributions de la Banque de Grèce conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC**

Provisions et réserves de la BCE	Montant en euros	Numéro de rubrique de l'annexe
Provision spéciale pour risque de change et de taux d'intérêt	67 732 230	14
Comptes de réévaluation	207 693 768	15
Fonds de réserve générale	10 368 876	16
<b>Total</b>	<b>285 794 874</b>	

Le solde résiduel de 35 734 713 euros a été payé le 30 mars 2001 après approbation des comptes annuels de la BCE relatifs à l'exercice 2000.

**Divers**

Le Directoire de la BCE estime que, compte tenu du fait que celle-ci est une banque centrale, 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 de la BCE, le Conseil de l'Union européenne a approuvé la nomination du cabinet PricewaterhouseCoopers GmbH en tant qu'auditeur externe de la BCE.

## Annexe au bilan

### I Avoirs et créances en or

La BCE détient 24,7 millions d'onces d'or fin (24 millions d'onces en 2000). Aucune transaction sur or n'a été effectuée en 2001. L'augmentation de cette position est due à la revalorisation et au transfert d'or de la Banque de Grèce en vertu de l'article 30.1 des statuts du SEBC (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » et « L'entrée de la Grèce dans la zone euro » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

### 2 Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro

#### 2.1 Créances sur le FMI

Cet actif représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2001. En 2001, la BCE a convenu d'établir un dispositif d'achat et de vente de DTS 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 prédéfinie.

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 (dollar des États-Unis, livre sterling, yen et euro). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des actifs en devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

#### 2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces créances sont constituées de comptes ouverts auprès des banques étrangères, de

prêts libellés en devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens.

### 3 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro

Au 31 décembre 2001, ces créances sont constituées de dépôts bancaires auprès de non-résidents de la zone euro.

### 4 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Au 31 décembre 2001, à l'exception des opérations effectuées dans le cadre du programme automatique de gestion de prêts de titres (cf. note 18), il ne subsistait aucune opération de pension conduite avec des établissements de crédit de la zone euro en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE.

### 5 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

Ils comprennent des titres de créance négociables émanant de certains émetteurs spécifiques de la zone euro qui présentent une qualité élevée de signature.

### 6 Créances intra-Eurosystème

Cette rubrique recouvre essentiellement les soldes constitués à l'occasion de l'utilisation du système *Target* par les banques centrales nationales participantes vis-à-vis de la BCE (cf. « Les soldes intra-SEBC » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).



	2001 euros	2000 euros
Sommes dont les banques centrales sont redevables au titre de <i>Target</i>	66 908 187 928	59 010 910 157
Montants dus aux banques centrales participantes au titre de <i>Target</i>	(57 210 884 008)	(45 930 059 415)
Solde net	9 697 303 920	13 080 850 742

## 7 Autres actifs

### 7.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

Au 31 décembre 2001, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	Valeur comptable nette au 31 décembre 2001 euros	Valeur comptable nette au 31 décembre 2000 euros
Terrains et immeubles	39 288 068	1 305 097
Ordinateurs	28 703 744	21 042 849
Matériel, mobilier, équipement et véhicules	4 492 005	4 852 047
Immobilisations en cours	8 077 125	21 691 248
Autres immobilisations corporelles	20 024 712	15 276 937
Total	100 585 654	64 168 178

La principale augmentation, qui apparaît dans la rubrique « Terrains et immeubles », concerne les dépenses immobilisées relatives aux installations de la BCE sur son second site d'implantation, l'Eurotheum, aux transferts en provenance du poste « Immobilisations en cours » après le début de l'utilisation des actifs, et à l'acquisition d'un logement de fonction destiné au président de la BCE.

### 7.2 Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

(a) Le portefeuille-titres du plan de retraite de la BCE, évalué à 53,9 millions d'euros (42,9 millions d'euros en 2000). Les actifs détenus à ce titre représentent la contrepartie des cotisations de retraite cumulées versées par la BCE et le personnel au 31 décembre 2001 et gérées par un gestionnaire de fonds extérieur. Les contributions régulières de la BCE et des participants au plan ont été placées sur une base mensuelle. Les actifs détenus au titre de ce plan ne sont pas fongibles avec les autres actifs financiers de la BCE, et les revenus nets de ces actifs ne constituent pas un revenu pour la BCE, mais sont réinvestis dans les fonds concernés, en attendant le versement des prestations. La valeur des actifs détenus par le plan est fondée sur une valorisation par un gestionnaire de fonds externe, à partir des prix de marché en fin d'année.

(b) La BCE détient 3 000 actions de la Banque des règlements internationaux qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 38,5 millions d'euros.

### 7.3 Produits à recevoir et charges constatées d'avance

La principale composante de ce poste recouvre les intérêts à recevoir sur les titres et autres actifs financiers.

### 7.4 Divers

L'augmentation de la rubrique « Divers » en 2001 est essentiellement due à la constitution d'un stock de réserve de billets en euros pour l'Eurosystème. Les dépenses engagées à ce titre ont été supportées en première instance par la BCE ; ces billets sont destinés à être revendus aux BCN à leur coût de revient.

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.

## 8 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro

Au 31 décembre 2001, à l'exception des opérations effectuées dans le cadre du programme automatique de gestion de prêts de titres (cf. note 18), il ne subsistait aucune opération de pension conduite avec des établissements de crédit de la zone euro en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE.

## 9 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE), qui servent à constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro par l'intermédiaire du système *Target*.

## 10 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes de banques centrales nationales non participantes provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système *Target* (cf. « Les soldes intra-SEBC » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

## 11 Engagements en devises envers des résidents et des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique retrace les engagements résultant d'accords de mise en pension

conduits avec des résidents et des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE.

## 12 Engagements intra-Eurosystème

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis de BCN participantes provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE. Au départ, les engagements ont été libellés en euros sur une base fixe déterminée par la valeur des actifs au moment de leur transfert et ils sont rémunérés aux taux de refinancement à court terme de l'Eurosystème, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. Annexe au compte de résultat, note 1). Ce poste a augmenté sous l'effet du transfert d'avoirs de réserve de change par la Banque de Grèce au début 2001 (cf. « L'entrée de la Grèce dans la zone euro » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

	Clé de répartition du capital	
	%	euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	1 432 900 000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12 246 750 000
Banque de Grèce	2,0564	1 028 200 000
Banco de España	8,8935	4 446 750 000
Banque de France	16,8337	8 416 850 000
Central Bank of Ireland	0,8496	424 800 000
Banca d'Italia	14,8950	7 447 500 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74 600 000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2 139 000 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1 179 700 000
Banco de Portugal	1,9232	961 600 000
Suomen Pankki – Banque de Finlande	1,3970	698 500 000
<b>Total</b>	<b>80,9943</b>	<b>40 497 150 000</b>

### 13 Autres engagements

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux banques centrales nationales en liaison avec leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. note 12). Les engagements de la BCE au titre du fonds de pension d'un montant de 53,9 millions d'euros (42,9 millions en 2000) et les autres charges constatées d'avance figurent également dans cette rubrique.

### 14 Provisions

Au 31 décembre 2000, compte tenu des expositions importantes de la BCE aux risques de change et de taux d'intérêt et de la taille actuelle de ses réserves de réévaluation, il a été jugé approprié de mettre en place une provision spéciale contre ces risques, s'élevant à 2 600 millions d'euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Banque de Grèce a également contribué à hauteur de 67,7 millions d'euros à ces réserves en mars 2001 (cf. « L'entrée de la Grèce dans la zone euro » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables). L'obligation de maintenir cette provision est revue chaque année.

Cette rubrique inclut également les provisions de nature administrative liées aux achats de biens et services. En raison de l'annonce en 2001, par la BCE, de son intention d'acquérir un site dans la ville de Francfort-sur-le-Main pour y construire ses installations permanentes, il a été nécessaire de constituer une provision adéquate au titre de l'obligation contractuelle de restituer dans leur état initial ses locaux actuels, lorsque ceux-ci seront vacants.

### 15 Comptes de réévaluation

Ces comptes représentent les réserves de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs. Les soldes incluent les contributions apportées par la Banque de Grèce conformément à

l'article 49.2 des statuts du SEBC (cf. « L'entrée de la Grèce dans la zone euro » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

	2001 euros	2000 euros
Or	1 691 913 278	1 120 787 564
Devises étrangères	7 428 130 700	6 228 835 267
Titres	308 958 852	623 004 033
Total	9 429 002 830	7 972 626 864

### 16 Capital et réserves

#### Capital

Les souscriptions au capital de la BCE de 5 milliards d'euros entièrement libérées par les BCN participantes s'élèvent à un total de 4 049 715 000 euros et sont ventilées de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital %	
		euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	143 290 000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1 224 675 000
Banque de Grèce	2,0564	102 820 000
Banco de España	8,8935	444 675 000
Banque de France	16,8337	841 685 000
Central Bank of Ireland	0,8496	42 480 000
Banca d'Italia	14,8950	744 750 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7 460 000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213 900 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117 970 000
Banco de Portugal	1,9232	96 160 000
Suomen Pankki – Banque de Finlande	1,3970	69 850 000
Total	80,9943	4 049 715 000

Les contributions des BCN non participantes, équivalentes à 5 % du montant qui serait exigible si ces pays participaient à l'Union monétaire, se chiffrent à un total de 47 514 250 euros, réparti de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital %	euros
Banque nationale du Danemark	1,6709	4 177 250
Banque de Suède	2,6537	6 634 250
Banque d'Angleterre	14,6811	36 702 750
Total	19,0057	47 514 250

Ces montants représentent les contributions aux coûts de fonctionnement encourus par la BCE, liés aux missions accomplies au profit des BCN non participantes. Les BCN non participantes ne sont pas tenues, tant qu'elles n'ont pas rejoint l'Eurosystème, de libérer leurs souscriptions du capital au-delà des montants déjà décidés. Parallèlement, ces BCN n'ont aucun droit à recevoir partie des bénéfices distribuables de la BCE et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

#### Réserves

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC et à la décision du Conseil des gouverneurs du 29 mars 2001, un montant de 398 millions d'euros du bénéfice net pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2000 a été transféré au fonds de réserve générale. Les 10,4 millions d'euros restants inclus dans ce compte se rapportent à la contribution de la Banque de Grèce aux réserves de la BCE, conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC (cf. « L'entrée de la Grèce dans la zone euro » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

### 17 Événements postérieurs à la clôture du bilan

Le Conseil des gouverneurs a décidé que la BCE et les douze BCN participantes, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettront des billets en euros à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002<sup>5</sup>. Une part égale à 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation a été affectée à la BCE à compter de 2002, tandis que 92 % des billets en euros seront émis par les douze BCN.

La part allouée à la BCE dans l'émission totale des billets en euros sera adossée à des créances sur les BCN lors de la mise en circulation des billets de la BCE. Ces créances, qui seront rémunérées<sup>6</sup>, seront réparties entre les BCN proportionnellement à leur part libérée dans le capital de la BCE.

### 18 Programme automatique de gestion de prêts de titres

Dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE, celle-ci a conclu en 2001 un accord relatif à un programme automatique de prêts de titres, dans le cadre duquel un intermédiaire spécialement désigné à cet effet conclut des opérations de prêts 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 2001 des opérations de pension et de mise en pension, pour un montant équivalent de 1,6 milliard d'euros (cf. « Les opérations de pension » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

### 19 Éléments de hors-bilan

Les créances et engagements subsistant au 31 décembre 2000 au titre d'un contrat de *swap* de change ont été liquidés en 2001.

Il ne subsistait aucun engagement conditionnel en date du 31 décembre 2001.

<sup>5</sup> Décision BCE du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros (BCE/2001/15), 2001 JO L 337, 20.12.2001

<sup>6</sup> Décision BCE du 6 décembre 2001 sur la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants, à compter de l'exercice 2002 (BCE/2001/16), 2001 JO L 337, 20.12.2001

## Annexe au compte de résultat

### I Produit net d'intérêt

Ce poste comprend les revenus d'intérêt, déduction faite des charges d'intérêt, relatifs aux créances et engagements libellés en devises, et les revenus nets d'intérêt des soldes résultant des transactions *Target* et relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros. La rémunération versée aux BCN participantes à raison de leurs créances sur la BCE au titre des avoirs de réserve de change transférés en vertu de l'article 30.I des statuts du SEBC est comptabilisée séparément.

Les intérêts nets acquis au titre des avoirs de réserve de change sont communiqués nets des charges d'intérêt, comme suit :

	2001 euros	2000 euros
Intérêts bruts acquis au titre des avoirs de réserve de change	1 851 694 324	2 734 740 519
Charges d'intérêt liées aux engagements au titre des avoirs de réserve de change	(144 262 865)	(227 575 627)
Intérêts acquis au titre des avoirs de réserve de change (nets)	1 707 431 459	2 507 164 892

La diminution du produit net d'intérêt par rapport à 2000 est due essentiellement à la baisse des revenus générés par les avoirs en dollars. Ce recul a été partiellement compensé par une hausse de la rémunération des soldes résultant des transactions *Target*, ces soldes ayant été, en moyenne, plus importants qu'en 2000.

Les soldes des « autres produits d'intérêt » et des « autres charges d'intérêt » ont baissé en 2001, essentiellement en raison de la compensation des soldes *Target* bilatéraux à compter du 30 novembre 2000. Tous les soldes bilatéraux liés à *Target* entre les BCN de l'UE et la BCE sont compensés quotidiennement par novation à la BCE, à la clôture des opérations, chaque BCN

présentant, au bout du compte, une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE (cf. « Les soldes débiteurs et créditeurs au sein du SEBC » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

### 2 Plus/moins values réalisées sur opérations financières

Les plus-values réalisées résultent principalement des cessions de titres dans le cadre d'opérations normales de gestion de portefeuille. La baisse des plus-values nettes réalisées par rapport à 2000 est essentiellement liée au fait qu'en 2000, d'importantes plus-values avaient été constatées à la suite des interventions de la BCE sur les marchés de change. La cession des revenus d'intérêt en devises perçus depuis début 1999 a également été incluse dans cette rubrique. En 2001, la BCE n'est pas intervenue sur les marchés de change et les cessions de produits d'intérêt en devises ont été suspendues.

### 3 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

Cette charge résulte presque intégralement de l'ajustement du coût d'acquisition des titres apparaissant au bilan à leur valeur de marché du 31 décembre 2001 en raison des baisses des cours intervenues à la fin 2001 (cf. « Les modalités de prise en compte des produits » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

### 4 Revenus nets de commissions

Cette rubrique correspond au solde des produits et charges présentés dans le tableau suivant. Les produits proviennent des pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires.

	2001 euros	2000 euros
Commissions (Produits)	931 206	1 296 112
Commissions (Charges)	(633 086)	(622 614)
Revenus nets de commissions	298 120	673 498

## 5 Autres produits

Les divers produits perçus durant l'année proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives non utilisées.

## 6 Charges de personnel

Les traitements et indemnités (82 millions d'euros, après 67 millions en 2000) et les cotisations de l'employeur aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents figurent dans ce poste. Les émoluments versés au Directoire de la BCE se sont élevés à 1,9 million d'euros contre 1,8 million en 2000. Les anciens membres du Directoire ou leurs ayant droits n'ont perçu aucune retraite au cours de l'année. Le régime des traitements et indemnités du personnel, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Le dernier jour ouvré de 2001, la BCE employait 1 043 personnes dont 75 à des postes de direction. L'effectif moyen du personnel permanent employé par la BCE en 2001 était de 997 personnes contre 823 en 2000. Durant la période, 176 agents supplémentaires ont été employés, et 74 membres du personnel ont cessé de travailler à la BCE.

## 7 Plan de retraite de la BCE

Conformément aux règles du régime de la BCE, une valorisation actuarielle triennale

complète est nécessaire. La dernière valorisation actuarielle a été réalisée le 31 décembre 2000, à l'aide de la méthode *Projected Unit Credit Method*, basée sur un niveau minimum d'engagements égal aux sommes forfaitaires en numéraire à verser aux membres en fin de contrat.

Le coût des retraites lié à ce plan est évalué conformément aux conseils d'un actuaire qualifié. Le coût total des retraites pour la BCE, qui englobe une provision pour invalidité et prestations postérieures au départ en retraite, s'est élevé à 14,9 millions d'euros (13,1 millions en 2000). Cette somme comprend une provision de 0,7 million d'euros au titre de retraites des membres du Directoire (0,6 million en 2000). Dans l'avenir, la BCE devra contribuer à hauteur de 16,5 % des rémunérations prises en compte pour le calcul des retraites de l'ensemble du personnel.

## 8 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 transfert, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

L'augmentation des charges d'exploitation est due essentiellement aux coûts supplémentaires liés au second site d'implantation de la BCE, l'Eurotheum, et à la hausse des commissions versées à des consultants externes, tout particulièrement dans le cadre de la préparation de la campagne d'information Euro 2002.

Au Président et au Conseil des gouverneurs  
de la Banque centrale européenne

Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié les comptes financiers ci-joints de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2001. L'établissement de ces comptes est du ressort du Directoire de la Banque centrale européenne. Pour notre part, nous avons à porter un jugement sur ces comptes en toute indépendance, à partir de notre vérification, et à vous le faire connaître.

Notre travail, qui a été effectué conformément aux normes internationales de la profession, a comporté l'examen, par sondage, des documents se rapportant aux montants et aux indications figurant dans les comptes. Il a consisté aussi à porter une appréciation sur les estimations et les choix essentiels effectués lors de l'élaboration de ces comptes, à déterminer si les règles comptables qui ont été suivies sont adaptées à la situation de la Banque centrale européenne et si elles sont suffisamment explicites.

À notre avis, les états financiers, qui ont été établis selon les règles comptables exposées dans la première partie des annexes aux comptes de la Banque centrale européenne, donnent une image fidèle de la situation financière de cette institution au 31 décembre 2001 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date.

Francfort-sur-le-Main, 13 mars 2002

*PricewaterhouseCoopers*

GmbH  
Cabinet d'audit

[Signé]  
(Wagener)  
Commissaire aux comptes

[Signé]  
(Kern)  
Commissaire aux comptes

## Annexe relative à l'affectation des bénéfices

Cette note ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2001. Elle est publiée dans le *Rapport annuel* à titre d'information.

### Répartition des bénéfices

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve générale dans la limite de 100 % du capital ;
- le solde est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

Conformément à cet article, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 21 mars 2002, de transférer un montant de 364 millions d'euros au fonds de réserve générale, le solde étant réparti entre les banques centrales nationales participantes proportionnellement aux parts de capital qu'elles ont libérées.

Les banques centrales nationales non participantes ne peuvent percevoir aucune part du bénéfice distribuable.

	2001 euros	2000 euros
Bénéfice de l'exercice	1 821 819 922	1 990 121 750
Affectation au fonds de réserve générale	(364 363 984)	(398 024 350)
Bénéfice distribuable	1 457 455 938	1 592 097 400
Bénéfice distribué aux BCN	(1 457 455 938)	(1 592 097 400)
Total	0	0





## Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2001

(en millions d'euros)

Actif	31 décembre 2001	1 <sup>er</sup> janvier 2001 *	31 décembre 2000
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>126 801</b>	<b>118 610</b>	<b>117 073</b>
<b>2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>			
2.1 Créances sur le FMI	32 008	27 106	26 738
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	232 957	243 545	232 087
	<b>264 965</b>	<b>270 651</b>	<b>258 825</b>
<b>3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>24 805</b>	<b>19 100</b>	<b>15 786</b>
<b>4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>			
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	5 707	4 149	3 750
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0	0
	<b>5 707</b>	<b>4 149</b>	<b>3 750</b>
<b>5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>			
5.1 Opérations principales de refinancement	142 000	222 988	222 988
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	60 000	45 000	45 000
5.3 Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0
5.4 Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	1 573	608	608
5.6 Appels de marge versés	24	53	53
	<b>203 598</b>	<b>268 648</b>	<b>268 648</b>
<b>6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>487</b>	<b>2 286</b>	<b>578</b>
<b>7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>27 984</b>	<b>29 059</b>	<b>26 071</b>
<b>8 Créances en euros sur des administrations publiques</b>	<b>68 603</b>	<b>69 375</b>	<b>57 671</b>
<b>9 Autres actifs</b>	<b>90 813</b>	<b>91 208</b>	<b>87 676</b>
<b>Total</b>	<b>813 762</b>	<b>873 086</b>	<b>836 078</b>

Les totaux et les sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

\* Le bilan consolidé du 1<sup>er</sup> janvier 2001 fait apparaître, à des fins de comparaison, l'incidence de l'entrée de la Banque de Grèce dans l'Eurosystème à cette date. Les modifications proviennent essentiellement de l'intégration de l'actif et du passif de la Banque de Grèce et de la reclassification des créances et engagements de l'Eurosystème vis-à-vis des résidents grecs en créances et engagements vis-à-vis des résidents de la zone euro.

<b>Passif</b>	<b>31 décembre 2001</b>	<b>1<sup>er</sup> janvier 2001 *</b>	<b>31 décembre 2000</b>
<b>1 Billets en circulation</b>	<b>269 556</b>	<b>380 281</b>	<b>371 370</b>
<b>2 Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>			
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	147 580	126 599	124 402
2.2 Facilité de dépôt	488	240	240
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0	0
2.4 Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0
2.5 Appels de marge reçus	4	0	0
	<b>148 072</b>	<b>126 839</b>	<b>124 642</b>
<b>3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>37 159</b>	<b>10 950</b>	<b>305</b>
<b>4 Certificats de dette émis</b>	<b>2 939</b>	<b>3 784</b>	<b>3 784</b>
<b>5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>			
5.1 Engagements envers des administrations publiques	44 970	53 894	53 353
5.2 Autres engagements	6 307	6 020	3 694
	<b>51 277</b>	<b>59 914</b>	<b>57 047</b>
<b>6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>9 446</b>	<b>11 412</b>	<b>10 824</b>
<b>7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>2 525</b>	<b>6 143</b>	<b>806</b>
<b>8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>			
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	20 227	14 193	12 414
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0	0
	<b>20 227</b>	<b>14 193</b>	<b>12 414</b>
<b>9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	<b>6 967</b>	<b>6 848</b>	<b>6 702</b>
<b>10 Autres passifs</b>	<b>76 107</b>	<b>74 691</b>	<b>72 277</b>
<b>11 Comptes de réévaluation</b>	<b>125 367</b>	<b>117 972</b>	<b>117 986</b>
<b>12 Capital et réserves</b>	<b>64 118</b>	<b>60 059</b>	<b>57 921</b>
<b>Total</b>	<b>813 762</b>	<b>873 086</b>	<b>836 078</b>

# Annexes

## Glossaire

**Abattement forfaitaire (Lump-sum allowance)** : montant fixe déduit par un établissement pour le calcul de ses **réserves obligatoires** dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**.

**Accès à distance (à un STFB) [Remote access (to an IFTS)]** : possibilité offerte à un **établissement de crédit** domicilié dans un pays (« pays d'origine ») de devenir participant direct à un **système de transfert de fonds entre banques (STFB)** installé dans un autre pays (« pays d'accueil ») et de détenir à cet effet un compte de règlement ouvert en son nom propre auprès de la banque centrale du pays d'accueil, sans y avoir nécessairement établi de succursale.

**Accord de pension (Repurchase agreement)** : convention par laquelle un actif est cédé, le vendeur ayant le droit et l'obligation de le racheter à un prix déterminé à une échéance fixée ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à l'exception du fait que le vendeur ne conserve pas la propriété des titres. L'**Eurosystème** utilise des pensions à échéance fixe dans le cadre de ses **opérations de cession temporaire**. Les pensions sont incluses dans **M3** dans les cas où le vendeur est une **institution financière monétaire (IFM)** et la **contrepartie** un résident non-IFM de la **zone euro**. Conformément au règlement de la BCE relatif au bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2001/13, remplaçant BCE/1998/16), les **prises en pensions (repos)** sont classées parmi les engagements sous forme de dépôts dans la mesure où elles ne sont pas négociables.

**Acquis communautaire** : terme couramment utilisé pour désigner l'ensemble de la législation communautaire comprenant les traités, règlements et directives de l'UE. Pour leur adhésion à l'UE, les pays doivent avoir mis en œuvre les dispositions existantes de cet acquis.

**Actif de niveau 1 (Tier one asset)** : titre négociable satisfaisant à certains critères d'éligibilité uniformes définis par la **BCE** pour l'ensemble de la **zone euro**.

**Actif de niveau 2 (Tier two asset)** : titre négociable ou actif non négociable sur un marché, remplissant les critères d'éligibilité établis par une banque centrale nationale et soumis à l'approbation de la **BCE**.

**Activités de correspondant bancaire (Correspondent banking)** : contrat aux termes duquel un **établissement de crédit** offre à un autre établissement de crédit des services de paiement et autres prestations. Les paiements effectués par l'intermédiaire des correspondants bancaires le sont habituellement sur des comptes de liaison (comptes *loro* et *nostro*), qui peuvent être assortis de lignes de crédit permanentes. Les services de correspondant bancaire sont essentiellement des prestations transfrontière, mais recouvrent également des relations de représentation dans certains contextes nationaux. Un correspondant utilise le terme de compte *loro* pour désigner un compte ouvert au profit d'un établissement de crédit étranger; l'établissement de crédit, quant à lui, le considérera comme un compte *nostro*.

**Administrations publiques (General government)** : ensemble des administrations centrales, d'États fédérés et d'administrations locales et des fonds de sécurité sociale, conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995**.

**Agent de règlement (Settlement agent)** : établissement qui gère le processus de règlement (par exemple, la détermination des positions en matière de règlement, le suivi des échanges de paiements, etc.) pour des systèmes d'échange ou d'autres dispositifs nécessitant des règlements.

**Agrégats monétaires (Monetary aggregates)** : la somme de la **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs très liquides, au sens large du terme, des **institutions financières monétaires** et de l'administration centrale (Poste, Trésor). L'agrégat monétaire étroit **M1** a été défini comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des **dépôts à vue**. L'agrégat monétaire « intermédiaire » **M2** comprend M1 plus les **dépôts à terme** d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les **dépôts remboursables avec un préavis** inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend **M2** plus les **pensions**, les parts d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **Valeur de référence pour la croissance monétaire**).

**Ajustement déficit – dette (Deficit-debt adjustment)** : différence entre le déficit public et la variation de la dette publique. Celle-ci peut être imputable, entre autres, à des variations du montant d'actifs financiers détenus par l'administration centrale, à une variation de la dette publique détenue par d'autres administrations publiques ou à des ajustements statistiques.

**Appel d'offres normal (Standard tender)** : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** dans le cadre de ses **opérations d'open market** régulières. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres selon cette procédure.

**Appel d'offres rapide (Quick tender)** : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** pour des **opérations de réglage fin**. Les appels d'offres rapides sont exécutés dans un délai d'une heure et réservés à un cercle restreint de **contreparties**.

**Assiette des réserves (Reserve base)** : ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

**Association bancaire pour l'euro (ABE) [Euro Banking Association (EBA)]** : organisation au sein de laquelle peuvent être examinés et débattus tous les sujets présentant un intérêt pour ses membres et, en particulier, les questions liées à l'utilisation de l'**euro** et au règlement d'opérations en euros. L'ABE a créé une société de compensation (ABE Clearing, société par actions simplifiée à capital variable) pour gérer le Système de compensation en euros à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999. Le Système de compensation en euros (Euro 1) remplace le Système de compensation et de règlement en écus.

**Avoirs de réserve de l'Eurosystème (Eurosystem's international reserves)** : les avoirs de réserve de la **zone euro** se composent des avoirs de réserve de l'**Eurosystème**, c'est-à-dire des avoirs de réserve de la **Banque centrale européenne (BCE)** et de ceux détenus par les banques centrales nationales (BCN) des États membres participants. Les avoirs de réserve doivent être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la BCN d'un des États membres participants et porter sur des créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la **zone euro** et libellées dans une devise autre que l'**euro** ; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des BCN participantes.

**Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (BCE)]** : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est

dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

**Bilan consolidé des IFM (Consolidated MFI balance sheet)** : le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fait apparaître les créances et les 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 de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des **agrégats monétaires** et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

**Carte multi-usages prépayée (Multi-purpose prepaid card)** : carte dont la valeur monétaire est stockée en mémoire, pouvant être utilisée pour effectuer une large gamme de paiements, à l'échelle nationale ou internationale, mais susceptible d'être parfois limitée à une zone particulière. La carte multi-usages prépayée rechargeable est également appelée « porte-monnaie électronique » (cf. **Monnaie électronique**).

**Comité économique et financier (Economic and Financial Committee)** : organe communautaire consultatif qui a été institué au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire**, après dissolution du Comité monétaire. Les États membres, la **Commission européenne** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum deux membres du Comité. L'un des deux membres nommés par chaque État membre est choisi parmi les hauts responsables de l'administration nationale et l'autre parmi les hauts responsables de la banque centrale nationale. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du Comité économique et financier, comprenant l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté.

**Comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières [Committee of European Securities Regulators (CESR)]** : créé en juin 2001, le Comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières est composé de représentants des autorités nationales chargées de la régulation des marchés de valeurs mobilières. Il assiste la **Commission européenne** en qualité de groupe consultatif dans le domaine des valeurs mobilières et joue un rôle important en ce qui concerne la transposition de la législation communautaire dans celle des États membres.

**Commission européenne (Commission des Communautés européennes) [European Commission (Commission of the European Communities)]** : institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**. La Commission met en place les politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des pouvoirs dans des domaines spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose des orientations générales pour les politiques économiques au sein de la Communauté et fait également rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle surveille les finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et soumet des rapports au Conseil. Elle est composée de vingt membres, à savoir deux représentants par pays pour l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, ainsi qu'un représentant de chacun des autres pays membres.

**Comptabilisation en juste valeur [Fair Value Accounting (FVA)]** : principe de valorisation stipulant l'utilisation soit d'un prix de marché, s'il existe, soit d'une estimation d'un prix de marché fondée sur la valeur actualisée des flux financiers attendus, afin de définir la valeur de bilan des instruments financiers.

**Conseil européen (European Council)** : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son évolution et définit les orientations politiques générales à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des États membres et le Président de la **Commission européenne** (cf. **Conseil de l'UE**).

**Conseil général (General Council)** : l'un des organes 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 quinze banques centrales nationales de l'UE.

**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 banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'euro.

**Conseil des ministres (Council of Ministers)** : cf. **Conseil de l'UE**.

**Conseil de l'UE (EU Council)** : institution de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des États membres, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle dès lors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil de l'UE est généralement appelé Conseil **Ecofin**. En outre, le Conseil de l'UE peut se réunir au niveau des chefs d'État ou de gouvernement (cf. **Conseil européen**).

**Contrepartie (Counterparty)** : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

**Conversion de titres (Re-denomination of securities)** : tout titre est libellé dans une devise exprimant sa valeur nominale (le plus souvent la valeur faciale du titre). La conversion des titres désigne la procédure par laquelle le nominal originel d'un titre, émis en monnaie nationale, est converti en **euros** au taux de conversion irrévocable de ladite monnaie.

**Cours pivot de l'euro (Euro central rate)** : taux de change officiel des monnaies participant au **MCE II** par rapport à l'euro, autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

**Créances sur les résidents de la zone euro (Credit to euro area residents)** : mesure large du financement des résidents **non-IFM** de la zone euro (y compris les **administrations publiques** et le secteur privé) par le secteur des IFM qui comprend les prêts et les portefeuilles de titres des IFM. Ces derniers recouvrent les actions, les autres participations et les titres de créance émis par les résidents non-IFM de la zone euro. Dans la mesure où les titres peuvent être considérés comme une source de fonds susceptible de se substituer aux prêts et où certains prêts peuvent être titrisés, cette définition fournit des informations plus précises sur le montant total du financement accordé par le secteur des IFM à l'économie qu'une définition étroite portant uniquement sur les prêts.



**Critères de Copenhague (Copenhagen criteria)** : les critères globaux auxquels les pays doivent satisfaire préalablement à leur adhésion à l'Union européenne (UE) ont été définis en termes généraux par le **Conseil européen** de Copenhague en juin 1993. Les critères de Copenhague requièrent : (a) la stabilité des institutions garantes de la démocratie, l'État de droit, le respect des droits de l'homme, le respect et la protection des minorités, (b) l'existence d'une économie de marché viable et la capacité à faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché à l'intérieur de l'UE, et (c) la capacité d'assumer les obligations impliquées par l'adhésion, notamment souscrire aux objectifs de l'union politique ainsi que de l'**Union économique et monétaire**.

**Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)]** : entité qui détient et gère des titres ou autres actifs financiers et permet le traitement des transactions sur titres par jeu d'écritures entre comptes. Les titres peuvent être matérialisés (mais conservés chez le dépositaire central de titres) ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous la forme d'enregistrements informatiques).

**Dépôts remboursables avec préavis (Deposits redeemable at notice)** : dépôts d'épargne pour lesquels le détenteur doit respecter un préavis fixé avant de retirer ses fonds. Dans certains cas, il est possible de retirer un montant spécifié durant une période déterminée ou d'effectuer un retrait anticipé moyennant le paiement d'une pénalité. Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont compris dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux qui sont assortis d'un préavis plus long figurent dans les engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**.

**Dépôts à terme (Deposits with agreed maturity)** : principalement composés de dépôts à terme assortis d'une échéance donnée et susceptibles, en fonction des pratiques nationales, de ne pas être convertibles avant l'échéance ou de l'être uniquement moyennant une pénalité. Ils comprennent également certains titres de créance non négociables, tels que les certificats de dépôt non négociables (de faible montant). Les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans sont inclus dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux d'une durée initiale supérieure à deux ans font partie des engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**.

**Dépôts à vue (Overnight deposits)** : dépôts à 24 heures. Cette catégorie d'instruments comprend principalement les dépôts qui sont entièrement mobilisables par chèque ou par instrument similaire. Elle inclut également les dépôts non mobilisables et convertibles en numéraire sur demande ou à la clôture du jour suivant.

**Directoire (Executive Board)** : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président 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**.

**Ecofin (ECOFIN)** : cf. **Conseil de l'UE**.

**Écu (Unité de compte européenne) [ECU (European Currency Unit)]** : l'écu était un panier de monnaies constitué de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des États membres de l'UE. La valeur de l'écu était une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composaient. L'écu a été remplacé par l'**euro** au taux de un pour un, le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

**Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro – Tempe) [EONIA (euro overnight index average)]** : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme le taux d'intérêt moyen pondéré des opérations de prêt en blanc au jour le jour en euros, tels que communiqués par un panel de banques participantes.

**Établissement de crédit (Credit institution)** : établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du **Parlement européen** et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, modifiée par la Directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000. En conséquence, un établissement de crédit est : (1) une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) une 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**. Par « monnaie électronique », on entend une valeur monétaire représentant une créance sur l'émetteur qui est : (a) stockée sur un support électronique ; (b) émise contre la remise de fonds d'un montant dont la valeur n'est pas inférieure à la valeur monétaire émise ; et (c) acceptée comme moyen de paiement par des entreprises autres que l'émetteur.

**Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)]** : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une à trois semaines et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

**Euro (Euro)** : nom retenu pour désigner la monnaie européenne par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme d'**écu** employé dans le **Traité**.

**Eurogroupe (Eurogroup)** : organe informel qui réunit les membres du Conseil **Ecofin** représentant les États membres de la **zone euro**. Il se réunit régulièrement (en général avant les réunions du Conseil Ecofin) pour débattre des questions ayant trait aux responsabilités que les États membres de la zone euro partagent s'agissant de la monnaie unique. La **Commission européenne** et, le cas échéant, la **Banque centrale européenne**, sont invitées à participer à ces réunions.

**Eurostat (Eurostat)** : office statistique des Communautés européennes, Eurostat fait partie de la **Commission européenne** et est responsable de l'établissement des statistiques de la Communauté.

**EuroStoxx (EURO STOXX)** : STOXX Limited (www.stoxx.com) publie les indices Dow Jones Stoxx retraçant l'évolution des cours des actions pour l'ensemble de l'Europe. L'indice Dow Jones EuroStoxx appartient à ce groupe d'indices boursiers. C'est un indice large des cours des actions pour la **zone euro**. En outre, trois classifications sectorielles (par secteurs d'activité économique, par compartiments de marché et par sous-indices sectoriels) sont disponibles pour l'indice Dow Jones EuroStoxx.

**Eurosystème (Eurosistem)** : il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales (BCN) des États membres ayant adopté l'**euro** au cours de la

phase III de l'**Union économique et monétaire** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement 12 BCN dans l'Eurosystème. L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

**Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des **dépôts à vue** rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux d'intérêt 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, d'une banque centrale nationale, des crédits à 24 heures à un taux d'intérêt prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux d'intérêt directeurs de la BCE**).

**Garantie (Collateral) : actif remis en garantie** du remboursement des concours (que les **établissements de crédit** reçoivent de la banque centrale, par exemple), ou actif cédé (par les établissements de crédit à la banque centrale, par exemple), dans le cadre d'**accords de pension**.

**Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [HIPC (Harmonised Index of Consumer Prices)] : mesure des prix** utilisée par le **Conseil des gouverneurs** aux fins d'évaluation de la **stabilité des prix**. L'IPCH a été élaboré par la **Commission européenne (Eurostat)** en étroite collaboration avec les Instituts de statistique nationaux et l'**Institut monétaire européen** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne**, afin de respecter l'obligation faite par le **Traité** de construire un indice des prix à la consommation sur une base comparable, en tenant compte des différences dans les définitions nationales.

**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. Les deux missions principales de l'IME consistaient : à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires ; à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1<sup>er</sup> juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

**Institutions financières monétaires (IFM) [Monetary Financial Institutions (MFIs)] : institutions financières** qui forment le secteur créateur de monnaie de la **zone euro**. Il inclut les banques centrales, les **établissements de crédit** résidents, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'OPCVM monétaires. À fin 2001, la zone euro comptait 8 868 IFM (la **Banque centrale européenne**, 12 banques centrales nationales, 7 218 établissements de crédit, 1 631 OPCVM monétaires et 6 autres institutions financières).

**LCP : cf. Système de livraison contre paiement**

**Lien entre systèmes de règlement de titres (Link between securities settlement systems)** : ensemble des procédures et dispositifs entre deux **systèmes de règlement de titres** permettant l'échange transfrontière de titres par inscription en compte.

**M1, M2, M3** : cf. **Agrégats monétaires**.

**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.

**Marge de variation (ou valorisation au prix du marché) [Variation margin (or marking to market)]** : l'**Eurosystème** exige le maintien d'une marge sur les actifs mobilisés pendant la durée d'une **opération de cession temporaire**. Dans ce cadre, si la valeur de marché des actifs pris en garantie mesurée régulièrement devient inférieure à un niveau déterminé, les **contreparties** doivent fournir des actifs (ou des espèces) supplémentaires. À l'inverse, si la valeur de marché des actifs mobilisés, après revalorisation, s'avère supérieure au montant dû par une contrepartie majoré de la marge de variation, la banque centrale restitue à la contrepartie les actifs (ou espèces) en excédent.

**MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]** : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre la **zone euro** et les États membres de l'UE ne participant pas à cette zone dès le début de la phase III de l'**Union économique et monétaire**. La participation au mécanisme est facultative. Néanmoins, on peut s'attendre que les États membres bénéficiant d'une dérogation y adhèrent. Actuellement, la couronne danoise participe au MCE II avec une marge de fluctuation de 2,25 % de part et d'autre de son cours pivot vis-à-vis de l'**euro**. Les interventions sur le marché des changes et le financement aux marges des bandes de fluctuation normales ou plus étroites sont, en principe, automatiques et illimités avec possibilité de financement à très court terme. La **Banque centrale européenne** et les banques centrales nationales hors zone euro participantes pourraient, toutefois, suspendre les interventions automatiques si celles-ci devaient se révéler incompatibles avec leur objectif principal de maintien de la **stabilité des prix**.

**Mécanisme d'Interconnexion (Interlinking mechanism)** : un des composants du système **Target**. Ce terme désigne les infrastructures et les procédures qui lient les **systèmes RBTR** nationaux pour traiter les paiements transfrontière dans le système *Target*.

**Mécanisme de paiement contre paiement [Payment versus payment (PVP)]** : mécanisme, dans un système de règlement en devises, garantissant que le transfert définitif d'une monnaie ne se produit que lorsque le transfert définitif de l'autre (des autres) monnaie(s) intervient.

**Modèle de banque centrale correspondante (MBCC) [Correspondent central banking model (CCBM)]** : mécanisme élaboré par le **Système européen de banques centrales** en vue de permettre aux **contreparties** le transfert transfrontière des actifs éligibles admis en **garantie**. Dans le MBCC, les banques centrales nationales (BCN) assurent réciproquement la fonction de conservateur. Cela signifie que, dans sa gestion des titres, chaque BCN tient un compte-titres au nom de chacune des autres BCN (et de la **Banque centrale européenne**).

**Monnaie électronique [Electronic money (e-money)]** : réserve électronique de valeur monétaire stockée sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des

paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction, mais servant d'instrument au porteur prépayé (cf. **Carte multi-usage prépayée**).

**Monnaie fiduciaire (Currency in circulation)** : elle comprend les billets et les pièces en circulation qui sont couramment utilisés pour effectuer des paiements. Elle englobe les billets libellés en euros et dans les anciennes monnaies nationales émis par l'**Eurosystème** et par d'autres **Institutions financières monétaires (IFM)** de la **zone euro** (en Irlande et au Luxembourg) ainsi que les pièces émises par certaines banques centrales nationales de l'Eurosystème et par l'administration centrale. Sur l'ensemble de l'année 2002, la monnaie fiduciaire comprendra les monnaies nationales remplacées par l'euro, ce dernier constituant toutefois la seule monnaie ayant cours légal à compter du 1<sup>er</sup> mars 2002. Cette décision s'est appuyée sur le fait que les anciennes monnaies nationales sont aisément convertibles en euros et que les taux de conversion sont irrévocables. La monnaie fiduciaire figurant dans **M3** est un concept net, c'est-à-dire qu'il se rapporte uniquement aux billets et pièces en circulation qui sont détenus en dehors du secteur des IFM (comme l'indique le **bilan consolidé des IFM** ; cela signifie que la monnaie émise et détenue par les IFM, appelée « encaisses », a été soustraite). La monnaie fiduciaire ne comprend pas le propre stock de billets de la banque centrale (étant donné qu'ils ne sont pas émis) ni les pièces commémoratives qui ne sont pas couramment utilisées pour effectuer des paiements.

**Opération de cession temporaire (Reverse transaction)** : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

**Opération ferme (Outright transaction)** : opération par laquelle des actifs sont achetés ou vendus pour la durée restant à courir (au comptant ou à terme).

**Opération d'open market (Open market operation)** : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **swaps de change** euros contre devises.

**Opération principale de refinancement (Main refinancing operation)** : **opération d'open market** exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres normaux** hebdomadaires et ont, en général, une échéance de deux semaines.

**Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation)** : **opération d'open market** que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres normaux** mensuels et sont assorties d'une échéance de trois mois.

**Opération de réglage fin (Fine-tuning operation)** : **opération d'open market** réalisée par l'Eurosystème de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

**Opération structurelle (Structural operation) :** opération d'*open market* que l'**Eurosystème** effectue principalement en vue de modifier la position structurelle de liquidité du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème.

**Option (Option) :** instrument financier qui donne au propriétaire le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent 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). Une option d'achat donne au détenteur le droit d'acquérir l'actif sous-jacent à un prix d'exercice convenu, tandis qu'une option de vente lui donne le droit de le vendre à un prix d'exercice convenu.

**Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) :** se compose de deux règlements du **Conseil de l'Union européenne** sur (1) le renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques et sur (2) l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif et d'une Résolution du **Conseil européen** relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Ce pacte vise au maintien d'une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** afin de renforcer les conditions nécessaires à la **stabilité des prix** et à une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. Plus précisément, des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme devant permettre aux États membres de faire face à des fluctuations conjoncturelles normales, tout en maintenant le déficit public sous la **valeur de référence** de 3 % du PIB. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États participant à l'UEM présentent des **programmes de stabilité**, tandis que les pays non participants continuent de soumettre des programmes de convergence.

**Paiements de montant élevé (Large-value payments) :** paiements de montant généralement très élevé, qui s'effectuent principalement entre banques ou opérateurs sur les marchés de capitaux et doivent normalement faire l'objet d'un règlement prioritaire et rapide.

**Parlement européen (European Parliament) :** composé de 626 représentants des citoyens des États membres, il s'insère dans le processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'Union européenne. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Toutefois, le **Traité** prévoit certaines procédures mettant en jeu la responsabilité démocratique de la **Banque centrale européenne** devant le Parlement (présentation d'un rapport annuel, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

**Pays candidats à l'adhésion (Accession countries) :** à l'heure actuelle, treize pays d'Europe centrale et orientale et du pourtour méditerranéen sont reconnus par le **Conseil européen** comme étant candidats à l'adhésion à l'Union européenne (UE). Les douze pays suivants ont officiellement entamé des négociations en vue d'une adhésion : Bulgarie, Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. La Turquie est, elle aussi, officiellement candidate à l'adhésion, bien que les négociations n'aient pas encore débuté, et participe au Dialogue économique au sein de l'UE. Par pays candidats à l'adhésion, le présent *Rapport annuel* entend les douze pays avec lesquels des négociations sont en cours en vue de leur participation à l'Union européenne.

**Période de constitution des réserves (Maintenance period)** : période sur laquelle est calculée la conformité des **établissements de crédit** aux **obligations en matière de réserves obligatoires**. La période de constitution des réserves obligatoires de l'**Eurosystème** est d'un mois. Elle débute le 24<sup>e</sup> jour de calendrier de chaque mois et se termine le 23<sup>e</sup> jour de calendrier du mois suivant.

**Position extérieure (position extérieure créditrice ou débitrice) [International investment position (i.i.p.) (or external asset or liability position)]** : la valeur et la composition du stock de créances et d'engagements financiers d'une économie sur le reste du monde. Actuellement, la position extérieure de la zone euro est calculée sur une base nette par agrégation des données nationales.

**Position de liquidité en devises de l'Eurosystème (Eurosystem's foreign exchange liquidity position)** : elle comprend les **avoirs de réserves** et les autres créances et engagements en devises de l'**Eurosystème**, y compris les positions vis-à-vis des résidents de la **zone euro** telles que les dépôts en devises auprès des établissements bancaires résidents de la zone euro.

**Préalimentation (Frontloading)** : distribution, avant 2002, de billets de banque et/ou de pièces en **euros** aux **établissements de crédit**.

**Prise en pension [Repurchase operation (repo)]** : opération de cession temporaire destinée à fournir des liquidités et fondée sur un **accord de pension**.

**Procédure bilatérale (Bilateral procedure)** : procédure en vertu de laquelle la banque centrale traite directement avec une ou quelques **contrepartie(s)** seulement, sans recourir à l'instrument des appels d'offres. Les procédures bilatérales recouvrent également des opérations effectuées par l'intermédiaire des marchés boursiers et des agents de marché.

**Programmes de convergence (Convergence programmes)** : cf. **Programmes de stabilité**.

**Programmes de stabilité (Stability programmes)** : estimations et plans à moyen terme des administrations publiques, soumis par les États membres de la **zone euro**, concernant l'évolution des principales variables économiques en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**, d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. Les mesures destinées à assainir les soldes budgétaires et les scénarios économiques sous-jacents sont mis en évidence. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne** et le **Comité économique et financier**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le Conseil **Ecofin**, centrée, en particulier, sur le point de savoir si l'objectif budgétaire à moyen terme du programme prévoit une marge de sécurité suffisante, permettant d'éviter un déficit excessif. Les pays ne participant pas à la zone euro doivent présenter chaque année des programmes de convergence, conformément au Pacte de stabilité et de croissance.

**Projections (Projections)** : résultats des exercices réalisés par les services de l'**Eurosystème** afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la **zone euro**. Les projections pour la zone euro sont obtenues à l'aide de procédures garantissant leur cohérence avec les projections relatives à chaque pays. Publiées deux fois par an, elles s'inscrivent dans le cadre du second pilier de la **stratégie de politique monétaire** de la **Banque centrale européenne** et apportent une contribution à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

**Ratio de déficit (Deficit ratio) :** objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut aux prix du marché, le déficit public étant défini au Protocole n°20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme le besoin net de financement des **administrations publiques**, celles-ci étant prises au sens défini dans le **Système européen de comptes 1995**.

**Ratio de la dette publique (Debt ratio) :** objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché, la dette publique étant définie au Protocole n°20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme l'encours total, en valeur nominale, constitué en fin d'année, de la dette brute consolidée des secteurs des **administrations publiques**, celles-ci étant prises au sens défini dans le **Système européen de comptes 1995**.

**Réalignement (Realignment) :** modification du cours pivot d'une monnaie participant à un système de change avec un ancrage fixe mais ajustable. Dans le **MCE II**, un réalignement consiste en une modification du **cours pivot** de l'**euro**.

**Référence (Benchmark) :** en matière de placements, il s'agit d'un portefeuille ou d'un indice de référence élaboré à partir des objectifs en termes de liquidité et de risque comme de rendement des placements. Le portefeuille de référence sert au calcul de la performance différentielle du portefeuille effectivement constitué. Dans le cadre de la gestion des réserves de change de la **Banque centrale européenne (BCE)**, la référence stratégique correspond à un portefeuille de référence dont la composition traduit les préférences à long terme de la BCE en matière d'arbitrage rendement/risque. Ses caractéristiques ne sont modifiées que dans des circonstances exceptionnelles. La référence tactique traduit les préférences de la BCE en termes d'arbitrage rendement/risque à horizon de quelques mois et repose sur les conditions en vigueur sur le marché. Elle fait l'objet d'un réexamen mensuel.

**Règle (ou accord) de partage des pertes [Loss-sharing rule (or agreement)] :** accord entre les participants à un système d'échange ou à un dispositif de compensation pour la répartition de toute perte pouvant apparaître quand un ou plusieurs participants ne remplissent pas leurs obligations ; l'accord détermine la manière dont la perte sera partagée entre les parties concernées s'il vient à jouer.

**Réserves obligatoires (Reserve requirement) :** obligation pour les **établissements de crédit** assujettis de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. Dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosysteme**, les réserves obligatoires d'un établissement de crédit assujetti sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements ont la faculté de déduire un **abattement forfaitaire** de leurs réserves obligatoires.

**Risque de règlement (Settlement risk) :** terme général désignant le risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu. Ce risque peut désigner à la fois le risque de crédit et le risque de liquidité.

**Solde primaire (Primary balance) :** besoin net ou capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts sur leurs engagements consolidés.



**Sous-préalimentation (Sub-frontloading)** : distribution de billets et/ou pièces en **euros** par les **établissements de crédit** à certains groupes cibles (ex : commerçants, sociétés de transport de fonds, sociétés gérant des distributeurs automatiques et grand public) avant 2002.

**Stabilité des prix (Price stability)** : maintenir la stabilité des prix est l'objectif principal de la **Banque centrale européenne**. Le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix et d'être responsable des résultats. Le Conseil des gouverneurs définit la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a annoncé que la stabilité des prix, selon cette définition, devait être maintenue à moyen terme. La définition fixe une limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré et, parallèlement, l'emploi du terme de « progression » indique que la déflation, c'est-à-dire le recul prolongé du niveau de l'IPCH, ne serait pas jugée compatible avec la stabilité des prix.

**Stratégie de politique monétaire (Monetary policy strategy)** : la stratégie de politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** repose sur la définition quantitative de la **stabilité des prix** et sur deux cadres d'analyse (les « piliers ») qui concourent à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité future des prix. Le premier pilier assigne un rôle de premier plan à la monnaie : les informations contenues dans les évolutions monétaires et du crédit font l'objet d'une analyse approfondie. Il comporte l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance monétaire et s'appuie sur plusieurs modèles dans lesquels les évolutions monétaires et du crédit contribuent à déterminer ou à projeter les évolutions de prix. Le second pilier repose sur l'analyse d'une large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers. Il comporte divers modèles dans lesquels les tensions s'exerçant sur les coûts et l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et du travail déterminent les évolutions de prix.

**Swap de change (Foreign exchange swap)** : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des **opérations d'open market** sous la forme de **swaps** de change par lesquels les banques centrales nationales (ou la **Banque centrale européenne**) achètent ou vendent l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent ou le rachètent simultanément à terme.

**Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]** : constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales (BCN) de chacun des 15 États membres, 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 (ESA 95)]** : système de définitions et de classifications statistiques uniformes visant à fournir une description quantitative harmonisée des économies des États membres. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN93). Le SEC 95 est une nouvelle version du système européen, dont la mise en œuvre a débuté dans le courant de l'année 1999, conformément au règlement du Conseil (CE) n°2223/96.

**Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) [RTGS (real-time gross settlement) system]** : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. *Target*).

**Système de livraison contre paiement (LCP) [Delivery versus payment (DVP) or delivery against payment system]** : mécanisme, dans un **système de règlement de titres**, garantissant que le transfert définitif d'un actif (titres ou autres instruments financiers) ne se produit que lorsque le transfert définitif d'un autre actif ou d'autres actifs intervient.

**Système de règlement net [Net settlement system (NSS)] : système de transfert de fonds** dans lequel les opérations de règlement sont effectuées sur une base nette bilatérale ou multilatérale.

**Système de règlement de titres [Securities settlement system (SSS)]** : système permettant le transfert de titres ou autres actifs financiers *franco* de paiement ou contre paiement (livraison contre paiement, **LCP**).

**Système de transfert de fonds (STF) [Funds transfer system (FTS)]** : dispositif formel établi par contrat privé ou en vertu d'un texte officiel et impliquant de multiples participants, des règles communes et des modalités normalisées pour la transmission et le règlement d'obligations portant sur une somme d'argent nées entre les participants.

**Système de transfert de fonds entre banques (STFB) [Interbank funds transfer system (IFTFS)] : système de transfert de fonds** dans lequel la plupart (ou la totalité) des participants directs sont des **établissements de crédit**.

**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 quinze systèmes RBTR nationaux et du mécanisme de paiement de la **BCE**, qui sont reliés entre eux au moyen de procédures communes (« **mécanisme d'interconnexion** ») de manière à permettre le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontière à travers l'UE.

**Taux de change effectifs (nominaux/réels) (TCE) [Effective (nominal/real) exchange rates (EERs)]** : les taux de change effectifs nominaux consistent en une moyenne géométrique pondérée de différents taux de change bilatéraux. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts. La **Banque centrale européenne**, calcule les indices de TCE nominal de l'**euro** par rapport aux devises d'un groupe restreint et d'un groupe élargi de partenaires commerciaux de la **zone euro**. Depuis janvier 2001, le groupe restreint se compose de 12 partenaires commerciaux, industrialisés et récemment industrialisés, et le groupe élargi de 38 partenaires commerciaux, parmi lesquels des économies émergentes et en transition. Les indices de TCE réel de la zone euro sont calculés en utilisant différentes mesures de prix et de coûts.

**Taux de décote (Valuation haircut)** : mesure de contrôle du risque appliquée aux actifs pris en garantie, utilisée dans le cadre des **opérations de cession temporaire**, par laquelle la banque centrale calcule la valeur des actifs pris en garantie comme étant leur valeur de marché

diminuée d'un certain pourcentage (taux de décote). L'**Eurosystème** applique des taux de décote différents selon les caractéristiques des actifs et notamment leur durée résiduelle.

**Taux d'intérêt directeurs de la BCE (Key ECB interest rates)** : taux d'intérêt qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** et sont fixés par le Conseil des gouverneurs. À l'heure actuelle, les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le **taux de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, le taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et le taux de la **facilité de dépôt**.

**Taux de réserves (Reserve ratio)** : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments de 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. En tant que **taux directeur de la BCE**, il joue actuellement le rôle qui revenait auparavant au taux des appels d'offres à taux fixe (cf. **taux d'intérêt directeurs de la BCE**).

**Traité (Treaty)** : ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le traité est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE), qui est devenue la Communauté européenne (CE), et est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne a été signé à Maastricht (d'où son appellation courante de « traité de Maastricht »), le 7 février 1992, et est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la Communauté européenne et a institué l'Union européenne. Le « traité d'Amsterdam », signé à Amsterdam le 2 octobre 1997, est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 1999. Il a modifié tant le traité portant création de la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne. De même, le « traité de Nice », qui a clos la Conférence intergouvernementale de 2000 et a été signé le 26 février 2001, apportera de nouvelles modifications au traité portant création de la Communauté européenne et au traité sur l'Union européenne, une fois ratifié et entré en vigueur.

**UEM (EMU)** : cf. **Union économique et monétaire**.

**UMTS (Universal Mobile Telecommunications System)** : système de télécommunication mobile de « troisième génération ». Des licences pour des fréquences de télécommunication mobile sont vendues ou attribuées par les États membres de l'UE à des sociétés de télécommunications.

**Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]** : le **Traité** distingue trois étapes dans le processus de l'UEM de l'Union européenne (UE). La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993 : elle a surtout été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'UE. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen**, l'interdiction du financement du secteur public par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que la nécessité d'éviter les déficits publics excessifs. La phase III 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**. Le passage à l'euro fiduciaire a achevé le processus de création de l'UEM.

**Valeur de référence pour la croissance monétaire (Reference value for monetary growth) :** le **Conseil des gouverneurs** assigne à la monnaie un rôle de premier plan dans la conduite de sa stratégie, ce qui implique que les **agrégats monétaires** et leurs contreparties fassent l'objet d'une analyse approfondie en termes d'informations relatives à l'évolution future des prix. À cette fin, une valeur de référence est annoncée pour le taux de croissance de l'agrégat monétaire **M3**. Celle-ci a été calculée d'une façon qui soit compatible et qui serve la réalisation de la **stabilité des prix**, telle que définie par le **Conseil des gouverneurs**, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB en volume et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pesant sur la stabilité des prix. Toutefois, le concept de valeur de référence n'implique pas que le Conseil des gouverneurs s'engage à corriger de façon mécaniste les écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

**Valeur de référence pour la situation budgétaire (Reference value for the fiscal position) :** le **Traité**, Protocole n°20, relatif à la procédure applicable en cas de déficit excessif, fixe des valeurs de référence explicites pour le **ratio de déficit** (3 % du PIB) et le **ratio de la dette publique** (60 % du PIB) (cf. **Pacte de stabilité et de croissance**).

**Volatilité implicite des taux d'intérêt (Implied interest rate volatility) :** mesure de la volatilité anticipée des taux d'intérêt à court terme et à long terme futurs, qui peut être extraite des prix des options. Étant donné le prix de marché observé d'une option, la volatilité implicite peut être extraite à l'aide de la formule standard de valorisation des options qui dépend explicitement, entre autres, de la volatilité attendue du prix de l'actif sous-jacent durant la période allant jusqu'à l'expiration de l'option. Les actifs sous-jacents peuvent être des contrats à terme (contrats *futures*) portant sur des taux d'intérêt à court terme, comme le contrat **Euribor** à trois mois, ou sur des obligations à long terme, tels que les contrats sur obligations de l'État fédéral allemand (contrats *Bunds*) à dix ans. En se fondant sur des hypothèses appropriées, la volatilité implicite peut être interprétée comme l'estimation par le marché de la volatilité attendue sur la durée de vie résiduelle de l'option.

**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, la Grèce (depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2001), l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

## Chronologie des mesures de politique monétaire

### 2 janvier 2001

Le 1<sup>er</sup> janvier 2001, l'euro a été introduit en Grèce. La Grèce est ainsi devenue le douzième État membre de l'UE à adopter la monnaie unique et le premier depuis le démarrage de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM), le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Par conséquent, la Banque de Grèce est, désormais, membre à part entière de l'Eurosystème, avec les mêmes droits et obligations que les onze banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. Conformément à l'article 49 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, la Banque de Grèce a procédé au versement du reliquat de sa contribution au capital de la BCE ainsi que de sa part dans les réserves de la BCE ; elle a également transféré à la BCE sa contribution aux avoirs de réserve de change de la BCE.

### 4 janvier 2001

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, 4,75 %, 5,75 % et 3,75 %. En outre, il décide qu'un montant de 20 milliards d'euros sera adjugé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2001. Ce montant tient compte des besoins prévisionnels de liquidité des banques de la zone euro en 2001 et du souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir au secteur financier l'essentiel de son refinancement par le canal des opérations principales de refinancement.

### 18 janvier, 1<sup>er</sup> février, 15 février, 1<sup>er</sup> mars, 15 mars, 29 mars, 11 avril, 26 avril 2001

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, 4,75 %, 5,75 % et 3,75 %.

### 10 mai 2001

Le Conseil des gouverneurs décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 0,25 point de pourcentage, à 4,50 %, à partir de l'opération devant être réglée le 15 mai 2001. En outre, il décide de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,25 point de pourcentage à, respectivement, 5,50 % et 3,50 %, avec effet au 11 mai 2001.

### 23 mai, 7 juin, 21 juin, 5 juillet, 19 juillet, 2 août 2001

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, 4,50 %, 5,50 % et 3,50 %.

### 30 août 2001

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 4,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 5 septembre 2001. En outre, il décide de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,25 point de pourcentage à,

respectivement, 5,25 % et 3,25 %, avec effet au 31 août 2001.

### **13 septembre 2001**

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, 4,25 %, 5,25 % et 3,25 %.

### **17 septembre 2001**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,50 point de pourcentage, à 3,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 19 septembre 2001. En outre, il décide de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,50 point de pourcentage, à, respectivement, 4,75 % et 2,75 %, avec effet au 18 septembre.

### **27 septembre, 11 octobre, 25 octobre 2001**

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 %.

### **8 novembre 2001**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,50 point de pourcentage, à 3,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 14 novembre 2001. En outre, il décide de réduire les taux d'intérêt de la

facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,50 point de pourcentage, à, respectivement, 4,25 % et 2,25 %, avec effet au 9 novembre 2001. Le Conseil des gouverneurs décide également qu'il n'effectuera, en principe, une évaluation de l'orientation de la politique monétaire de la BCE que lors de sa première réunion du mois.

### **6 décembre 2001**

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 %. En outre, il décide de maintenir à 4,50 % la valeur de référence pour le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3.

### **3 janvier 2002**

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 %. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'un montant de 20 milliards d'euros sera adjugé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2002. Ce montant tient compte des besoins de refinancement prévisionnel des banques de la zone euro en 2002 et du souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir au secteur financier l'essentiel de son refinancement par le canal des opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs se réserve la possibilité d'ajuster ce montant en cours d'année si les besoins de liquidité venaient à évoluer de façon imprévue.

**7 février, 7 mars 2002**

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 %.

## Les instruments juridiques adoptés par la Banque centrale européenne en 2001

Cette liste présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2001 et publiés dans le Journal officiel des Communautés européennes. Les personnes intéressées peuvent les obtenir, auprès de l'Office des publications officielles des Communautés européennes, ainsi que les

autres instruments juridiques adoptés par la BCE (et publiés dans le Journal officiel des Communautés européennes). Pour avoir une liste des instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création, on peut consulter le site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

Numéro	Titre	Publication
BCE/2001/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 10 janvier 2001 adoptant certaines dispositions relatives au passage à l'euro fiduciaire en 2002	JO L 55, 24.02.2001
BCE/2001/2	Recommandation de la Banque centrale européenne du 1 <sup>er</sup> mars 2001 pour un Règlement du Conseil relatif à une modification du Règlement du Conseil (CE) N° 2531/98 du 23 novembre 1998 concernant l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne	JO C 89, 20.03.2001
BCE/2001/3	Orientation de la Banque centrale européenne du 26 avril 2001 relative au système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel ( <i>Target</i> )	JO L 140, 24.05.2001
BCE/2001/4	Règlement de la Banque centrale européenne du 10 mai 2001 modifiant le Règlement BCE/1999/4 concernant les pouvoirs de la Banque centrale européenne en matière de sanctions	JO L 137, 19.05.2001
BCE/2001/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 juin 2001 modifiant l'Orientation BCE/2000/1 du 3 février 2000 concernant la gestion des avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique sur les opérations portant sur les avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne	JO L 190, 12.07.2001
BCE/2001/6	Décision de la Banque centrale européenne du 5 juillet 2001 modifiant la Décision BCE/1998/4 relative à l'adoption des conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne	JO L 201, 26.07.2001
BCE/2001/7	Décision de la Banque centrale européenne du 30 août 2001 concernant les valeurs unitaires, les spécifications, la reproduction, l'échange et le retrait des billets en euros	JO L 233, 31.08.2001
BCE/2001/8	Orientation de la Banque centrale européenne du 13 septembre 2001 adoptant certaines dispositions relatives à la préalimentation en billets en euros hors de la zone euro	JO L 257, 26.09.2001
BCE/2001/9	Orientation de la Banque centrale européenne du 27 septembre 2001 relative aux transactions effectuées sur leurs fonds de roulement en devises par les États membres participants, en vertu de l'article 31.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne	JO L 276, 19.10.2001
BCE/2001/10	Orientation de la Banque centrale européenne du 25 octobre 2001 portant modification de l'Orientation BCE/2000/6 du 20 juillet 2000 concernant la	JO L 304, 21.11.2001



Numéro	Titre	Publication
	mise en œuvre de l'article 52 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne à l'expiration de la période transitoire	
BCE/2001/11	Décision de la Banque centrale européenne du 8 novembre 2001 relative à certaines conditions concernant l'accès au système de surveillance de la fausse monnaie (SSFM)	JO L 337, 20.12.2001
BCE/2001/12	Orientation de la Banque centrale européenne du 16 novembre 2001 modifiant l'Orientation BCE/2000/1 concernant la gestion des avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique sur les opérations portant sur les avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne	JO L 310, 28.11.2001
BCE/2001/13	Règlement de la Banque centrale européenne du 22 novembre 2001 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 333, 17.12.2001
BCE/2001/14	Décision de la Banque centrale européenne du 3 décembre 2001 portant modification de la Décision BCE/2001/7 concernant les valeurs unitaires, les spécifications, la reproduction, l'échange et le retrait des billets en euros	JO L 5, 09.01.2002
BCE/2001/15	Décision de la Banque centrale européenne du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros	JO L 337, 20.12.2001
BCE/2001/16	Décision de la Banque centrale européenne 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, 20.12.2001
BCE/2001/17	Recommandation de la Banque centrale européenne du 6 décembre 2001 relative à l'abrogation des dispositions des États membres participants limitant le nombre de pièces libellées dans une unité monétaire nationale pouvant être utilisées lors d'un seul paiement	JO C 356, 14.12.2001
BCE/2001/18	Règlement de la Banque centrale européenne du 20 décembre 2001 concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières	JO L 10, 12.01.2002
BCE/2001/19	Décision de la Banque centrale européenne du 20 décembre 2001 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2002	JO L 344, 28.12.2001

# Documents publiés par la Banque centrale européenne

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne. Les parties intéressées pourront se procurer gratuitement les publications auprès de la Division « Presse et Information » de la BCE. Les commandes peuvent être passées par écrit à l'adresse postale indiquée au verso de la page de titre.

Une liste complète des documents publiés par l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

## Rapport annuel

Rapport annuel 1998, avril 1999

Rapport annuel 1999, avril 2000

Rapport annuel 2000, mai 2001

---

## Rapport sur la convergence

Rapport 2000 sur la convergence, mai 2000

---

## Bulletin mensuel <sup>1)</sup>

Articles publiés depuis janvier 1999 :

« La zone euro au début de la phase III », janvier 1999

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », janvier 1999

« Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », février 1999

« Le rôle des indicateurs économiques à court terme dans l'analyse de l'évolution des prix au sein de la zone euro », avril 1999

« L'activité bancaire dans la zone euro : les caractéristiques et les tendances structurelles », avril 1999

« Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », mai 1999

« La mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance », mai 1999

« Les évolutions à long terme et les variations cycliques des principaux indicateurs économiques dans les pays de la zone euro », juillet 1999

« Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », juillet 1999

---

*1) La version française du Bulletin mensuel de la BCE peut être obtenue auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Elle est également disponible sur le site Internet <http://www.banque-france.fr>. Elle peut aussi être obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.*

- « Le rôle international de l'euro », août 1999
- « Les bilans des institutions financières monétaires de la zone euro au début de 1999 », août 1999
- « Les écarts d'inflation dans une union monétaire », octobre 1999
- « Les préparatifs du SEBC en vue du passage à l'an 2000 », octobre 1999
- « Les politiques axées sur la stabilité et les évolutions des taux d'intérêt réels à long terme dans les années quatre-vingt-dix », novembre 1999
- « Target et les paiements en euros », novembre 1999
- « Les instruments juridiques de la Banque centrale européenne », novembre 1999
- « La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière », janvier 2000
- « Les réserves de change et les opérations de l'Eurosystème », janvier 2000
- « L'Eurosystème et le processus d'élargissement de l'UE », février 2000
- « Le processus de concentration des infrastructures de règlement de titres », février 2000
- « Les taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro », avril 2000
- « L'UEM et la surveillance bancaire », avril 2000
- « Les informations contenues dans les taux d'intérêt et les instruments dérivés de taux pour la politique monétaire », mai 2000
- « Les évolutions et les caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro », mai 2000
- « Le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations principales de refinancement », juillet 2000
- « La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro », juillet 2000
- « Le vieillissement de la population et la politique budgétaire dans la zone euro », juillet 2000
- « Indicateurs de prix et de coûts pour la zone euro : vue d'ensemble », août 2000
- « Le commerce extérieur de l'économie de la zone euro : principales caractéristiques et tendances récentes », août 2000
- « PIB potentiel et écart de production : concepts, utilisations et évaluations », octobre 2000
- « Les relations de la BCE avec les institutions et organes de la Communauté européenne », octobre 2000

- « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », novembre 2000
- « Les questions liées à l'émergence de la monnaie électronique », novembre 2000
- « La zone euro après l'entrée de la Grèce », janvier 2001
- « L'élaboration de la politique monétaire face à l'incertitude », janvier 2001
- « Les relations de la BCE avec les organisations et enceintes internationales », janvier 2001
- « Les caractéristiques du mode de financement des entreprises dans la zone euro », février 2001
- « Vers une uniformisation du niveau des services pour les paiements de masse dans la zone euro », février 2001
- « La communication externe de la Banque centrale européenne », février 2001
- « L'établissement de statistiques économiques générales pour la zone euro », avril 2001
- « Le dispositif de garanties de l'Eurosystème », avril 2001
- « L'introduction des billets et des pièces en euros », avril 2001
- « Le cadre et les instruments d'analyse monétaire », mai 2001
- « Le nouveau régime d'adéquation des fonds propres des banques – le point de vue de la BCE », mai 2001
- « Le financement et les placements financiers des agents non financiers de la zone euro », mai 2001
- « Les nouvelles technologies et la productivité au sein de la zone euro », juillet 2001
- « Les indicateurs mesurant l'inflation sous-jacente dans la zone euro », juillet 2001
- « Les politiques budgétaires et la croissance économique », août 2001
- « Les réformes des marchés de produits dans la zone euro », août 2001
- « Le processus de consolidation de la compensation avec contrepartie centrale dans la zone euro », août 2001
- « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », octobre 2001
- « Le comportement en matière de soumission des contreparties aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème », octobre 2001
- « Le passage à l'euro fiduciaire sur les marchés situés en dehors de la zone euro », octobre 2001

« Les informations fournies par les indicateurs composites du cycle conjoncturel de la zone euro », novembre 2001

« Le cadre de politique économique de l'UEM », novembre 2001

« Les fondamentaux économiques et le taux de change de l'euro », janvier 2002

« La préparation des billets en euros : du basculement à la phase ultérieure », janvier 2002

« Le marché des actions et la politique monétaire », février 2002

« Les évolutions récentes de la coopération internationale », février 2002

---

### **Études concernant des sujets spécifiques**

1 « The impact of the euro on money and bond markets » par Javier Santillán, Marc Bayle et Christian Thygesen, juillet 2000

2 « The effective exchange rates of the euro » par Luca Buldorini, Stelios Makrydakis et Christian Thimann, février 2002

---

### **Documents de travail**

1 « A global hazard index for the world foreign exchange markets » par V. Brousseau et F. Scacciavillani, mai 1999

2 « What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank » par O. Tristani et C. Monticelli, mai 1999

3 « Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world » par C. Detken, mai 1999

4 « From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries » par I. Angeloni et L. Dedola, mai 1999

5 « Core inflation: a review of some conceptual issues » par M. Wynne, mai 1999

6 « The demand for M3 in the euro area » par G. Coenen et J. L. Vega, septembre 1999

7 « A cross-country comparison of market structures in European banking » par O. de Bandt et E. P. Davis, septembre 1999

8 « Inflation zone targeting » par A. Orphanides et V. Wieland, octobre 1999

9 « Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models » par G. Coenen, janvier 2000

10 « On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention » par R. Fatum, février 2000

- 11 « Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem? » par J. M. Berk et P. van Bergeijk, février 2000
- 12 « Indicator variables for optimal policy » par L. E. O. Svensson et M. Woodford, février 2000
- 13 « Monetary policy with uncertain parameters » par U. Söderström, février 2000
- 14 « Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty » par G. D. Rudebusch, février 2000
- 15 « The quest for prosperity without inflation » par A. Orphanides, mars 2000
- 16 « Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model » par P. Hördahl, mars 2000
- 17 « Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment » par S. Fabiani et R. Mestre, mars 2000
- 18 « House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis » par M. Iacoviello, avril 2000
- 19 « The euro and international capital markets » par C. Detken and P. Hartmann, avril 2000
- 20 « Convergence of fiscal policies in the euro area » par O. de Bandt et F. P. Mongelli, mai 2000
- 21 « Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data » par M. Ehrmann, mai 2000
- 22 « Regulating access to international large value payment systems » par C. Holthausen et T. Ronde, juin 2000
- 23 « Escaping Nash inflation » par In-Koo Cho et T. J. Sargent, juin 2000
- 24 « What horizon for price stability » par F. Smets, juillet 2000
- 25 « Caution and conservatism in the making of monetary policy » par P. Schellekens, juillet 2000
- 26 « Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making » par B. Winkler, août 2000
- 27 « This is what the US leading indicators lead » par M. Camacho et G. Perez-Quiros, août 2000
- 28 « Learning uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions » par M. Ellison et N. Valla, août 2000
- 29 « The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case » par S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto et P. Sestito, septembre 2000

- 30 « A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities » par G. Coenen et V. Wieland, septembre 2000
- 31 « The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes? » par R. Gropp et K. Kostial, septembre 2000
- 32 « Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money? » par F. de Fiore, septembre 2000
- 33 « The information content of M3 for future inflation in the euro area » par C. Trecroci et J. L. Vega, octobre 2000
- 34 « Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs » par O. Castrén et T. Takalo, octobre 2000
- 35 « Systemic risk: a survey » par O. De Bandt et P. Hartmann, novembre 2000
- 36 « Measuring core inflation in the euro area » par C. Morana, novembre 2000
- 37 « Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe » par P. Vermeulen, novembre 2000
- 38 « The optimal inflation tax when taxes are costly to collect » par F. De Fiore, novembre 2000
- 39 « A money demand system for euro area M3 » par C. Brand et N. Cassola, novembre 2000
- 40 « Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy » par B. Mojon, novembre 2000
- 41 « Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts » par P. M. Geraats, janvier 2001
- 42 « An area-wide model (AWM) for the euro area » par G. Fagan, J. Henry et R. Mestre, janvier 2001
- 43 « Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm » par D. Rodriguez Palenzuela, février 2001
- 44 « The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months » par U. Bindseil et F. Seitz, février 2001
- 45 « Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach » par G. Camba-Méndez et G. Kapetanios, mars 2001
- 46 « A two-factor model of the German term structure of interest rates » par N. Cassola et J. B. Luis, mars 2001
- 47 « Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter? » par R. Gropp et J. Vesala, mars 2001

- 48 « Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets » par M. Fratzscher, mars 2001
- 49 « Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area » par M. Casares, mars 2001
- 50 « Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US » par T. von Wachter, mars 2001
- 51 « The functional form of the demand for euro area M1 » par L. Stracca, mars 2001
- 52 « Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms? » par G. Peersman et F. Smets, mars 2001
- 53 « An evaluation of some measures of core inflation for the euro area » par J. L. Vega et M.A. Wynne, avril 2001
- 54 « Assessment criteria for output gap estimates » par G. Camba-Méndez et D. Rodriguez Palenzuela, avril 2001
- 55 « Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area » par A. Calza, G. Gartner et J. Sousa, avril 2001
- 56 « Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions » par E. Faia, avril 2001
- 57 « Model-based indicators of labour market rigidity » par S. Fabiani et D. Rodriguez Palenzuela, avril 2001
- 58 « Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities » par G. Perez-Quiros et A. Timmermann, avril 2001
- 59 « Uncertain potential output implications for monetary policy » par M. Ehrmann et F. Smets, avril 2001
- 60 « A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties » par E. Angelini, J. Henry et R. Mestre, avril 2001
- 61 « Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area » par E. Angelini, J. Henry et R. Mestre, avril 2001
- 62 « Spectral based methods to identify common trends and common cycles » par G. C. Mendez et G. Kapetanios, avril 2001
- 63 « Does money lead inflation in the euro area? » par S. Nicoletti Altimari, mai 2001
- 64 « Exchange rate volatility and euro area imports » par R. Anderton et F. Skudelny, mai 2001
- 65 « A system approach for measuring the euro area NAIRU » par S. Fabiani et R. Mestre, mai 2001



- 66 « Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index? » par V. Brousseau et F. Scacciavillani, juin 2001
- 67 « The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU? » par G. Perez- Quiros et H. Rodriguez Mendizabal, juin 2001
- 68 « The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty » par A. Levin, V. Wieland et J. C. Williams, juillet 2001
- 69 « The ECB monetary policy strategy and the money market » par V. Gaspar, G. Perez-Quiros et J. Sicilia, juillet 2001
- 70 « Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate » par U. Bindseil, juillet 2001
- 71 « Asset market linkages in crisis periods » par P. Hartmann, S. Straetmans et C. G. de Vries, juillet 2001
- 72 « Bank concentration and retail interest » par S. Corvoisier et R. Gropp, juillet 2001
- 73 « Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany » par M. Ehrmann et A. Worms, juillet 2001
- 74 « Interbank market integration under asymmetric information » par X. Freixas et C. Holthausen, août 2001
- 75 « Value at risk models in finance » par S. Manganelli et R. F. Engle, août 2001
- 76 « Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness? » par R. Gropp et A. J. Richards, août 2001
- 77 « Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach » par C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula, septembre 2001
- 78 « Investment and monetary policy in the euro area » par B. Mojon, F. Smets et P. Vermeulen, septembre 2001
- 79 « Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area » par L. Stracca, octobre 2001
- 80 « The microstructure of the euro money market » par P. Hartmann, M. Manna et A. Manzanares, octobre 2001
- 81 « What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe? » par J. Morgan et A. Mourougane, octobre 2001
- 82 « Economic forecasting: some lessons from recent research » par D. Hendry et M. P. Clements, octobre 2001

- 83 « Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts » par K. F. Wallis, novembre 2001
- 84 « Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy » par G. Coenen, A. Levin et V. Wieland, novembre 2001
- 85 « Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach » par F. Maeso-Fernandez, C. Osbat et B. Schnatz, novembre 2001
- 86 « Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations » par M. Beeby, S. G. Hall et S. B. Henry, novembre 2001
- 87 « Credit rationing, output gap and business cycles » par F. Boissay, novembre 2001
- 88 « Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates? » par L. Kilian et M. P. Taylor, novembre 2001
- 89 « Monetary policy and fears of financial instability » par V. Brousseau et C. Detken, novembre 2001
- 90 « Public pensions and growth » par S. Lambrecht, P. Michel et J.-P. Vidal, novembre 2001
- 91 « The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis » par G. Peersman et F. Smets, décembre 2001
- 92 « A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area » par B. Mojon et G. Peersman, décembre 2001
- 93 « The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models » par P. McAdam et J. Morgan, décembre 2001
- 94 « Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us? » par P. van Els, A. Locarno, J. Morgan et J. P. Villetelle, décembre 2001
- 95 « Some stylised facts on the euro area business cycle » par A.-M. Agresti et B. Mojon, décembre 2001
- 96 « The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany » par A. Worms, décembre 2001
- 97 « Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s » par S. Kaufmann, décembre 2001
- 98 « The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets » par L. De Haan, décembre 2001
- 99 « Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain? » par I. Hernando et J. Martinez-Pagés, décembre 2001

- 100 « Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans » par J. Topi et J. Vilmunen, décembre 2001
- 101 « Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries? » par C. Loupias, F. Savignac et P. Sevestre, décembre 2001
- 102 « The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data » par L. Farinha et C. Robalo Marques, décembre 2001
- 103 « Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy » par L. Gambacorta, décembre 2001
- 104 « Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data » par S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou et G. T. Simigiannis, décembre 2001
- 105 « Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area » par M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martinez-Pagés, P. Sevestre et A. Worms, décembre 2001
- 106 « Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation » par J. B. Chatelain et A. Tiomo, décembre 2001
- 107 « The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data » par P. Butzen, C. Fuss et P. Vermeulen, décembre 2001
- 108 « Credit channel and investment behaviour in Australia: a micro-econometric approach » par M. Valderrama, décembre 2001
- 109 « Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending » par U. von Kalckreuth, décembre 2001
- 110 « Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms » par E. Gaiotti et A. Generale, décembre 2001
- 111 « Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data » par P. Lünemann et T. Mathä, décembre 2001
- 112 « Firm investment and monetary transmission in the euro area » par J. P. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth et P. Vermeulen, décembre 2001
- 113 « Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches » par A. Orphanides, décembre 2001
- 114 « Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications » par C. Bean, J. Larsen et K. Nikolov, janvier 2002
- 115 « Monetary transmission in the euro area: where do we stand? » par I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon et D. Terlizzese, janvier 2002
- 116 « Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998 » par J. Hoffmann et C. Kurz, janvier 2002

- I17 « Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing » par O. Bover et P. Velilla, janvier 2002
- I18 « Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998 » par G. M. Tomat, janvier 2002
- I19 « Monetary policy and the stock market in the euro area » par N. Cassola et C. Morana, janvier 2002
- I20 « Learning stability in economics with heterogenous agents » par S. Honkapohja et K. Mitra, janvier 2002
- I21 « Natural rate doubts » par A. Beyer et R. E.A. Farmer, février 2002
- I22 « New technologies and productivity growth in the euro area » par F. Visselaar et R. Albers, février 2002
- I23 « Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions » par E. Tabakis et A. Vinci, février 2002
- I24 « Monetary policy, expectations and commitment » par G. W. Evans et S. Honkapohja, février 2002
- I25 « Duration, volume and volatility impact of trades » par S. Manganelli, février 2002
- I26 « Optimal contracts in a dynamic costly state verification model » par C. Monnet et E. Quintin, février 2002
- I27 « Performance of monetary policy with internal central bank forecasting » par S. Honkapohja et K. Mitra, février 2002
- I28 « Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy » par F. Smets et R. Wouters, mars 2002
- I29 « Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence » par A. al-Nowaihi et L. Stracca, mars 2002
- 

### **Autres publications**

« The TARGET service level », juillet 1998

« Report on electronic money », août 1998

« Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations », septembre 1998

« Money and banking statistics compilation guide », septembre 1998

- « The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures », septembre 1998 <sup>2)</sup>
- « Third progress report on the TARGET project, novembre 1998
- « Correspondent central banking model (CCBM) », décembre 1998
- « Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures », janvier 1999
- « Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term », février 1999
- « Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise », juillet 1999
- « The effects of technology on the EU banking systems », juillet 1999
- « Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union », août 1999
- « Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view », septembre 1999
- « *Compendium*: collection of legal instruments, June 1998-May 1999 », octobre 1999
- « European Union balance of payments/international investment position statistical methods », novembre 1999
- « Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper », novembre 1999
- « Money and banking statistics sector manual », deuxième édition, novembre 1999
- « Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States », novembre 1999
- « Correspondent central banking model (CCBM) », novembre 1999
- « Cross-border payments in TARGET: A users' survey », novembre 1999
- « Money and banking statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series », novembre 1999
- « Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics », décembre 1999
- « Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures », février 2000
- « Interlinking: Data dictionary », Version 2.02, mars 2000
- « Asset prices and banking stability », avril 2000

---

2) La version française du Bulletin mensuel de la BCE peut être obtenue auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Elle est également disponible sur le site Internet <http://www.banque-france.fr>. Elle peut aussi être obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.

- « EU banks' income structure », avril 2000
- « Statistical information collected and compiled by the ESCB », mai 2000
- « Correspondent central banking (CCBM) », juillet 2000
- « Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics », août 2000
- « Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area », août 2000
- « Improving cross-border retail payment services », septembre 2000
- « Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves », octobre 2000
- « European Union balance of payments/international investment position statistical methods », novembre 2000
- « Information guide for credit institutions using TARGET », novembre 2000
- « The single monetary policy in Stage Three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures », novembre 2000
- « EU banks' margins and credit standards », décembre 2000
- « Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications », décembre 2000
- « Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank », janvier 2001
- « Cross-border use of collateral: A user's survey », février 2001
- « Price effects of regulatory reform in selected network industries », mars 2001
- « The role of central banks in prudential supervision », mars 2001
- « Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual », avril 2001
- « TARGET: Annual Report », mai 2001
- « A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises », juin 2001
- « Payment and securities settlement systems in the European Union », juin 2001
- « Why price stability? », juin 2001
- « The euro bond market », juillet 2001
- « The euro money market », juillet 2001

- « The euro equity markets », août 2001
- « The monetary policy of the ECB », août 2001
- « Monetary analysis: tools and applications », août 2001
- « Review of the international role of the euro », septembre 2001
- « The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing », septembre 2001
- « Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000) », octobre 2001
- « TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system-update 2001 », novembre 2001
- « European Union balance of payments/international investment position statistical methods », novembre 2001
- « Fair value accounting in the banking sector », novembre 2001
- « Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro », novembre 2001
- « Accession countries: Balance of payments/international investment position statistical methods », février 2002
- « List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves », février 2002
- « Labour market mismatches in euro area countries », mars 2002

---

### **Brochures d'information**

- « TARGET: facts, figures, future », septembre 1999
- « The ECB payment mechanism », août 2000
- « The euro: integrating financial services », août 2000
- « TARGET », août 2000
- « The European Central Bank », avril 2001
- « The euro banknotes and coins », mai 2001
- « TARGET-update 2001 », juillet 2001
- « The euro and the integration of financial services », septembre 2001







