



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEMÈME

RAPPORT ANNUEL 2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

RAPPORT ANNUEL
2006

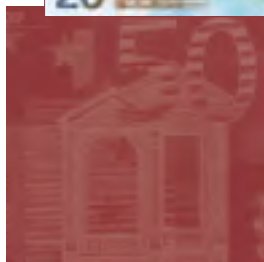
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEMÈ



RAPPORT ANNUEL 2006

En 2007, toutes
les publications
de la BCE
comporteront
un motif figurant
sur le billet
de 20 euros.

© Banque centrale européenne, 2007

Adresse

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

Adresse postale

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

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Télécopie

+49 69 1344 6000

Télex

411 144 ecb d

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

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

Photographies :

*Martin Joppen
Stefan Laub
Marcus Thelen*

La date d'arrêtés des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 2 mars 2007.

ISSN 1561-4581 (version papier)

ISSN 1725-289X (internet)

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	10	3 LES BILLETS ET PIÈCES	118
CHAPITRE I		3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire	118
LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE		3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	119
I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	18	3.3 L'émission et la production des billets	120
2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES	25	4 LES STATISTIQUES	123
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	25	4.1 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées de la zone euro	123
2.2 Les évolutions monétaires et financières	29	4.2 Les autres évolutions statistiques	124
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	56	4.3 Les préparatifs de l'élargissement de la zone euro	125
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	66	5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	126
2.5 Les évolutions budgétaires	74	5.1 Priorités de la recherche	126
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	80	5.2 Publications et conférences	128
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	89	6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	130
CHAPITRE 2		6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	130
LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE		6.2 Les fonctions consultatives	130
I LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	102	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	133
1.1 Les opérations de politique monétaire	102	6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	133
1.2 Les opérations de change	108	CHAPITRE 3	
1.3 Les activités de placement	108	L'ENTRÉE DE LA SLOVÉNIE DANS LA ZONE EURO	
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES	111	I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN SLOVÉNIE	136
2.1 Le système <i>Target</i>	111	2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE LA BANKA SLOVENIJE DANS L'EUROSYSTÈME	140
2.2 <i>Target 2</i>	113	3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE LA BANKA SLOVENIJE DANS L'EUROSYSTÈME	142
2.3 <i>Target 2-Titres</i>	115	3.1 Les opérations de politique monétaire	143
2.4 Les procédures de règlement pour les garanties	116	3.2 La contribution au capital, aux réserves et aux avoirs de réserve de change de la BCE	143

4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN SLOVÉNIE	144	CHAPITRE 6 LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ	
CHAPITRE 4 LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES		1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	180
1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE	148	2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	181
1.1 Le suivi de la stabilité financière	148		
1.2 La coopération dans les situations de crise financière	151		
2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	152	CHAPITRE 7 LA COMMUNICATION EXTERNE	
2.1 Questions générales	152	1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	186
2.2 Le secteur bancaire	153	2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	187
2.3 Les valeurs mobilières	154		
2.4 La comptabilité	154	CHAPITRE 8 LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS	
3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	156	1 LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	193
4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	161	1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	193
4.1 La surveillance des systèmes de paiement de montant élevé en euros et de leurs infrastructures	161	1.2 Le Conseil des gouverneurs	194
4.2 Les services de paiement de détail	164	1.3 Le Directoire	196
4.3 La compensation et le règlement-livraison de titres	164	1.4 Le Conseil général	198
		1.5 Les comités Eurosystème/SEBC, le Comité budgétaire et la Conférence sur les ressources humaines	199
CHAPITRE 5 LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES		1.6 Le gouvernement d'entreprise	199
1 LES QUESTIONS EUROPÉENNES	168	2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	202
1.1 Les questions de politique économique	168	2.1 Les ressources humaines	202
1.2 Les questions institutionnelles	170	2.2 Le nouveau site de la BCE	204
1.3 Les évolutions dans les pays adhérents et les pays candidats à l'adhésion et les relations avec ceux-ci	171	3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	206
2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	173	4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	207
2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	173	Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2006	208
2.2 La coopération avec des pays hors UE	175	Bilan au 31 décembre 2006	212
		Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2006	214
		Les règles et méthodes comptables	215

Annexe au bilan	220	Graphique A Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts des ménages	51
Annexe au compte de résultat	229	Graphique B Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages	52
Annexe relative à la répartition des bénéfiques/couverture des pertes	233	Graphique C Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux sociétés non financières	54
Rapport du commissaire aux comptes indépendant	235		
5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSISTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2006	236		
ANNEXES			
INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	240	3 Les anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro	59
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	244	Graphique A Mesures des anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro	60
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME	251	Graphique B Distribution des fréquences des anticipations d'inflation à cinq ans parmi les participants à l'EPP (2001-2006)	61
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2006	253	Graphique C Relation entre les révisions des anticipations d'inflation à court terme et à plus long terme dans le cadre de l'EPP (2001-2006)	61
GLOSSAIRE	259	Graphique D Probabilité que le taux d'inflation à cinq ans mesuré par l'IPCH soit égal ou supérieur à 2 % dans le cadre de l'EPP et point mort d'inflation	62
LISTE DES ENCADRÉS			
1 Le rôle des autres intermédiaires financiers dans la dynamique monétaire	33	4 Les différentiels de croissance entre les pays de la zone euro	68
Graphique A Dépôts à court terme et pensions des autres intermédiaires financiers non monétaires	35	Graphique Dispersion de la croissance du PIB en volume entre pays de la zone euro	68
Graphique B Ventilation sectorielle des dépôts des IFM à plus long terme	35	5 Les évolutions de la productivité dans la zone euro et la nécessité des réformes structurelles	71
Graphique C Prêts des IFM aux autres intermédiaires financiers non monétaires	36	Graphique A Croissance de la productivité horaire du travail	72
2 La dispersion des taux d'intérêt entre les marchés des services bancaires aux particuliers des pays de la zone euro	49	Graphique B Croissance de la productivité du travail par personne employée	72
Tableau Écart entre les pays en ce qui concerne les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux contrats	50	Tableau A Sélection d'indicateurs structurels	72

Tableau B	Croissance sectorielle de la productivité horaire du travail	73	LISTE DES TABLEAUX		
6	Les évolutions des émissions de titres de créance des administrations publiques et les écarts de rendements obligataires dans la zone euro	76	1	Évolution des prix	58
Tableau A	Titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	76	2	Indicateurs de coûts salariaux	64
Tableau B	Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	77	3	Structure de la croissance du PIB en volume	66
Graphique	Variations cumulées des écarts de rendement des titres d'emprunts publics d'une sélection de pays par rapport à l'Allemagne	77	4	Évolutions du marché du travail	69
Tableau C	Notation de la dette souveraine des pays de la zone euro	78	5	Situation budgétaire dans la zone euro	75
7	La compétitivité de la zone euro dans le contexte de la mondialisation	83	6	Croissance du PIB en volume	89
Tableau	Avantage comparatif révélé par intensité de facteur	84	7	Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)	90
Graphique A	Évolutions de l'avantage comparatif révélé		8	Situation budgétaire	92
1	Exportations essentiellement à fort coefficient de recherche	85	9	Balance des paiements, principales rubriques	93
2	Exportations essentiellement à forte intensité de main-d'œuvre	85	10	Évolutions au sein du MCE II	94
Graphique B	Zone euro : variation des parts des importations de produits manufacturés par pays d'origine	86	11	Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE hors zone euro en 2006	98
8	Les incidences statistiques de l'élargissement de la zone euro à la Slovaquie	138	12	Flux de paiements dans <i>Target</i>	112
			13	Répartition des faux billets par coupure	119
			14	Répartition de la production des billets en euros en 2006	122
			15	Slovénie : Principaux indicateurs économiques	137
			LISTE DES GRAPHIQUES		
			1	Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	18
			2	Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	25
			3	Principales évolutions sur les marchés de matières premières	28
			4	M3 et prêts au secteur privé	30
			5	Principales composantes de M3	31
			6	Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et aux instruments négociables	31
			7	Dépôts à court terme des IFM et pensions du secteur privé	32
			8	Contreparties de M3	38
			9	Estimations du <i>money gap</i>	39
			10	Taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro et courbe des rendements du marché monétaire	40

11	Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois	40	35	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	87
12	Rendements des emprunts publics à long terme	41	36	Flux financiers de la zone euro vers les NEM	87
13	Points morts d'inflation au comptant et anticipés de la zone euro	43	37	Position extérieure nette	88
14	Principaux indices boursiers	44	38	Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II	95
15	Volatilité implicite des marchés boursiers	44	39	Créances sur le secteur privé en 2006	96
16	Prêts des IFM aux ménages	46	40	Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2006	102
17	Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	46	41	Actifs négociables éligibles	105
18	Endettement et charge du service de la dette des ménages	47	42	Actifs négociables livrés en garantie	106
19	Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	48	43	Différence entre la part des actifs négociables éligibles et la part des actifs livrés en garantie en 2006	106
20	Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	55	44	Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2006	118
21	Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières	55	45	Valeur totale des billets en euros en circulation entre 2002 et 2006	118
22	Endettement et charges d'intérêt nettes des sociétés non financières	56	46	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2006 par coupure	119
23	Ventilation de l'IPCH : principales composantes	57	47	Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2006	120
24	Contributions des principales composantes à l'IPCH	57			
25	Ventilation des prix à la production	63			
26	Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	64			
27	Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	65			
28	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	65			
29	Indicateurs de confiance	67			
30	Chômage	70			
31	Productivité du travail	70			
32	Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	80			
33	Solde du compte de transactions courantes et composantes	81			
34	Importations de biens de la zone euro et prix du pétrole brut <i>Brent</i>	82			

ABRÉVIATIONS

PAYS

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

AUTRES

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

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

AVANT-PROPOS



Le 1^{er} janvier 2007, la Slovénie est devenue le treizième État membre à adopter l'euro, et la Banka Slovenije la treizième BCN à rejoindre l'Eurosystème. J'aimerais souhaiter très chaleureusement la bienvenue aux citoyens slovènes et féliciter la Slovénie pour les bonnes performances économiques qu'elle a réalisées en mettant en œuvre, au cours des dernières années, des politiques macroéconomiques axées sur la stabilité. Le basculement du tolar slovène à l'euro fiduciaire s'est déroulé de façon très harmonieuse et efficace : 94,5 millions de billets en euros ont été introduits dans le cadre d'une phase de préalimentation ayant débuté fin novembre 2006, avant que la monnaie unique se substitue totalement à la monnaie slovène, au terme d'une période de double circulation de l'euro et du tolar qui a duré quinze jours. Dans ce contexte, l'euro a été accueilli avec un grand enthousiasme par la population slovène.

La politique monétaire de la BCE a continué d'ancrer les anticipations d'inflation à moyen et

long termes à des niveaux globalement compatibles avec la stabilité des prix, ce qui reflète, en particulier, la crédibilité de la BCE dans la conduite d'une politique monétaire strictement conforme à son objectif principal de maintien de la stabilité des prix à moyen terme. L'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire contribue, sur la durée, à une croissance économique soutenable et à la création d'emplois dans la zone euro. En 2006, la progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 2,2 % en moyenne, sans changement par rapport à l'année précédente. Ce niveau est supérieur à celui correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE, à savoir une inflation annuelle inférieure à, mais proche de 2 %, même s'il résulte des chocs sur les prix du pétrole et des autres matières premières. Par conséquent, il faut se garder de tout excès de confiance.

Les risques pesant sur la stabilité des prix sont restés nettement orientés à la hausse sur l'ensemble de l'année 2006. Au nombre de ces risques figurent la possibilité d'une répercussion du renchérissement antérieur du pétrole plus forte qu'envisagé, des relèvements non anticipés de prix administrés et de la fiscalité indirecte et une nouvelle hausse des cours du pétrole. Plus fondamentalement, compte tenu de l'environnement économique très favorable observé en 2006, marqué par la poursuite de la décrue du chômage et par une nouvelle amélioration des performances du marché du travail, la perspective d'une progression des salaires plus importante que prévu est demeurée un risque substantiel à la hausse pour la stabilité des prix. Dans ce contexte, et notamment dans la perspective des négociations salariales de 2007, le Conseil des gouverneurs a souligné que les accords salariaux devaient tenir compte du niveau toujours inacceptable du chômage dans un certain nombre de pays, ainsi que de la situation actuelle de ces pays en termes de compétitivité-prix et de l'évolution annuelle de la productivité du travail.

Le diagnostic du Conseil des gouverneurs relatif à l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix a été confirmé par le recoupement avec l'analyse monétaire. Le dynamisme prononcé de la croissance de la monnaie et du crédit en 2006 a reflété une poursuite de la tendance haussière persistante du taux d'expansion monétaire sous-jacent observée dans la zone euro depuis mi-2004 et contribué à l'accumulation de liquidité. Après plusieurs années de croissance monétaire soutenue, la liquidité demeure abondante dans la zone euro au regard de l'ensemble des indicateurs pertinents. Compte tenu de la vigueur continue de la croissance de la monnaie et du crédit, cette évolution fait peser des risques à la hausse sur la stabilité des prix à moyen et long termes.

Pour contenir ces risques, mis en évidence sur l'ensemble de l'année par les analyses de la situation économique et monétaire effectuées par la BCE, le Conseil des gouverneurs a ajusté l'orientation de la politique monétaire en 2006 en relevant à cinq reprises les taux directeurs de la BCE, de 125 points de base au total. Par conséquent, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est passé de 2,25 % en janvier 2006 à 3,50 % en décembre 2006.

En 2006, l'économie de la zone euro a enregistré une croissance vigoureuse. En dépit de l'incidence du niveau élevé et de la volatilité des cours du pétrole, le PIB en volume a augmenté de 2,8 % en 2006, après 1,5 % en 2005. La reprise s'est progressivement étendue à davantage de secteurs au cours de l'année, et l'expansion économique a été de plus en plus induite par des facteurs endogènes, principalement sous l'impulsion de la demande intérieure. En 2006, la croissance du PIB en volume s'est inscrite, en moyenne, nettement au-dessus de son potentiel. La zone euro a continué de bénéficier de la robuste croissance de l'économie mondiale, tandis que la forte

hausse de la profitabilité des entreprises et une période prolongée marquée par des conditions de financement très favorables soutenaient la croissance de l'investissement et l'emploi.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a estimé que, même après les relèvements de taux effectués en 2006, l'orientation de la politique monétaire restait accommodante, de sorte qu'il demeurerait essentiel d'agir de manière résolue et en temps opportun pour assurer la stabilité des prix à moyen terme.

En 2006, les évolutions budgétaires dans la zone euro ont été relativement favorables. Selon les programmes de stabilité actualisés, le ratio de déficit moyen est ressorti à 2,0 % du PIB, contre 2,4 % en 2005. Toutefois, cette amélioration a essentiellement résulté d'une forte croissance de la production et de recettes exceptionnelles, et dans une faible mesure seulement de l'assainissement effectif des finances publiques. Dans le contexte économique favorable qui prévaut actuellement, il demeure essentiel de maintenir la dynamique d'amélioration des finances publiques et d'accélérer le rythme de l'assainissement budgétaire, afin que tous les pays de la zone euro puissent atteindre dès que possible leur objectif de moyen terme consistant à parvenir à une situation budgétaire saine. À cet égard, il est essentiel de définir des mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire qui soient à la fois concrètes et crédibles et de veiller à ce qu'elles soient mises en œuvre sans délai. De telles mesures ont toutes les chances d'être efficaces lorsqu'elles sont fondées sur une stratégie à moyen terme crédible et exhaustive, centrée sur la réduction des ratios de dépenses plutôt que sur l'augmentation des ratios de recettes. Cela contribue à renforcer la confiance dans une politique budgétaire à la fois soutenable et propice à la croissance et à l'emploi.

S'agissant des réformes structurelles, les pays de la zone euro ont pris de plus en plus conscience, ces dernières années, de la nécessité de s'adapter aux défis liés à l'intensification de la concurrence mondiale, au vieillissement de la population et à l'accélération du changement technologique. Cette nécessité est mise en lumière par la croissance relativement faible de la productivité du travail dans la zone euro par rapport à celle des États-Unis. La progression annuelle moyenne de la productivité du travail entre 1999 et 2006 s'est établie à 1,1 % dans la zone euro et à 2,2 % aux États-Unis. Cette situation nécessite en particulier la mise en œuvre très active de réformes structurelles dans les domaines de la recherche et du développement, de l'éducation et de la formation, ainsi que l'achèvement du Marché unique. Il convient également de noter que les réformes mises en œuvre par un certain nombre d'États membres sur le marché du travail ont commencé à créer davantage d'opportunités en matière d'emploi. Tant sous l'effet de ces réformes qu'en raison de la modération salariale, la zone euro a enregistré une forte croissance de l'emploi sur la période récente. Notamment, plus de douze millions d'emplois ont été créés dans la zone euro au cours de la période de huit ans qui a suivi le démarrage de la phase III de l'UEM. Cette évolution représente une nette amélioration par rapport au chiffre d'un peu plus de deux millions d'emplois créés par le même groupe de pays durant les huit années antérieures à 1999. Le renforcement de la croissance de l'emploi a également contribué à réduire le chômage au cours des dernières années. Quoique se situant toujours au niveau élevé de 7,5 %, le taux de chômage standardisé atteignait vers la fin 2006 son plus bas niveau depuis le démarrage de la série en 1993. Cependant, les obstacles structurels qui subsistent dans la zone euro contribuent à expliquer le niveau toujours inacceptable du chômage et la faiblesse du taux d'activité en comparaison internationale. Il est par conséquent primordial que chaque pays de la zone euro réduise au maximum les distorsions de marché imputables aux réglementations

nationales et que la zone euro dans son ensemble supprime les obstacles qui subsistent à l'intégration des marchés. Cela nécessite en particulier une différenciation salariale suffisante, une mobilité accrue de la main-d'œuvre et une plus grande flexibilité des marchés des produits, du travail et des capitaux. De nouvelles réformes amélioreront la capacité d'ajustement de la zone euro, favoriseront la croissance économique et créeront de nouvelles opportunités en matière d'emploi.

Au-delà de la discipline budgétaire et des réformes structurelles, le bon fonctionnement de l'UEM repose également sur l'intégration financière européenne. En aidant à promouvoir le développement des systèmes financiers européens, l'intégration financière contribue à accroître le potentiel de croissance économique. Elle favorise également la transmission rapide et efficace de la politique monétaire, participe à l'efficacité et au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de paiement et concourt à la stabilité financière. Enfin, un système financier intégré joue un rôle décisif pour absorber les chocs asymétriques susceptibles de se produire au sein de la zone euro. Le rapport de la BCE sur les indicateurs d'intégration financière publié en septembre 2006 fournit une analyse détaillée et exhaustive des progrès réalisés sur les différents compartiments du système financier. La BCE et l'Eurosystème agissent également en tant que catalyseurs des initiatives du secteur privé favorisant l'intégration financière. Par exemple, la BCE et neuf BCN contribueront au processus d'attribution d'un label aux titres européens à court terme dans le cadre de l'initiative STEP (*Short-Term European Paper*) et la BCE élaborera régulièrement des statistiques de rendements et de volumes sur le marché STEP. L'Eurosystème soutient aussi fermement le projet d'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*) et encourage vivement toutes les parties intéressées à lancer le SEPA début 2008

et à atteindre une masse critique de transactions au sein de cet espace avant fin 2010. L'Eurosystème apporte son concours au secteur bancaire s'agissant de la conception et de la préparation des nouveaux instruments et cadres du SEPA et encourage le marché à procéder à l'adaptation rapide des systèmes de paiement de masse en vue du traitement des instruments du SEPA.

L'Eurosystème contribue également à l'intégration financière en fournissant des infrastructures en matière de paiement et de règlement. Le projet *Target 2* est bien engagé et démarrera avant fin 2007, comme prévu. Les préparatifs techniques ont été entrepris en 2006 et la BCE a communiqué des informations détaillées sur la grille de tarification et les différents modes de participation à *Target 2*. En juillet 2006, l'Eurosystème a décidé d'évaluer la possibilité d'offrir des services de règlement pour les transactions sur titres. L'objectif de ce projet (*Target 2-Titres*), pour lequel des synergies avec *Target 2* sont recherchées, est de permettre le règlement harmonisé de titres en euros en monnaie de banque centrale.

L'Eurosystème a continué de contribuer à la stabilité du système financier dans la zone euro et dans l'UE en assurant le suivi et l'évaluation des principales sources de risque et de vulnérabilité, en apportant sa contribution aux débats stratégiques, aux niveaux européen et international, sur les principales questions de réglementation et de surveillance et en améliorant son cadre de gestion des crises financières éventuelles.

L'effectif total budgété pour 2006 était de 1 343 personnes (en postes équivalent temps plein), contre 1 369 personnes en 2005. En septembre 2006, les six premiers candidats au *Graduate Programme* de la BCE, destiné à de jeunes diplômés ayant une formation universitaire générale, ont rejoint la Banque sur la base de contrats de deux ans non convertibles.

En 2006, la BCE a introduit des principes généraux de mobilité qui encouragent les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans. La mobilité interne représente pour le personnel l'occasion d'élargir son expertise et un moyen d'accroître les synergies entre les métiers. En 2006, plus de quatre-vingts agents ont effectué une mobilité interne. Avec un personnel issu des vingt-sept États membres de l'UE, la BCE a intégré la gestion de la diversité dans ses pratiques en matière de ressources humaines, lançant une politique de la diversité en 2006.

Au-delà des mesures visant à encourager la mobilité, la stratégie des ressources humaines continue de se concentrer sur le développement de l'expertise du personnel et des cadres dirigeants de la BCE. Les compétences en matière de gestion et de direction ont continué d'être renforcées au moyen d'actions de formation et de *coaching* individuel. À la suite du lancement de la stratégie de la diversité, une formation spécifique destinée aux cadres dirigeants sur la « dignité au travail » a été mise en place.

Au niveau de l'Eurosystème, la Conférence sur les ressources humaines, instituée en 2005 en vue de favoriser davantage la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines, a poursuivi ses travaux en 2006, en particulier dans les domaines de la formation et du développement des compétences du personnel.

De nouvelles avancées ont été réalisées concernant le projet de nouveau site de la BCE. Après avoir été perfectionné par les architectes, le projet est entré en 2006 dans une phase de planification. La Ville de Francfort, en coopération avec la BCE, a poursuivi la préparation du plan d'occupation des sols pour le nouveau site. La procédure de demande d'obtention des permis de construire devrait

aboutir fin octobre 2007, comme prévu. La construction devrait débuter début 2008 et les travaux devraient s'achever fin 2011. Un mémorial et un espace d'information visant à commémorer le rôle de la *Grossmarkthalle* dans la déportation des citoyens juifs seront également construits.

à ces risques, en particulier les moins-values latentes qui ne sont pas couvertes par les comptes de réévaluation. Son montant sera réexaminé tous les ans.

Francfort-sur-le-Main, mars 2007

En 2006, la BCE a enregistré un bénéfice de 1 379 millions d'euros, après un bénéfice de 992 millions en 2005. Comme en 2005, une provision d'un montant équivalent a été constituée pour les risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ce qui ramène le bénéfice net à zéro. Cette provision servira à couvrir les pertes liées à l'exposition



Jean-Claude Trichet



CHAPITRE I

**LES ÉVOLUTIONS
ÉCONOMIQUES ET LA
POLITIQUE MONÉTAIRE**

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

NOUVELLE HAUSSE DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE EN 2006

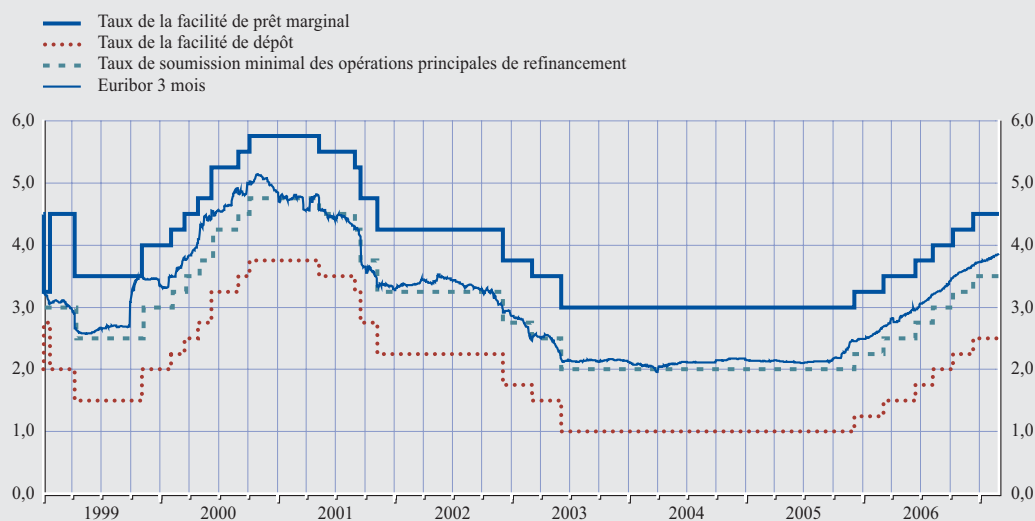
Au cours de l'année 2006, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt directeurs de la BCE pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix identifiés au terme de son analyse économique et monétaire régulière. Cet ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire est intervenu dans un contexte de croissance économique robuste, de forte expansion de la monnaie et du crédit et d'abondance de liquidité dans la zone euro. Dans le cadre d'une série de hausses successives d'un quart de point de pourcentage, le Conseil des gouverneurs a relevé le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 125 points de base au total, le portant de 2,25 % en janvier 2006 à 3,50 % à la fin de l'année (cf. graphique 1).

S'agissant de l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est inscrite à 2,2 % en 2006, sans changement par

rapport à 2005. L'inflation globale a fluctué au cours de l'année, fortement influencée par les mouvements des cours du pétrole. Jusqu'en août, elle a suivi une tendance haussière, demeurant nettement supérieure à la définition de la stabilité des prix d'une inflation inférieure à 2 %, mais proche de ce niveau. Cette évolution était due principalement au renchérissement significatif de l'énergie, mais tenait aussi, pour partie, à des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Au cours des derniers mois de 2006, en revanche, l'inflation annuelle est revenue en deçà de 2 %, principalement en raison de la baisse notable des cours du pétrole et d'effets de base. En dépit de la dynamique favorable de la croissance du PIB en volume et des signaux encourageants en provenance des marchés du travail, les évolutions des coûts salariaux dans la zone euro sont demeurées modérées en 2006, sous l'effet notamment de la forte concurrence mondiale, en particulier dans le secteur manufacturier, ce qui a permis de contenir les tensions inflationnistes. Les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE

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

Néanmoins, les risques pesant sur la stabilité des prix demeurent nettement orientés à la hausse, en particulier ceux liés à la crainte de répercussions du renchérissement antérieur du pétrole plus importantes que prévu, à des augmentations de prix administrés et de la fiscalité indirecte qui pourraient être supérieures à celles annoncées jusqu'à présent, et à la possibilité d'un nouveau renchérissement du pétrole. Plus fondamentalement, la perspective de hausses salariales plus importantes que prévu et d'effets de second tour potentiels sur le processus de fixation des salaires et des prix dans le sillage des augmentations antérieures des cours du pétrole a continué de faire peser d'importants risques à la hausse sur la stabilité des prix, compte tenu en particulier du contexte économique très favorable et de l'amélioration de l'efficacité du marché du travail.

S'agissant de l'activité économique, l'économie de la zone euro a progressé à un rythme soutenu en 2006. Après une reprise progressive et encore modérée au second semestre 2005, la croissance s'est accélérée au premier semestre 2006. Elle s'est progressivement étendue à davantage de secteurs, devenant de plus en plus induite par des facteurs endogènes, principalement sous l'impulsion de la demande intérieure, en particulier la FBCF. En 2006, la croissance du PIB en volume s'est inscrite en moyenne au-dessus de son potentiel. Sur l'ensemble de l'année, l'environnement extérieur a favorisé une expansion durable de l'activité. Les exportations de la zone euro ont bénéficié de la robuste croissance de l'économie mondiale, en particulier dans les principaux pays partenaires commerciaux de la zone. Le dynamisme de la FBCF s'est renforcé au cours de l'année, à la faveur d'une période prolongée marquée par des conditions de financement très favorables, la restructuration des bilans des entreprises et des gains considérables en termes de bénéfices. La croissance de la consommation s'est également accentuée au sein de la zone euro en 2006, dans le sillage de l'évolution du revenu réel disponible, à mesure que la situation sur le marché de l'emploi s'améliorait et que le taux

de chômage diminuait. Dans l'ensemble, en dépit de l'incidence du niveau élevé et de la volatilité des cours du pétrole, le PIB en volume a progressé de 2,8 % en 2006, après 1,5 % en 2005 et 1,8 % en 2004. Les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance économique sont demeurés globalement équilibrés pendant la majeure partie de l'année, les risques à moyen et long termes demeurant orientés à la baisse sur l'ensemble de l'année, principalement liés à de possibles renchérissements du pétrole, aux déséquilibres mondiaux et aux pressions protectionnistes susceptibles de s'exercer.

La croissance de la monnaie et du crédit est restée très robuste en 2006, essentiellement en raison des effets stimulants du bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro et de la vigueur de l'activité économique. Considéré dans une perspective à moyen terme, le dynamisme prononcé de la croissance de la monnaie et du crédit en 2006 a reflété la persistance de la tendance haussière du taux d'expansion monétaire sous-jacent observé depuis mi-2004 et renforcé l'accumulation de liquidité. De fait, après plusieurs années de croissance monétaire soutenue, la liquidité dans la zone euro est demeurée abondante au regard de l'ensemble des indicateurs pertinents, ce qui, dans un contexte de poursuite de la forte croissance de la monnaie et du crédit, a dénoté l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à un horizon de moyen et long termes.

Pour contenir ces risques, mis en évidence par les analyses économique et monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs a ajusté l'orientation de la politique monétaire en 2006 en relevant à cinq reprises les taux directeurs de la BCE. Il a souligné que, même après ces relèvements, la politique monétaire de la BCE restait accommodante, compte tenu du niveau toujours bas des taux d'intérêt, de la forte croissance de la monnaie et du crédit et de la liquidité toujours abondante dans la zone euro au regard de l'ensemble des indicateurs pertinents. Le Conseil des gouverneurs a exprimé la conviction qu'il demeurerait essentiel

d'agir de manière résolue et en temps opportun pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. L'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long termes résultant de cet engagement constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire favorise, sur la durée, une croissance économique soutenable et la création d'emplois.

La communication des décisions du Conseil des gouverneurs et de son évaluation plus globale de la situation économique en 2006 a exercé une incidence sur les anticipations des marchés relatives aux perspectives d'évolution des taux à court terme. Le Conseil des gouverneurs a clairement fait savoir, pendant toute l'année, que les futures mesures de politique monétaire dépendraient de son évaluation régulière des risques pesant sur la stabilité des prix et de la confirmation de son principal scénario. Les marchés financiers semblent avoir parfaitement compris ce message. Par conséquent, conformément aux données macroéconomiques publiées, qui ont dans l'ensemble confirmé le scénario du Conseil des gouverneurs, les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt à court terme ont été progressivement révisées à la hausse au cours de l'année, les intervenants se rendant compte que le premier relèvement des taux en décembre 2005 serait suivi d'un ajustement progressif de l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'incertitude des marchés a continué de diminuer en 2006, la volatilité revenant à des taux assez bas, en dépit d'une accentuation temporaire pendant l'été dans le contexte d'une réévaluation mondiale des risques. Dans l'ensemble, par rapport aux moyennes historiques de long terme, l'incertitude des marchés quant aux futures décisions de politique monétaire est revenue à un niveau relativement bas.

EXAMEN DES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Début 2006, les conditions économiques étaient relativement favorables. La croissance du PIB

en volume avait commencé à se renforcer et à se généraliser au second semestre 2005. Bien que, au quatrième trimestre 2005, la croissance du PIB en volume en glissement trimestriel ait été nettement inférieure à celle enregistrée au troisième trimestre, les indicateurs du climat économique faisaient état d'une tendance sous-jacente relativement robuste de la croissance économique. De fait, les données disponibles début 2006, en particulier les données d'enquête, ont confirmé l'évaluation du Conseil des gouverneurs selon laquelle l'expansion économique se renforçait progressivement et se généralisait, et qu'elle continuerait dans cette voie au cours des premiers mois de l'année, soutenue, en particulier, par le raffermissement de la demande intérieure.

Les perspectives de croissance économique sont demeurées relativement encourageantes, principalement en raison d'une très forte reprise de la croissance de l'investissement et de l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail. En mars 2006, les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE ont été par conséquent révisées en hausse par rapport aux projections établies par les services de l'Eurosysteme en décembre 2005, reflétant principalement des perspectives un peu plus favorables pour l'investissement privé sur la période de projection. Les projections ont tablé sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,7 % et 2,5 % en 2006, et entre 1,5 % et 2,5 % en 2007. Les prévisions d'organisations internationales et du secteur privé ont dressé un tableau globalement similaire.

En ce qui concerne l'évolution des prix, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH était supérieure à 2 % début 2006 et, selon les prévisions, devait le rester à court terme, les niveaux atteints dépendant largement de l'évolution des prix de l'énergie. À plus long terme, l'on s'attendait que les modifications annoncées de la fiscalité indirecte et les effets indirects des renchérissements antérieurs du pétrole exercent une incidence haussière significative sur l'inflation, malgré l'hypothèse

d'une poursuite de la modération salariale. En mars 2006, les projections macroéconomiques de la BCE relatives à l'inflation ont été légèrement révisées en hausse par rapport aux projections de l'Eurosystème de décembre 2005. L'inflation annuelle moyenne mesurée par l'IPCH devait s'établir entre 1,9 % et 2,5 % en 2006, et entre 1,6 % et 2,8 % en 2007. Les risques pesant sur ces perspectives d'évolution des prix sont demeurés orientés à la hausse, liés, en particulier, à d'éventuels effets de second tour des augmentations antérieures des cours du pétrole.

Compte tenu de la vigueur de la croissance monétaire dans un contexte d'abondance de liquidité, l'analyse monétaire a confirmé les signaux fournis par l'analyse économique indiquant l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. En dépit de signes d'une reprise du processus de normalisation des choix de portefeuille opérés dans le passé en faveur des actifs monétaires, le rythme annuel de croissance de M3 est demeuré soutenu et, abstraction faite des effets à court terme générés par ces choix de portefeuille, la tendance sous-jacente de la croissance monétaire est restée forte, reflétant l'incidence stimulante du bas niveau des taux d'intérêt. De plus, s'agissant des contreparties de M3, l'expansion du crédit s'est encore renforcée, les prêts aux ménages, en particulier les prêts au logement, et aux sociétés non financières progressant à un rythme soutenu.

Au total, pour contenir les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme identifiés par les analyses économique et monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs a procédé à un nouvel ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire en relevant les taux directeurs de la BCE de 25 points de base le 2 mars 2006. Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'en intervenant sans retard, il contribuait à maintenir les anticipations d'inflation à moyen et long termes solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix, favorisant ainsi, sur la durée, une croissance économique

soutenable et la création d'emplois. En particulier, il a souligné que sur l'ensemble des échéances, les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, se situaient toujours à des niveaux très bas, et que la politique monétaire de la BCE demeurerait accommodante.

Au cours des mois suivants, en dépit d'une accentuation temporaire de la volatilité des marchés en mai dans le contexte d'une réévaluation globale du risque, les informations disponibles ont confirmé l'opinion du Conseil des gouverneurs selon laquelle un ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE en mars était justifié pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. Avec une croissance du PIB en volume s'établissant à 0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre (révisée par la suite en hausse à 0,8 %), les données disponibles ont confirmé le scénario d'une croissance se généralisant et se renforçant. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPCH est passée à 2,5 % en mai, principalement sous l'effet des évolutions des prix de l'énergie. Selon les prévisions, les taux d'inflation devaient demeurer supérieurs à 2 % en 2006 et 2007. Dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin, la fourchette de l'IPCH pour 2006 a été légèrement révisée en hausse (à 2,1 %–2,5 %), par rapport aux projections établies en mars par la BCE (1,9 %–2,5 %), les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurant orientés à la hausse.

L'analyse monétaire a également continué de faire ressortir des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Dans un contexte de nouvelle accélération de la croissance de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé a atteint des niveaux supérieurs à 10 %. Les prêts aux ménages, en particulier les prêts au logement, et les prêts aux sociétés non financières ont notamment continué d'enregistrer une progression très soutenue. Ces évolutions ont confirmé que l'effet stimulant du bas niveau des taux d'intérêt demeurerait le

principal facteur à l'origine du rythme tendanciel élevé d'expansion monétaire.

Dans l'ensemble, le recouplement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire a confirmé l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Par conséquent, le 8 juin, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever à nouveau les taux directeurs de 25 points de base. Le Conseil des gouverneurs a souligné qu'un nouvel ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire demeurerait justifié si ses hypothèses et son scénario de référence se confirmaient.

En juin et juillet 2006, les données disponibles ont encore confirmé l'évaluation du Conseil des gouverneurs selon laquelle la croissance économique avait enregistré une embellie qui s'était généralisée au premier semestre de l'année. Les indicateurs du climat économique sont restés très bien orientés et la croissance de l'emploi est restée robuste. De plus, les conditions sont demeurées réunies pour que le PIB en volume de la zone euro progresse à un rythme proche de son potentiel. En revanche, les taux d'inflation sont demeurés nettement supérieurs à 2 % en juin et juillet et devaient, selon les prévisions, rester supérieurs à ce niveau, en moyenne, en 2006 et 2007, les risques pesant sur ces perspectives étant toujours orientés à la hausse. Compte tenu de la vigueur persistante de la croissance monétaire dans un contexte de liquidité déjà abondante, l'analyse monétaire a confirmé les signaux en provenance de l'analyse économique indiquant l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. En vue de contenir ces risques et de préserver un ancrage solide des anticipations d'inflation à plus long terme, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 3 août 2006, de procéder à un nouveau relèvement des taux directeurs de la BCE de 25 points de base. Il a également souligné la nécessité de continuer à suivre très attentivement l'ensemble des évolutions pour veiller à ce que les risques pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent pas.

Au cours du troisième trimestre, les informations reçues relatives à l'activité économique dans la zone euro ont confirmé qu'une nette accélération de la croissance était intervenue les trimestres précédents. Sur la base de données révisées, l'activité avait progressé en moyenne de 0,7 % en rythme trimestriel du troisième trimestre 2005 au deuxième trimestre 2006, atteignant ainsi un niveau bien supérieur à la plupart des estimations de son taux potentiel. En outre, le taux de chômage était en recul, la croissance de l'emploi s'était renforcée et les perspectives d'emploi ressortant des données d'enquête étaient demeurées favorables. Les indicateurs disponibles pour le troisième trimestre 2006 ont confirmé l'évaluation selon laquelle l'activité économique continuerait de progresser à un rythme soutenu, tout en étant susceptible de se ralentir par rapport aux taux de croissance très élevés enregistrés au premier semestre de l'année. Dans l'ensemble, les conditions demeuraient réunies pour que l'économie de la zone euro progresse fortement, à un rythme proche de son potentiel. En conséquence, dans les projections macroéconomiques des services de la BCE de septembre 2006, les fourchettes de croissance du PIB en volume en 2006 et 2007 ont été révisées en hausse par rapport aux projections précédentes établies par les services de l'Eurosystème, pour s'établir entre 2,2 % et 2,8 % en 2006 et entre 1,6 % et 2,6 % en 2007, reflétant principalement la croissance plus forte que prévu enregistrée au premier semestre de l'année.

L'IPCH a continué de progresser à un rythme supérieur à 2 % en juillet et en août et, selon les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en septembre, l'inflation annuelle moyenne devait s'établir entre 2,3 % et 2,5 % en 2006 et entre 1,9 % et 2,9 % en 2007. Ces projections correspondaient à des révisions en hausse. La fourchette pour 2006 est passée dans la partie supérieure de celle publiée dans les projections de l'Eurosystème de juin et la fourchette pour 2007 s'est également légèrement déplacée vers le haut, principalement en raison de la révision en hausse des hypothèses de projection relatives aux cours du

pétrole. La situation a légèrement évolué fin septembre en raison d'un recul significatif des cours du pétrole en août et septembre et d'effets de base favorables, ce qui a entraîné un fléchissement prononcé des taux d'inflation globale, revenus en deçà de 2 % à compter de septembre. Toutefois, de l'avis général, il était probable que l'inflation reprendrait sa progression pour dépasser 2 % vers fin 2006 et début 2007, principalement sous l'incidence de la hausse des impôts indirects et, dans une moindre mesure, d'effets de base défavorables. Le Conseil des gouverneurs a estimé probable que le taux annuel d'inflation mesuré par l'IPCH afficherait un degré élevé de volatilité à court terme mais que, en moyenne, l'inflation demeurerait supérieure à 2 % en 2006 et 2007. Les risques pesant sur la stabilité des prix ont été considérés comme nettement orientés à la hausse, ce qu'a confirmé le recoupement avec l'analyse monétaire.

Au vu de ces évolutions, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 5 octobre 2006, de relever une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. Le Conseil des gouverneurs a souligné que la poursuite de l'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire demeurerait justifiée si son scénario de référence continuait de se confirmer.

Les informations disponibles, en particulier le niveau élevé des indicateurs ressortant de données d'enquête pour le quatrième trimestre 2006, ont conforté le raisonnement sous-tendant la décision du Conseil des gouverneurs de relever les taux directeurs en octobre. Elles ont également de nouveau confirmé le diagnostic selon lequel l'activité économique continuait à progresser à un rythme soutenu, la demande intérieure demeurant le principal moteur de la croissance au troisième trimestre. Cela a confirmé la généralisation attendue de la reprise et souligné que l'expansion économique dans la zone euro était de plus en plus induite par des facteurs endogènes. Pour 2007, les conditions demeuraient réunies pour que l'économie de la zone euro progresse fortement, à un rythme

proche de son potentiel. Même si une certaine volatilité était susceptible d'affecter les taux trimestriels au tournant de l'année, imputable à l'incidence de modifications de la fiscalité indirecte, les perspectives à moyen terme concernant l'activité économique restaient favorables. Cette perspective s'est également reflétée dans les projections macroéconomiques de décembre 2006 établies par les services de l'Eurosystème, qui contenaient des révisions en hausse des projections de la BCE de septembre, traduisant essentiellement l'hypothèse d'un recul des prix de l'énergie et son incidence sur le revenu disponible réel. Selon les projections, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 1,7 % et 2,7 % en 2007 et entre 1,8 % et 2,8 % en 2008.

S'agissant de l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH est demeurée inférieure à 2 % au troisième trimestre 2006. Compte tenu des révisions en baisse des hypothèses relatives aux prix de l'énergie, la fourchette définie pour l'IPCH en 2007 dans les projections macroéconomiques de décembre des services de l'Eurosystème a été un peu inférieure à celle établie en septembre par la BCE. Selon les projections, l'IPCH annuel moyen devait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 1,5 % et 2,5 % en 2007 et entre 1,3 % et 2,5 % en 2008. Des risques à la hausse ont continué de peser sur ces perspectives d'évolution des prix. En outre, le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire a confirmé le diagnostic de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 7 décembre 2006, de relever de nouveau les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. Il a déclaré que, même après cette augmentation des taux d'intérêt, la politique monétaire de la BCE restait accommodante, compte tenu du niveau toujours bas des taux d'intérêt directeurs de la BCE, de la vigueur de la croissance de la monnaie et de celle du crédit et de la liquidité abondante dans

la zone euro au regard de l'ensemble des indicateurs pertinents. Le Conseil des gouverneurs a ainsi exprimé l'opinion selon laquelle il convenait d'agir de manière résolue et en temps opportun pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Il a également indiqué qu'il suivrait très attentivement l'ensemble des évolutions pour éviter que les risques pour la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent.

2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

LA CROISSANCE MONDIALE S'EST RALENTIE TOUT EN DEMEURANT VIGOREUSE

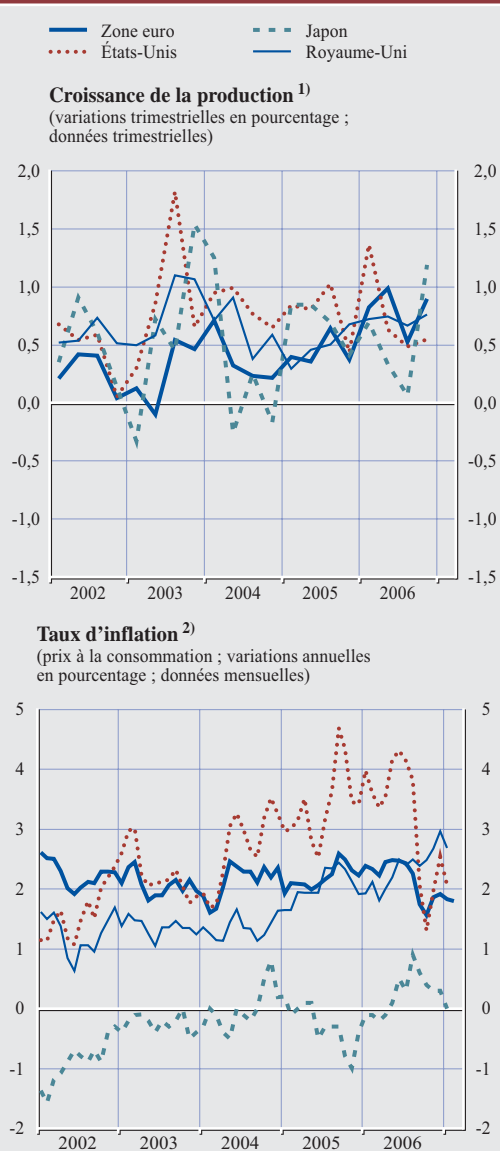
En 2006, l'économie mondiale a continué de progresser à un rythme soutenu, en dépit d'un mouvement graduel de repli. La croissance vigoureuse observée dans toutes les grandes régions au premier semestre de l'année a cédé le pas à un certain ralentissement au second semestre, notamment aux États-Unis (cf. graphique 2). Dans l'ensemble, la croissance mondiale est toutefois demeurée à des niveaux très proches de ceux qui avaient été atteints en 2004 et en 2005, portée tout particulièrement par la persistance de conditions de financement favorables, la vigueur des bénéfices et de substantielles améliorations des bilans des entreprises dans la plupart des économies du monde. De plus, la croissance robuste enregistrée dans plusieurs grandes économies émergentes, associée à une forte activité commerciale, a contribué au rythme soutenu de l'expansion mondiale. Même si la croissance est devenue plus équilibrée entre les principales économies industrialisées, les déséquilibres extérieurs internationaux ont eu tendance à se creuser encore, essentiellement en raison des excédents commerciaux énergétiques des pays exportateurs de pétrole.

Les cours des produits pétroliers sont demeurés à des niveaux élevés en 2006. Après avoir atteint un pic historique de 78 dollars américains par baril de *Brent* début août, le cours des produits pétroliers a fléchi, revenant aux alentours de 60 dollars américains en décembre, soit le niveau en vigueur fin 2005. En 2006, la hausse globale des prix à la consommation, qui reflète dans une large mesure les évolutions des prix de l'énergie, a atteint un sommet durant l'été, avant de refluer. Les tensions inflationnistes sous-jacentes sont dans l'ensemble restées relativement contenues en 2006 dans la plupart des pays. Les taux d'inflation mondiaux sont globalement demeurés très proches des niveaux enregistrés en 2004 et en 2005. La hausse de l'IPC global annuel des pays membres

de l'OCDE a atteint 2,6 % pour l'ensemble de l'année, et l'inflation annuelle hors alimentation et énergie s'est établie à 2,0 %.

Aux États-Unis, le taux de croissance annuel du PIB réel a été, pour l'ensemble de 2006, de

Graphique 2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées



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

3,3 %. L'activité économique s'est toutefois ralentie en cours d'année, et la croissance du PIB est revenue sous sa croissance potentielle. Ce fléchissement était dans une large mesure imputable à une diminution de l'investissement résidentiel, alors que la croissance des dépenses de consommation privée s'est maintenue. Même si elles ont pâti du tassement du marché immobilier et du niveau élevé des prix de l'énergie, les dépenses des ménages ont été soutenues par l'augmentation vigoureuse des revenus du travail et par les conditions de financement favorables. L'investissement non résidentiel a vivement progressé, grâce aux conditions de financement favorables et à la rentabilité élevée des entreprises. La contribution des exportations nettes à la croissance a été nulle en 2006.

Les déséquilibres externes se sont approfondis en 2006 par rapport à 2005. L'aggravation du déficit commercial a été la principale cause de cette détérioration, traduisant la forte hausse de la consommation des ménages. Les exportations ont néanmoins montré quelques signes de redressement, consécutivement à la vigueur de la croissance économique dans le reste du monde et à la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar américain.

Aux États Unis, le taux de variation annuel de l'IPC s'est établi, pour l'ensemble de 2006, à 3,2 %. La hausse des prix à la consommation s'est accentuée au premier semestre de l'année en raison d'une forte utilisation des capacités de production, de hausses sensibles des prix de l'énergie et d'une accélération de la composante de l'IPC ayant trait à l'équivalent du loyer pour les propriétaires. Après avoir atteint un sommet durant l'été, les tensions inflationnistes se sont atténuées, et la hausse annuelle de l'IPC s'est établie à 2,5 % en décembre. Le taux de l'inflation annuelle hors énergie et alimentation a présenté une évolution globalement similaire, atteignant 2,9 % en septembre, soit son niveau le plus élevé depuis dix ans, avant de se réduire progressivement. Il est possible que les taux plus faibles d'inflation enregistrés en fin d'année aient reflété le relâchement des tensions

sous-jacentes sur les prix à la suite du ralentissement de la croissance de la demande globale et de la baisse des prix de l'énergie.

Durant le premier semestre de 2006, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) du Système fédéral de réserve a relevé le taux objectif des fonds fédéraux de 100 points de base au total par quatre hausses successives de 25 points de base, qui l'ont porté à 5,25 % le 29 juin. Même s'il a maintenu inchangé son objectif du taux directeur tout au long du reste de l'année, le FOMC a à plusieurs reprises indiqué dans ses déclarations que des risques inflationnistes subsistaient mais que tout nouveau resserrement de l'orientation de sa politique dépendrait de l'évolution des perspectives macroéconomiques. S'agissant de la politique budgétaire américaine, le déficit de l'administration fédérale pour l'exercice 2006 a baissé par rapport à celui de 2005, principalement en raison d'une hausse du produit de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu. Selon des estimations des services budgétaires du Congrès, le déficit budgétaire fédéral s'est établi à 1,9 % du PIB au cours de l'exercice 2006.

Au Japon, le redressement économique s'est poursuivi en 2006, et la croissance du PIB réel a atteint 2,2 %, contre 1,9 % en 2005. La progression du PIB est demeurée supérieure à la croissance potentielle pour la troisième année consécutive. L'activité économique a été portée par une rapide expansion de l'investissement privé non résidentiel et la vigueur persistante des exportations. La robustesse de l'investissement non résidentiel est principalement imputable aux conditions de financement favorables, à l'augmentation des bénéfices des entreprises et à la grande confiance des chefs d'entreprise. Globalement, le redressement de la demande intérieure a été soutenu, nonobstant un ralentissement sensible de la croissance de la consommation privée en 2006 par rapport à l'année précédente. Les exportations ont bénéficié de l'affaiblissement du yen et de l'accroissement de la demande de machines et d'équipements. Reflétant l'amélioration des bilans des banques

japonaises et leur capacité retrouvée à prendre des risques de même que les effets de la reprise en cours, les prêts bancaires ont augmenté en 2006 pour la première fois depuis dix ans.

Les craintes de déflation ont continué de s'atténuer au Japon en 2006. Le rythme annuel de variation des prix à la consommation est redevenu positif en cours d'année. L'inflation est toutefois restée modérée, eu égard à la persistance des pressions à la baisse, notamment au niveau des salaires. Pour l'ensemble de l'année, la variation annuelle des prix à la consommation s'est établie à 0,3 %, contre -0,3 % en 2005. En mars 2006, la Bank of Japan a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif, en place depuis mars 2001, et en juillet, elle a relevé de 0 à 0,25 % l'objectif du taux cible au jour le jour non garanti. En 2006, la Bank of Japan a procédé au retrait de l'excédent de liquidités du secteur bancaire, et le montant des soldes des comptes courants des banques privées japonaises auprès de la Bank of Japan s'est sensiblement réduit, revenant de 31 000 milliards de yens en mars à environ 10 000 milliards de yens à la fin de l'année.

Dans les pays émergents d'Asie, la croissance est demeurée soutenue en 2006 en raison de la vigueur de la demande intérieure, en particulier dans les plus grandes économies de la région, et ce en dépit du ralentissement de la demande extérieure au second semestre de l'année. Les mesures de resserrement de la politique monétaire prises presque partout dans la région et, après l'été, le recul des prix des produits pétroliers, ont contenu les tensions sur les prix. Les évolutions des taux de change ont été divergentes : en termes effectifs réels, les monnaies coréenne, thaïlandaise et indonésienne se sont appréciées en 2006, alors que celles d'autres pays émergents asiatiques soit se sont dépréciées (cela a été le cas dans la région à statut administratif spécial de Hong Kong et dans la province chinoise de Taiwan), soit sont demeurées globalement inchangées (comme en Chine, en Inde et en Malaisie). Dans le même temps, les réserves de change ont continué de grossir dans plusieurs économies de la région.

S'agissant plus particulièrement de la Chine, l'économie a continué de croître vivement en 2006. L'activité économique s'est accélérée au premier semestre de l'année grâce au rebond de l'industrie manufacturière, de l'immobilier et des investissements des administrations locales ainsi qu'à la vigueur des exportations. La progression de la formation brute de capital fixe et de la valeur ajoutée de l'industrie se sont légèrement ralenties au second semestre de 2006 à la suite du resserrement de la politique monétaire, en ce compris des mesures administratives, mais la croissance du PIB global est demeurée quasiment inchangée. Les tensions inflationnistes sont restées faibles mais se sont renforcées vers la fin de l'année. À la suite de l'introduction d'un régime de taux de change plus flexible en 2005, le renminbi chinois a continué de s'apprécier progressivement mais constamment vis-à-vis du dollar américain en 2006, alors qu'il s'est déprécié vis-à-vis de l'euro. L'excédent du compte de transactions courantes a dépassé le niveau record précédent atteint en 2005, contribuant à l'augmentation des réserves de change de la Chine, qui ont atteint un niveau cumulé de plus de 1 000 milliards de dollars américains.

En Amérique latine, la croissance économique, soutenue par un environnement extérieur toujours favorable (en ce compris les prix élevés des matières premières de la région destinées à l'exportation) et une demande intérieure robuste, est demeurée dynamique. Parmi les principales économies d'Amérique latine, l'Argentine a continué d'afficher des taux de croissance économique réelle élevés, même si la persistance d'une inflation importante a représenté un défi pour les autorités. Le rythme de la croissance économique dans les économies avancées de la région, que sont le Brésil et le Mexique, a été plus modéré, quoique toujours vigoureux, en particulier dans ce dernier pays, tandis que l'inflation a été contenue. Nombre d'économies d'Amérique latine ont continué de tirer profit des conditions de financement extérieur toujours favorables pour s'engager dans des opérations actives de gestion de leur dette, en partie au travers de rachats fermes et

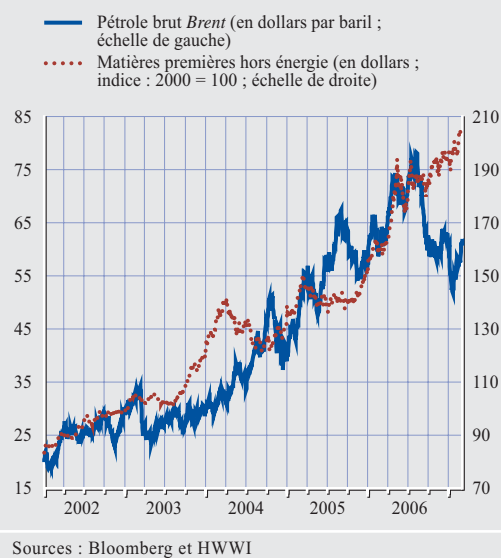
de *swaps*, dans une tentative de réduire les coûts du service de la dette et d'en améliorer l'échéancier. Associé à un affermissement des fondamentaux économiques, cela a permis de réduire davantage encore les vulnérabilités financières dans l'ensemble de la région.

LES ÉVOLUTIONS DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2006

Les prix des produits pétroliers se sont inscrits en nette hausse durant la majeure partie de 2006 (cf. graphique 3), et le cours du *Brent* a atteint un nouveau record historique de 78 dollars américains le baril au début du mois d'août (soit un prix supérieur d'environ 35 % à celui en vigueur au début de l'année). Les cours du pétrole ont ensuite toutefois sensiblement baissé, revenant, dans un contexte de grande volatilité, à 61 dollars américains à la fin de l'année. Le prix moyen du baril de *Brent* s'est élevé à 65 dollars américains en 2006, soit approximativement 20 % de plus que la moyenne de l'année précédente.

La croissance de la demande mondiale de pétrole, qui avait provoqué dès mi-2003 des goulets d'étranglement tout au long de la chaîne de production, s'est quelque peu ralentie en 2006 par rapport aux années précédentes. Ce ralentissement est essentiellement imputable au fléchissement de la demande de pétrole de la part des pays de l'OCDE, qui a partiellement neutralisé la hausse de la demande en provenance des pays hors OCDE, en particulier de la Chine. Les prix ont toutefois été soutenus par d'autres facteurs qui se sont fait jour du côté de l'offre. Plus particulièrement, la flambée des cours du pétrole observée au cours des sept premiers mois de l'année a principalement été le reflet de perturbations au niveau de la production et d'un renforcement des inquiétudes quant à la sécurité de l'offre de pétrole à l'avenir alors même que les caractéristiques fondamentales du marché du pétrole étaient déjà tendues. Ces craintes ont été avivées par la persistance des tensions géopolitiques au Moyen-Orient – en particulier en ce qui concerne l'impasse nucléaire en Iran et l'éclatement de combats entre Israël et le Liban.

Graphique 3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières



Après avoir atteint un sommet début août, les prix des produits pétroliers se sont toutefois sensiblement repliés à mesure que l'éloignement de la menace d'ouragans dans le Golfe du Mexique, la détente perceptible au niveau géopolitique et la réduction des tensions sur le marché de l'essence atténuaient les pressions sur les marchés pétroliers. La baisse des prix a incité l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) à annoncer en octobre une diminution de la production de 1,2 million de barils par jour à partir de novembre, annonce qui a été suivie en décembre par la décision de réduire encore la production de 0,5 million de barils par jour à partir de février 2007. Un début d'hiver inhabituellement clément dans la plus grande partie de l'hémisphère nord, lequel a eu un effet modérateur sur la demande de combustibles de chauffage, et le respect partiel par l'OPEP de la diminution annoncée ont toutefois quelque peu exercé des pressions à la baisse sur les prix vers la fin de 2006 et surtout au début de janvier 2007. Les prix ont rebondi durant la seconde quinzaine de janvier, reflétant l'arrivée et la persistance de conditions climatiques hivernales dans l'hémisphère nord et l'augmentation de la demande qui en a résulté,

la réduction de la production par l'OPEP et le ravivement des tensions géopolitiques.

Les prix des matières premières autres que l'énergie se sont considérablement accrus tout au long de 2006, dans un contexte de relative volatilité. Les prix des matières premières hors énergie, mesurés par l'indice du HWWI (cf. graphique 3), se sont envolés au premier semestre de l'année, portés principalement par la hausse des prix des métaux. La vigueur de la demande émanant des économies émergentes d'Asie, en particulier de la Chine, le niveau élevé des prix de l'énergie, la croissance limitée de la production et le faible niveau des stocks ont poussé les cours de la plupart des métaux industriels à la hausse. Après avoir atteint un sommet en mai, les prix des matières premières hors énergie ont quelque peu baissé mais sont néanmoins depuis lors demeurés élevés au regard des évolutions passées. La majoration des prix dans le secteur agricole a elle aussi contribué à la cherté des matières premières non énergétiques vers la fin de l'année. Globalement, les prix des matières premières hors énergie (libellés en dollar américain) se sont accrus en moyenne d'environ 26 % en 2006 par rapport à l'année précédente. Début 2007, les cours des matières premières non énergétiques ont poursuivi leur ascension, et l'indice des prix total a atteint un nouveau sommet nominal vers la fin février.

2.2. LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LA CROISSANCE DE M3 A CONTINUÉ DE SE RENFORCER, PRINCIPALEMENT TIRÉE PAR LE BAS NIVEAU DES TAUX D'INTÉRÊT ET PAR LA REPRISE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

En 2006, la croissance monétaire a continué de se renforcer, atteignant à la fin de l'année le taux annuel le plus élevé enregistré depuis le début de la phase III de l'UEM. La forte croissance de M3 a été principalement tirée par le bas niveau des taux d'intérêt et par la vigueur de l'activité économique dans la zone euro, laquelle a également soutenu la progression vigoureuse

des crédits au secteur privé. Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt a commencé à affecter les évolutions monétaires au cours de l'année, bien que principalement par le biais d'une substitution entre les composantes de M3 plutôt que par une réduction de la croissance globale de M3. Dans l'ensemble, la poursuite du raffermissement de la croissance monétaire a contribué à conforter les conditions de liquidité déjà abondante dans la zone euro. Combiné à une forte expansion du crédit, ce raffermissement témoigne d'une augmentation des risques affectant la stabilité des prix sur un horizon de moyen à long terme.

Après s'être ralentie au quatrième trimestre de 2005, la croissance de M3 s'est accélérée durant les premiers mois de 2006, avec un taux annuel de croissance de 8,6 % au deuxième trimestre. La croissance annuelle de M3 s'est ensuite temporairement ralentie au troisième trimestre, avant de se renforcer à nouveau au quatrième trimestre, pour s'établir à 9 %. Les 9,8 % atteints en décembre représentent le taux de croissance annuel le plus élevé enregistré depuis le début de la phase III de l'UEM. De façon générale, les évolutions de la croissance annuelle de M3 se sont caractérisées par une volatilité relativement élevée en 2006. Celle-ci s'est également manifestée dans la dynamique à plus court terme de M3 (c'est-à-dire les taux de croissance annualisés à un mois, à trois mois et à six mois), ce qui implique que la variabilité du taux annuel n'était pas liée principalement à des effets de base.

En ce qui concerne les évolutions des composantes de M3, l'expansion des dépôts à vue inclus dans l'agrégat monétaire étroit M1 a fourni, au premier semestre de 2006, la contribution la plus importante à la croissance annuelle de M3, comme cela avait été le cas en 2005. Au second semestre de l'année, en revanche, ce sont les dépôts à terme (qui sont inclus dans l'agrégat plus large M2, mais pas dans M1) qui ont fourni la contribution la plus importante. S'agissant des contreparties de M3, la vigueur de l'expansion monétaire en 2006 a été tirée par la croissance robuste des créances

des IFM sur le secteur privé, laquelle a toutefois commencé à se ralentir légèrement à la fin de l'année. En même temps, le net recul de la position créditrice nette des IFM observé jusqu'à la fin de 2005 s'est résorbé durant les premiers mois de 2006. Vers la fin de l'année, on a enregistré des hausses significatives des flux de créances nettes des IFM sur les non-résidents, qui semblent avoir contribué à la poursuite de l'accélération de la croissance annuelle de M3.

Globalement, les évolutions observées en 2006 suggèrent que la croissance monétaire soutenue a été essentiellement tirée par le bas niveau des taux d'intérêt et par la vigueur de l'activité économique dans la zone euro. Ces évolutions dynamiques peuvent être considérées comme la poursuite de la tendance à la hausse de la croissance monétaire perceptible depuis la mi-2004, laquelle a reflété la progression constante du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé (cf. graphique 4). Cela suggère que les facteurs qui sous-tendent la croissance soutenue de M3 au cours de ces dernières

années, y compris en 2006, semblent être différents des facteurs à l'origine de la nette progression enregistrée entre 2001 et le début de 2003. Dans ce dernier cas, les arbitrages de portefeuille effectués au profit des actifs monétaires et résultant de l'incertitude géopolitique, économique et financière accrue prévalant à ce moment ont constitué le principal facteur à l'origine de l'expansion monétaire, alors que la croissance des prêts au secteur privé est restée contenue. Considérée sous cet angle, la vigueur actuelle de la croissance de M3 pourrait constituer une source de préoccupations plus importante en termes d'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix que la croissance enregistrée entre 2001 et le début de 2003.

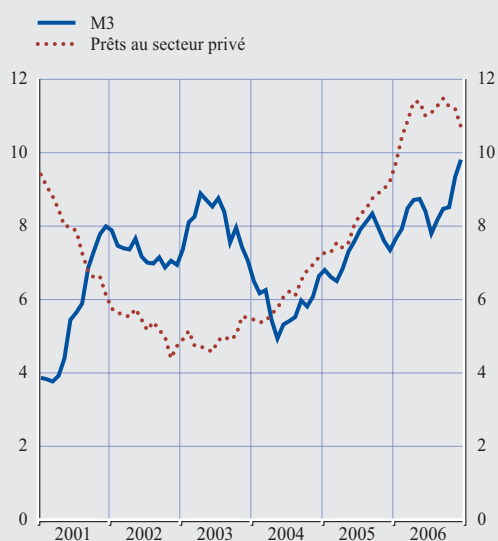
ÉVOLUTIONS DIFFÉRENTES DES PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Au niveau des composantes, le taux de croissance annuel de M1 a diminué de manière significative en 2006, malgré une légère hausse à la fin de l'année : il est revenu de 10,3 % en janvier à 7,5 % en décembre (cf. graphique 5). Sa contribution à la croissance annuelle de M3 est toutefois restée significative, même si elle est retombée à 3,5 points de pourcentage à la fin de 2006. Parmi les actifs liquides inclus dans M1, le taux de croissance annuel de la détention de monnaie fiduciaire est revenu de 13,5 % en janvier à 11,1 % en décembre, en ligne avec les anticipations relatives à la poursuite du processus d'ajustement à long terme de la détention de billets et de pièces à la suite du passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002. Néanmoins, le principal facteur à l'origine du net repli de la croissance de M1, particulièrement au second semestre de l'année, a été le ralentissement important de la croissance annuelle des dépôts à vue, qui est revenue de 9,7 % en janvier 2006 à 6,9 % en décembre 2006.

En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) s'est considérablement renforcé au cours de 2006, passant de 6,4 % en janvier à 11,8 % en décembre. La contribution de ces

Graphique 4 M3 et prêts au secteur privé

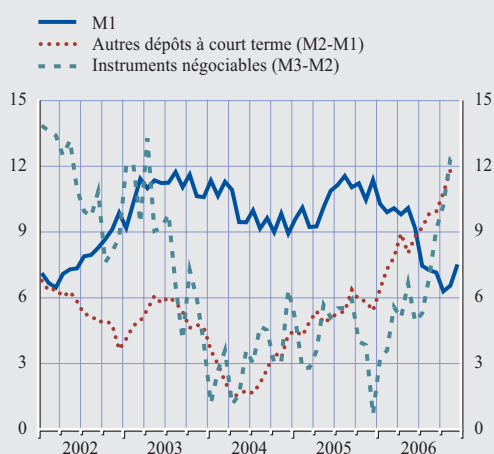
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique 5 Principales composantes de M3

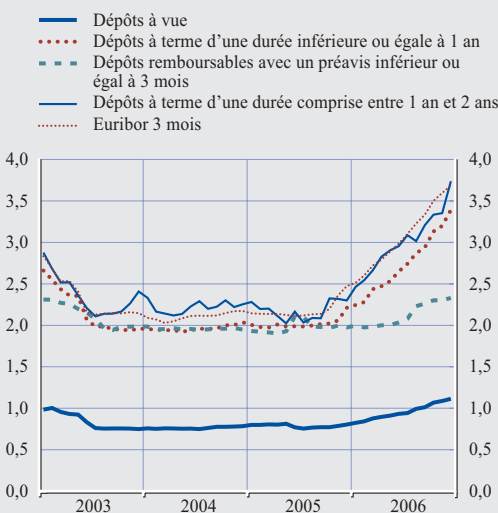
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique 6 Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et aux instruments négociables

(en pourcentage annuel)



Source : BCE

autres dépôts à court terme à la croissance annuelle de M3 a atteint 4,3 points de pourcentage à la fin de 2006, faisant d'eux le contributeur le plus important. Cette contribution plus importante compense et au-delà la contribution plus faible de M1 et reflète une hausse significative du taux de croissance annuel des dépôts à terme de courte durée (c'est-à-dire les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans). Ceux-ci ont progressé de 27,3 % durant l'année jusqu'en décembre, constituant de loin le taux de croissance le plus élevé de cette composante de M3 depuis le début des séries en 1998. En revanche, la croissance annuelle des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) s'est sensiblement ralenti au cours de l'année.

Les évolutions divergentes en 2006 de la dynamique des dépôts à court terme inclus dans M3 s'expliquent dans une large mesure par les écarts grandissants entre la rémunération des dépôts à terme (qui a augmenté globalement en ligne avec les taux d'intérêt du marché monétaire depuis la fin de 2005) et celle des

dépôts à vue (qui, conformément à leur profil historique, ont réagi plus lentement et plus modérément à la hausse des taux du marché) (cf. graphique 6). Cela a favorisé une réorientation au détriment des dépôts à vue et au profit des dépôts à terme, entraînant une réduction de la croissance de M1, mais n'exerçant qu'une faible influence sur la croissance de M3 dans son ensemble. Globalement, ces évolutions ont montré que les hausses des taux directeurs de la BCE depuis décembre 2005 ont eu une incidence non négligeable sur les évolutions monétaires en 2006, même si c'est principalement sous la forme d'une substitution entre les composantes de M3 plutôt qu'en limitant la croissance de M3.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables (M3-M2) s'est aussi nettement accéléré en 2006, atteignant 12,4 % en décembre 2006, contre 3,2 % en janvier 2006 (cf. graphique 5). En conséquence, la contribution des ces instruments à la croissance annuelle de M3 a grimpé à 1,7 point de pourcentage à la fin de 2006, quoique cela ait recouvert des évolutions assez divergentes des sous-composantes. Le taux de croissance

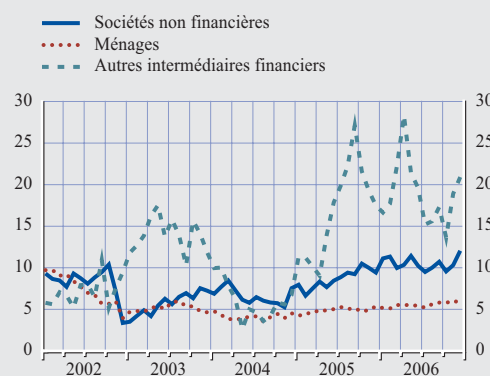
annuel des titres d'OPCVM monétaires a été légèrement négatif au premier semestre de 2006, avant de redevenir positif au deuxième semestre. Le renforcement de la croissance des titres d'OPCVM monétaires au cours de l'année pourrait refléter une normalisation partielle de la demande relative à ces instruments, après une longue période de croissance exceptionnellement faible, étant donné que les arbitrages de portefeuilles (qui avaient résulté en une détention excessive de ces actifs entre 2001 et le début de 2003, période d'incertitude économique et financière accrue) se sont inversés, les investisseurs se tournant vers des instruments plus liquides.

La demande de titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans a sensiblement progressé en 2006, représentant l'essentiel de la contribution croissante des instruments négociables à la croissance annuelle de M3. Les taux de croissance élevés de ces titres de créance à court terme ont été partiellement liés aux hausses des taux d'intérêt à court terme au cours de l'année. Les titres de créance à court terme sont principalement émis à taux variables, une caractéristique qui permet aux investisseurs de bénéficier d'augmentations des taux d'intérêt avant l'échéance du titre¹. Le taux de croissance annuel des opérations de pension s'est aussi quelque peu renforcé entre le premier et le second semestre de 2006, dans le contexte d'une importante volatilité à court terme.

Une ventilation sectorielle des dépôts à court terme et des pensions (c'est-à-dire l'agrégation la plus large des composantes de M3 pour laquelle des informations fiables sont disponibles par secteur détenteur) fait apparaître que les ménages sont restés les principaux contributeurs à la croissance monétaire vigoureuse observée en 2006. Cela reflète la part importante du secteur des ménages dans le stock total de ces dépôts à court terme. Le taux de croissance annuel des avoirs monétaires des ménages a affiché une tendance à la hausse continue depuis le début de 2004, malgré des rendements élevés sur les actifs concurrents (tels que actions et immobilier) au cours des

Graphique 7 Dépôts à court terme des IFM et pensions du secteur privé

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



Source : BCE

Notes : Le secteur déclarant englobe les IFM à l'exclusion de l'Eurosystème. En outre, les engagements monétaires de l'administration centrale (Poste, Trésor) ne sont pas compris.

dernières années (cf. graphique 7) ; ce taux est toutefois resté nettement inférieur aux taux de croissance des autres secteurs privés détenteurs de monnaie.

En 2006, le taux de croissance annuel des avoirs monétaires des sociétés non financières a atteint un niveau proche de 10 %, représentant environ un quart de la croissance vigoureuse des dépôts à court terme et des opérations de pension. Une rentabilité élevée, des investissements importants de la part des entreprises et une activité soutenue d'opérations de fusion et acquisition ont été les principaux facteurs à l'origine de la forte demande d'actifs liquides émanant des entreprises².

La volatilité relativement élevée de la croissance globale de M3 en 2006 a été principalement le fait des évolutions des dépôts des intermédiaires financiers non monétaires à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension (les « autres intermédiaires financiers » ou AIF). Au

1 Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Évolution des titres de créance à court terme au sein de M3* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2007

2 Cf. également l'article intitulé *Déterminants et évolution récente des encaisses monétaires par secteurs* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2006

cours de la dernière décennie, les AIF sont devenus des détenteurs beaucoup plus importants d'actifs monétaires. Cette évolution est liée à la déréglementation et à la libéralisation financières ainsi qu'au développement de marchés de titres de créance plus profonds et plus liquides, qui y est lié. L'importance croissante des AIF s'est fait sentir particulièrement depuis la mi-2004 (cf. encadré 1 pour une discussion du rôle accru des AIF dans la dynamique monétaire).

Encadré 1

LE RÔLE DES AUTRES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE MONÉTAIRE

L'importance que revêtent les encaisses monétaires des intermédiaires financiers non monétaires dans l'analyse des évolutions monétaires a sensiblement augmenté au cours de la dernière décennie¹. Ce constat se vérifie particulièrement pour le secteur des « autres intermédiaires financiers » (AIF), à savoir les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension. L'importance accrue du secteur des AIF dans l'analyse monétaire reflète en partie la libéralisation et l'innovation financières ainsi que l'émergence, qui y est associée, de marchés de titres plus profonds et plus liquides. Elle est surtout manifeste depuis la mi-2004, comme le montrent ses contributions au taux de croissance annuel des dépôts à court terme comprenant les opérations de pension (dénommés ci-après dépôts inclus dans M3). Il s'agit du niveau d'agrégation le plus large des composantes de M3 pour lequel une ventilation par secteur est disponible. En 2006, la contribution du secteur des AIF au taux de croissance annuel moyen de 8,1 % s'élevait à 1,8 point de pourcentage. Le présent encadré traite, dans ce contexte, du rôle joué par les AIF dans la dynamique monétaire au cours des dernières années.

La nature du secteur des AIF et sa demande de monnaie

L'activité principale des AIF consiste à fournir des services financiers aux ménages et aux sociétés non financières et/ou à intervenir sur les marchés financiers en leur nom. Le secteur des AIF comprend également les institutions créées par les IFM pour faciliter la titrisation des prêts sur leur bilan. Le secteur des AIF est donc hétérogène, regroupant un certain nombre d'entités très différentes, telles que les fonds de placement, les sociétés dont l'activité consiste à octroyer des prêts, les sociétés de crédit-bail, les sociétés d'affacturage, les véhicules *ad hoc* (*financial vehicle corporations* – FVC), les opérateurs sur titres et produits dérivés. Cette hétérogénéité influe sur la relation financière entre les AIF et les IFM, et donc sur la physionomie des encaisses monétaires des AIF. Alors que les sociétés de crédit-bail sont généralement des emprunteurs nets au secteur des IFM, les fonds de placement et les sociétés d'affacturage sont traditionnellement des déposants nets. La position nette par rapport aux IFM des autres institutions appartenant au secteur des AIF, comme les véhicules *ad hoc*, est moins évidente.

La demande de monnaie des AIF reflète des choix de portefeuille et est dès lors déterminée par les taux de rendement relatifs disponibles sur la monnaie, les obligations, les actions et les actifs

¹ Cf. l'article intitulé *Déterminants et évolution récente des encaisses monétaires par secteurs* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2006

réels (comme le capital physique, les matières premières et les terrains). En outre, la demande de monnaie des AIF est généralement étroitement liée au besoin de régler des opérations financières, plutôt qu'à l'achat de biens et de services.

Dépôts et prêts des IFM détenus par les AIF

Afin d'évaluer la manière dont la nature des AIF et leurs motivations pour détenir de la monnaie se reflètent dans les évolutions monétaires, il est utile d'examiner leurs contributions aux évolutions des composantes de M3 (dépôts à court terme et opérations de pension) et des contreparties de M3 (dépôts à plus long terme et prêts des IFM).

S'agissant tout d'abord des composantes de M3, le lien étroit existant entre les dépôts détenus par les AIF et les évolutions des marchés de capitaux se traduit dans la part considérable des opérations de pension dans l'ensemble de leurs avoirs en dépôts inclus dans M3. Les opérations de pension représentent près d'un quart de l'ensemble des avoirs en dépôts du secteur des AIF inclus dans M3, soit une part nettement plus importante que celle du secteur privé non financier. Les opérations de pension sont réalisées pour emprunter des titres et/ou pour obtenir des liquidités. De nombreuses stratégies d'ingénierie financière moderne utilisées par les investisseurs institutionnels seraient difficiles à mettre en œuvre sans y recourir.

Cependant, l'importante contribution des opérations de pension au taux de croissance annuel des dépôts des AIF inclus dans M3 en 2005 (cf. graphique A) reflète également en partie le transfert des activités des établissements de crédit sur le marché monétaire du *trading* interbancaire à accès direct vers des plates-formes de *trading* électronique. Plusieurs de ces plates-formes de *trading* sont gérées par des chambres de compensation de titres et font donc partie du secteur des AIF². D'un point de vue économique, les transactions qui étaient précédemment réalisées de gré à gré entre IFM et qui sont à présent menées via une plate-forme appartenant à un AIF demeurent une activité interbancaire. D'un point de vue statistique, en revanche, elles font apparaître, sur le bilan consolidé des IFM, des positions en avoirs et en engagements vis-à-vis des AIF, y compris des rubriques qui participent à l'élargissement de M3. De telles distorsions devraient être clairement corrigées lorsqu'il s'agit d'évaluer les incidences de la croissance monétaire sur les évolutions macroéconomiques.

Plus récemment, les dépôts inclus dans M3 détenus par les AIF ont été tirés dans une plus large mesure par la détention de dépôts à court terme (dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans). Cette évolution est également manifeste pour la détention de dépôts du secteur privé non financier et devrait refléter une substitution des dépôts à vue à bas rendement par des dépôts à terme de courte durée de mieux en mieux rémunérés et dont l'échéance est légèrement plus longue. Dans le cas des AIF, la progression de la détention de ces dépôts peut être liée à l'anticipation du cadre de « Bâle II » par les IFM, en ce sens que ces dernières réalisent des titrisations synthétiques additionnelles en recourant à des véhicules *ad hoc* qui placent les fonds sous la forme de dépôts à terme durant l'opération.

S'agissant des contreparties de M3, la croissance des dépôts détenus par les AIF représente l'essentiel de la croissance annuelle des dépôts à plus long terme des IFM (environ 90 % en 2006, cf. graphique B). Elle explique donc une grande partie des évolutions des exigibilités

2 Cf. la Deutsche Bundesbank, Rapport annuel, novembre 2005

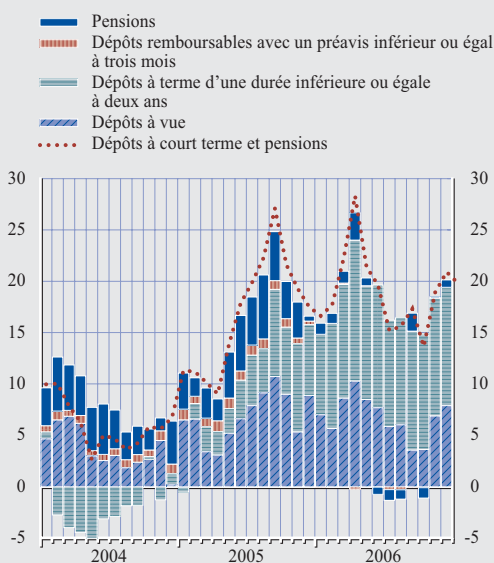
financières à plus long terme des IFM (hors capital et réserves), qui se composent de titres de créance des IFM d'une durée supérieure à deux ans et de dépôts d'une durée supérieure à deux ans ou remboursables avec un préavis de plus de trois mois. La croissance rapide des dépôts à plus long terme reflète des facteurs liés à des changements dans la nature du processus d'intermédiation financière.

Le recours croissant à la titrisation, un processus dans lequel les véhicules *ad hoc* sont étroitement impliqués, est un exemple de ces facteurs. Lorsqu'un prêt titrisé est enlevé du bilan d'une IFM pour être transféré sur le bilan d'un véhicule *ad hoc* (c'est-à-dire en cas de titrisation assortie d'une cession réelle des créances), il n'y a habituellement pas d'impact immédiat sur les évolutions des exigibilités financières à plus long terme des IFM. En revanche, lorsque le prêt titrisé demeure au bilan de l'IFM (c'est-à-dire en cas de titrisation synthétique), le risque est transféré au véhicule *ad hoc*, qui émet des titres adossés à des actifs et en investit généralement les produits dans des actifs sûrs incluant très probablement des dépôts à plus long terme des IFM ou des titres de créance à plus long terme des IFM (pour lesquels aucune information sectorielle n'est disponible)³. Les changements de réglementation, liés par exemple à l'introduction des normes comptables internationales, et ceux apportés à la fiscalité de pays

3 La question de savoir si cette opération a un impact net sur les agrégats monétaires dépend de qui est l'acquéreur du titre adossé à des actifs et de la manière dont l'achat est financé. Ainsi, si le titre adossé à des actifs est acheté par un non-résident, il en résultera en premier lieu une augmentation des dépôts du secteur des AIF et une amélioration de la position créditrice nette des IFM. Par contre, si le titre adossé à des actifs est acheté par une société d'assurance qui en finance l'acquisition avec des dépôts à court terme, et si le véhicule *ad hoc* conserve les fonds sous la forme d'actifs sûrs et très liquides, alors l'impact sera neutre sur les évolutions des agrégats monétaires.

Graphique A Dépôts à court terme et pensions des autres intermédiaires financiers non monétaires

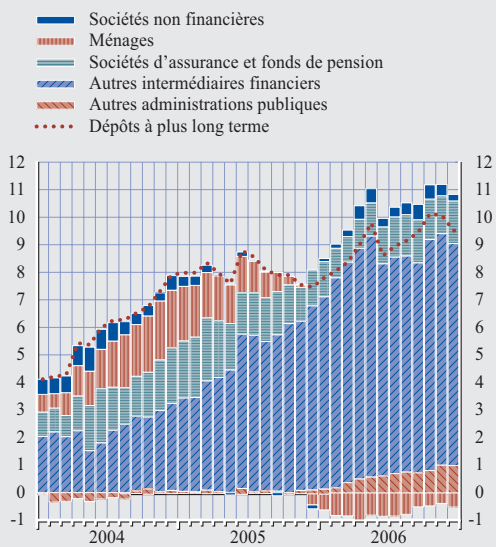
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; non ajustées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE
Notes : Le secteur déclarant est le secteur des IFM hors Eurosysteme. Le total des contributions peut ne pas correspondre en raison des écarts d'arrondis.

Graphique B Ventilation sectorielle des dépôts des IFM à plus long terme

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



Source : BCE
Notes : Le secteur déclarant est le secteur des IFM hors Eurosysteme. Le total des contributions peut ne pas correspondre en raison des écarts d'arrondis.

appartenant à la zone euro ont encouragé les IFM à réaliser plus d'opérations de titrisation synthétique ces dernières années et, partant, ont augmenté les exigibilités financières à plus long terme des IFM détenues par les AIF.

Du côté des contreparties, les AIF influencent également les évolutions monétaires par leur demande de prêts. La contribution des AIF à la croissance annuelle des prêts au secteur privé est passée d'un demi-point de pourcentage mi-2004 à 1,25 point de pourcentage dans la seconde moitié de 2006. La demande de prêts des AIF a principalement porté sur des échéances inférieures à un an et, dans une moindre mesure, sur des échéances supérieures à cinq ans (cf. graphique C). La nature à court terme des emprunts des AIF indique que ces prêts ont été en partie contractés pour combler un besoin de financement. Dans le cadre d'une titrisation synthétique, par exemple, de tels prêts à court terme peuvent être utilisés pour équilibrer les flux de revenus entre l'acquisition des actifs et la finalisation du financement à plus long terme.

Une deuxième source de forte demande de prêts à court terme de la part des AIF réside dans le transfert des activités des établissements de crédit sur le marché monétaire du *trading* interbancaire à accès direct vers des plates-formes de *trading* électronique. L'interposition d'une plate-forme de *trading* électronique conduit à la scission d'une opération de pension en deux transactions indépendantes : l'opération de pension originale et une opération en sens opposé (une « opération de prise en pension »), qui est, dans les faits, un prêt à court terme contracté par une IFM à l'égard de la plate-forme de *trading*.

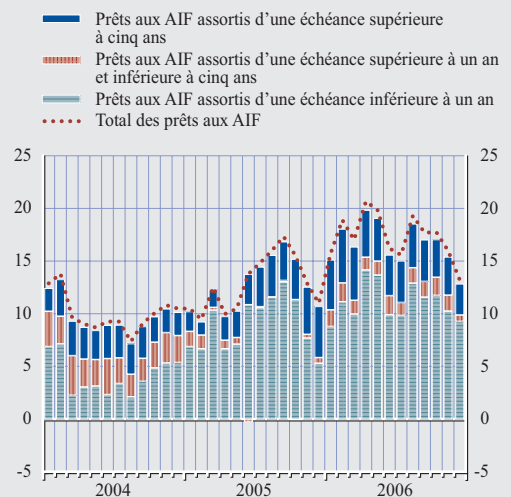
La demande de prêts à plus long terme des AIF reflète probablement les activités des sociétés financières dont l'activité consiste à octroyer des prêts au secteur non financier, bien que, dans certains cas, les véhicules *ad hoc* impliqués dans les opérations de titrisation puissent également avoir emprunté des fonds d'une échéance supérieure à cinq ans.

Implications des encaisses monétaires des AIF pour les risques pesant sur la stabilité des prix

Les encaisses monétaires des AIF ont tendance à être d'une nature quelque peu différente de celles des ménages ou des sociétés non financières. Leur lien direct avec l'évolution de l'activité économique et des prix peut dès lors apparaître moins clairement. Toutefois, le secteur des AIF ne peut pas être complètement oublié dans l'analyse des risques d'inflation résultant des évolutions monétaires, étant donné que les AIF ont une incidence sur l'évolution économique du fait de leurs liens financiers avec d'autres secteurs, à un point tel qu'ils permettent aux entreprises ou aux ménages de modifier le profil de leurs dépenses et de leur épargne. Les avoirs monétaires des AIF doivent donc très probablement contenir des informations pertinentes à

Graphique C Prêts des IFM aux autres intermédiaires financiers non monétaires

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



Source : BCE

Note : Le total des contributions peut ne pas correspondre en raison des écarts d'arrondis.

moyen et à plus long termes qui auraient été négligées si le secteur détenteur de monnaie avait été analysé sans ce groupe.

La teneur informative des agrégats monétaires repose sur le fait qu'ils résultent de processus complexes de substitution intervenant au sein d'une gamme diversifiée d'actifs et ayant une incidence sur les primes de liquidité et de risque non observables. Ces primes affectent la capacité des ménages et des entreprises à emprunter ou à prêter, c'est-à-dire à avancer ou à retarder leurs dépenses. Du fait de leur expertise acquise dans la gestion du risque, les AIF peuvent réaliser des transactions, comme fournir des liquidités en achetant des portefeuilles de prêts hypothécaires ou de prêts aux entreprises ou encore par affacturage, transactions qui sont considérées comme trop risquées par les investisseurs non spécialisés. La croissance récente des dépôts et des prêts des AIF peut, dans une certaine mesure, refléter un ajustement structurel temporaire dans le fonctionnement du système financier. Cependant, des effets cycliques liés au bas niveau des taux d'intérêt, impliquant une recherche du rendement, peuvent renforcer l'attractivité de certains investissements pourvoyeurs de liquidités pour les AIF.

Les données empiriques suggèrent que l'évolution des dépôts détenus par les AIF accroît la volatilité à court terme de la croissance monétaire et peut ainsi compliquer l'évaluation de la dynamique monétaire sous-jacente. En outre, la couverture sectorielle plus étendue de l'agrégat monétaire réduit le degré de parallélisme entre la croissance monétaire et l'inflation. Toutefois, les données empiriques indiquent également que l'évolution sous-jacente d'un agrégat monétaire plus étendu comprenant les dépôts détenus par les AIF permet d'identifier plus tôt les points d'inflexion de l'inflation⁴. Cette constatation montre que les dépôts détenus par les AIF peuvent contenir des informations non fournies par d'autres secteurs et qui sont susceptibles d'être intéressantes pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix.

En conclusion, l'importance que revêtent les AIF dans les évolutions monétaires s'est fortement accrue ces dix dernières années. La profondeur des marchés financiers mondiaux conjuguée aux processus actuels d'intégration et d'innovation financières dans la zone euro tend à montrer que leur poids continuera d'augmenter. La demande de monnaie des AIF doit dès lors être analysée et évaluée avec soin, afin d'en extraire en temps réel le signal des évolutions monétaires qui est pertinent pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix. Les seules informations fournies par les IFM ne permettent pas de réaliser complètement cette analyse et cette évaluation. Des données plus détaillées sont en cours d'élaboration.

⁴ Cf. également l'encadré intitulé *Encaisses monétaires par secteurs et contenu en information de la monnaie pour l'inflation* du *Bulletin mensuel* de la BCE de septembre 2006

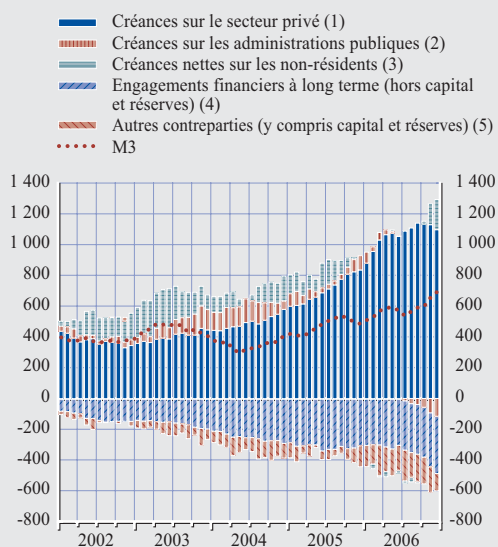
LA CROISSANCE DES CRÉANCES DES IFM SUR LE SECTEUR PRIVÉ A POURSUIVI SON ACCÉLÉRATION

En ce qui concerne les contreparties, la dynamique monétaire en 2006 a principalement reflété le net renforcement des créances des IFM sur le secteur privé (cf. graphique 8). En particulier, le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé a sensiblement progressé au début de 2006 et a ensuite oscillé autour d'une valeur légèrement supérieure à

11 % durant la majeure partie de 2006. La croissance des prêts au secteur privé a commencé à montrer quelques signes de ralentissement vers la fin de 2006, quoique à des niveaux toujours élevés. La persistance de la forte demande de prêts a été soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt, par les conditions favorables d'offre de crédit, comme l'indique l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, par la reprise de l'activité

Graphique 8 Contreparties de M3

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



Source : BCE

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

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

économique et par le dynamisme des marchés de l'immobilier dans de nombreuses régions de la zone euro. Le léger ralentissement de la croissance des prêts à la fin de l'année suggère que les hausses des taux directeurs de la BCE ont sans doute commencé à influencer progressivement la dynamique des emprunts.

Le dynamisme élevé des prêts des IFM au secteur privé a été généralisé au sein des principaux secteurs détenteurs de monnaies, bien que les évolutions sectorielles aient présenté des profils quelque peu différents au cours de l'année. Durant le premier semestre de 2006, la principale contribution à la croissance des prêts au secteur privé a reflété la demande du secteur des ménages. Néanmoins, la croissance des prêts au logement s'est ralentie à partir du mois de mai 2006 à la suite de la hausse des taux hypothécaires et de la stabilisation des marchés de l'immobilier dans certaines parties de la zone euro. En revanche,

les prêts aux sociétés non financières ont continué à s'accélérer, ce qui pourrait être lié à la persistance de la vigueur de l'investissement des entreprises et des activités de fusion et acquisition (pour plus de détails, cf. la sous-section ci-dessous relative à la demande de financement externe émanant des sociétés non financières). Par conséquent, au second semestre de l'année, la contribution la plus importante à la croissance des prêts est venue du secteur des sociétés non financières.

Parmi les autres contreparties de M3, la croissance annuelle des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) est demeurée robuste en 2006 et s'est même renforcée vers la fin de l'année.

Le flux annuel des créances nettes des IFM sur les non-résidents a fluctué dans une bande relativement étroite autour de zéro durant les trois premiers trimestres de 2006, ce qui implique que l'effet d'atténuation que le recul sensible de la position extérieure nette des IFM a exercé au second semestre de 2005 sur la dynamique annuelle de M3 s'est dissipé. Les données de la balance des paiements suggèrent que les évolutions globalement neutres de la position extérieure nette des IFM durant les trois premiers trimestres de 2006 ont masqué le renforcement progressif des investissements nets de portefeuille et des investissements directs étrangers dans la zone euro. Ce mouvement était principalement lié à l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro depuis le début de l'année, à l'appréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar américain et au rétrécissement, au cours de l'année, de l'écart de taux d'intérêt entre les États Unis et la zone euro sur la partie à court terme de la courbe des rendements.

Vers la fin de 2006, le flux annuel des créances nettes des IFM sur les non-résidents est devenu largement positif et a vraisemblablement exercé une influence à la hausse sur la croissance annuelle de M3 durant les deux derniers mois de l'année. La nette progression des entrées de

capitaux dans la zone euro vers la fin de 2006 a sans doute partiellement reflété les anticipations de renforcement du taux de change de l'euro qui prévalaient alors.

LA LIQUIDITÉ EST DEMEURÉE ABONDANTE

La poursuite de la croissance vigoureuse de M3 au cours de 2006 a accentué le stock de liquidité déjà ample dans la zone euro. Les indicateurs disponibles de la situation de liquidité ont continué de progresser (cf. graphique 9). Tant l'écart monétaire (*money gap*) nominal, qui est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une

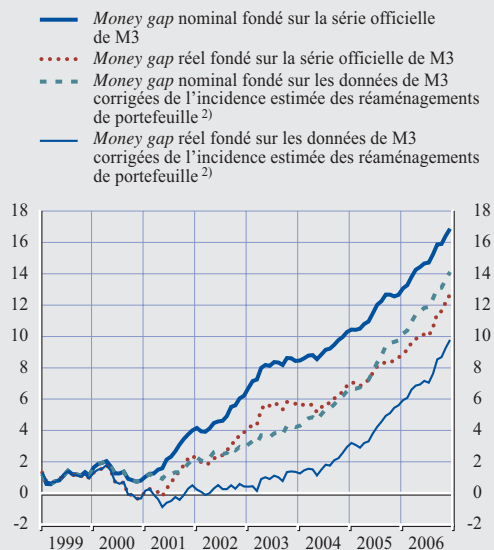
croissance de cet agrégat constamment équivalente à sa valeur de référence de 4,5 % depuis décembre 1998, que l'écart monétaire réel, qui corrige l'écart monétaire nominal de l'excès de liquidité qui a été absorbé par les évolutions de prix antérieures (c'est-à-dire la déviation cumulée des taux d'inflation par rapport à la définition de la stabilité des prix de la BCE), ont continué à s'afficher en nette hausse en 2006. À la fin de l'année, ils ont tous deux atteint leur niveau le plus élevé depuis le début de la phase III de l'UEM et n'ont pas montré de signes clairs de stabilisation.

La BCE a également régulièrement publié des écarts monétaires construits sur la base d'une série de M3 ajustée, qui tente d'éliminer l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille au profit d'actifs monétaires suscités par l'incertitude économique et financière accrue entre 2001 et 2003³. Étant donné qu'on n'a observé aucun signe de résorption supplémentaire des réaménagements antérieurs de portefeuille à la suite de la reprise temporaire au quatrième trimestre de 2005, ces mesures ajustées ont continué, en 2006, à évoluer parallèlement aux écarts monétaires correspondants basés sur la série officielle de M3. Toutefois, les mesures de l'écart monétaire dérivées de la série ajustée sont restées nettement en deçà des écarts monétaires basés sur la série officielle de M3. Lors de l'évaluation de ces indicateurs de la situation de liquidité, il convient de ne pas perdre de vue qu'il ne s'agit que d'estimations, par conséquent imparfaites et qu'il faut donc les interpréter avec prudence.

Toutefois, en dépit de l'incertitude entourant les estimations individuelles, l'image d'ensemble que ces indicateurs dépeignent indique une poursuite de l'accumulation de liquidité en 2006, ce qui tend à confirmer l'hypothèse d'une situation de liquidité abondante.

Graphique 9 Estimations du *money gap*¹⁾

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



Source : BCE

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

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

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

LES TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE ONT AUGMENTÉ, À LA SUITE DE LA HAUSSE DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE

Au cours de 2006, les taux du marché monétaire se sont inscrits à la hausse pour toutes les échéances, parallèlement aux augmentations des taux directeurs de la BCE intervenues dans le courant de l'année. L'évolution harmonieuse des taux d'intérêt du marché monétaire, ainsi que leur degré de volatilité généralement faible suggèrent que les interventions de politique monétaire ont été correctement anticipées par les opérateurs de marché, reflétant la transparence et la prévisibilité des décisions de politique monétaire de la BCE.

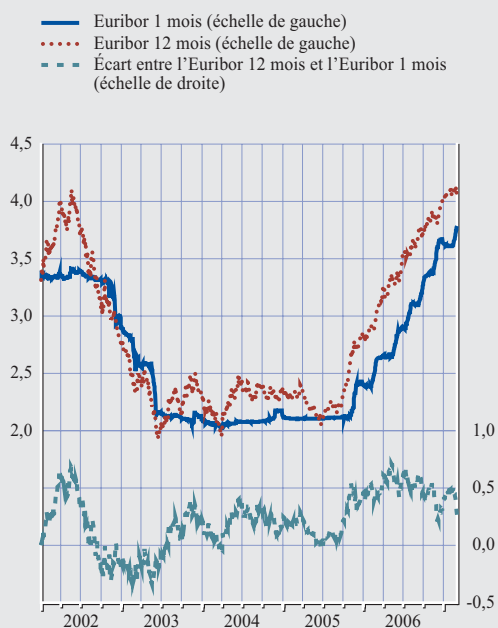
Après avoir maintenu les taux directeurs de la BCE à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi, le Conseil des gouverneurs a décidé, en décembre 2005, de relever les taux directeurs de 25 points de base. En 2006, le Conseil des gouverneurs a procédé à cinq nouvelles augmentations des taux directeurs de

la BCE, de 25 points de base chacune. Parallèlement à ces hausses des taux directeurs de la BCE, les taux d'intérêt du marché monétaire ont affiché au cours de l'année une progression continue pour toutes les échéances. Le 2 mars 2007, les taux d'intérêt à un mois et à douze mois s'établissaient respectivement à 3,79 % et 4,05 %, soit 139 et 119 points de base de plus qu'au début du mois de janvier 2006.

Si on examine plus en détail les évolutions de l'année 2006, on constate que les taux du marché monétaire sur les échéances plus longues ont progressé jusqu'au début novembre (cf. graphique 10). Durant le mois de novembre, ils se sont légèrement repliés, traduisant des anticipations relatives à un certain ralentissement dans l'orientation moins accommodante de la politique monétaire poursuivie par le Conseil des gouverneurs. Les taux du marché monétaire se sont toutefois de nouveau redressés en décembre, particulièrement après la dernière réunion du

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

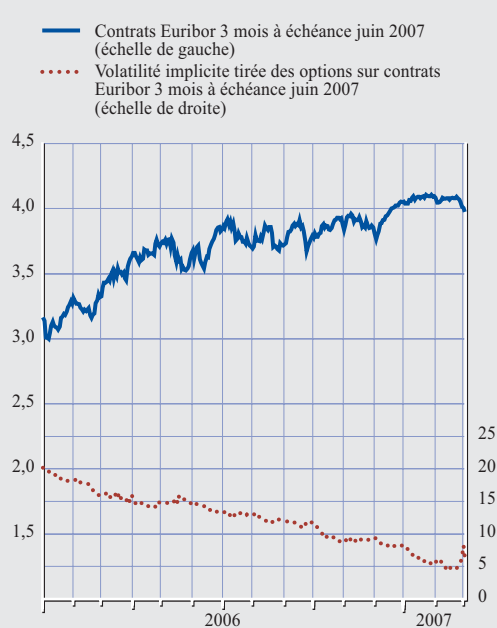
(en pourcentage annuel ; en points de pourcentage ; données quotidiennes)



Source : Reuter

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

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



Sources : Reuter et Bloomberg

Conseil des gouverneurs de 2006 et se sont ensuite pratiquement stabilisés après la fin de l'année. En revanche, les taux d'intérêt à plus court terme ont progressé de façon continue tout au long de l'année, et n'ont pas affiché de renversement temporaire de cette tendance à la hausse.

Entre le mois de janvier et la mi-mai 2006, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire – mesurée par les écarts entre les taux Euribor à douze mois et à un mois – s'est accentuée, pour atteindre 71 points de base le 12 mai. La courbe s'est ensuite aplatie et s'est stabilisée aux alentours de 50 points de base durant la période comprise entre juillet et octobre 2006. Un nouvel aplatissement marqué de la courbe a ensuite été observé à partir de la première semaine du mois de novembre 2006 jusqu'aux jours qui ont précédé la réunion du Conseil des gouverneurs du 7 décembre 2006, lorsque le taux à douze mois a temporairement reculé. Après cette réunion du 7 décembre, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire s'est progressivement accentuée et s'est stabilisée aux alentours de 45 points de base après la nouvelle année, avant de redescendre à 30 points de base environ au début du mois de mars 2007.

Les taux d'intérêt implicites des contrats à terme Euribor 3 mois présentent une image largement similaire. Ces taux ont augmenté de façon continue entre janvier et novembre 2006, à la seule exception de la période comprise entre la mi-mai et la fin du mois de juin 2006 (cf. graphique 11). Ils ont ensuite reculé en novembre 2006, puis ont de nouveau affiché une progression marquée en décembre. Le 2 mars 2007, le taux des contrats à terme Euribor 3 mois à échéance juin 2007 a atteint 3,97 %, soit 81 points de base de plus qu'au début janvier 2006.

De façon générale, la volatilité implicite tirée des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois est restée modérée au cours de 2006. La volatilité implicite a progressivement reculé entre janvier et décembre, ce qui suggère un

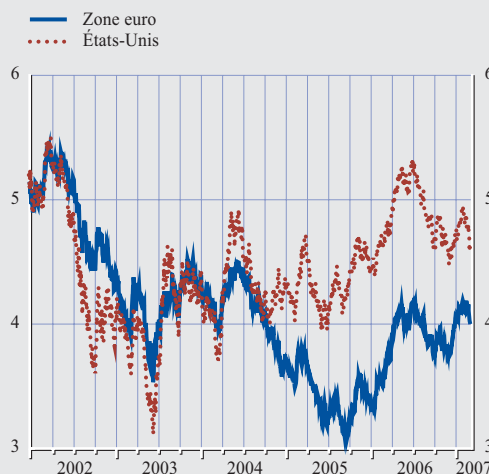
degré élevé de prévisibilité des décisions de politique monétaire de la BCE pour les opérateurs du marché monétaire. Les deux seules exceptions ont été la légère hausse de la volatilité au mois de mai et la stabilisation globale observée entre la fin du mois d'octobre et le début du mois de décembre, liée à l'incertitude précitée relative à l'évolution future des taux directeurs avant la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs. Après cette réunion, la volatilité implicite s'est inscrite en baisse régulière, suivant une tendance négative qui ne s'est inversée que quelques jours avant la réunion de mars 2007 du Conseil des gouverneurs.

LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À LONG TERME DE LA ZONE EURO ONT REBONDI EN 2006

En 2006, les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont continué à rebondir après avoir connu des niveaux historiquement bas à la fin de 2005. Globalement, le rendement des emprunts publics à dix ans dans la zone euro a augmenté de 70 points de base en 2006, pour atteindre près de 4 % à la fin de l'année (cf. graphique 12). Ce rebond des taux d'intérêt à long terme a semblé refléter principalement

Graphique 12 Rendements des emprunts publics à long terme ¹⁾

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

l'optimisme croissant des investisseurs concernant les perspectives de croissance de l'économie de la zone euro. La hausse de 60 points de base du rendement des emprunts publics indexés arrivant à échéance en 2015 – une mesure des taux d'intérêt réels à long terme – entre la fin de 2005 et la fin décembre 2006 va également dans ce sens. En revanche, les points morts d'inflation à dix ans, qui mesurent les anticipations d'inflation des opérateurs de marché et les primes de risque qui y sont liées, n'ont globalement guère varié au cours de cette période.

Durant le premier semestre de 2006, les rendements obligataires à long terme se sont nettement renchérissés des deux côtés de l'Atlantique. Entre fin décembre 2005 et fin juin 2006, les rendements obligataires à dix ans ont augmenté de quelque 80 points de base tant aux États-Unis que dans la zone euro. Mis à part les interdépendances généralement élevées entre les taux d'intérêt au niveau international, le renversement de tendance des taux d'intérêt à long terme de la zone euro a également reflété les réactions des marchés aux publications de données relatives à l'activité économique et à la confiance des entreprises, que les investisseurs ont généralement interprétées comme augurant une amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro. Dans la ligne de cette interprétation, le rebond relativement vigoureux des rendements obligataires nominaux au premier semestre de 2006 a résulté essentiellement de la progression de sa composante de taux d'intérêt réel. Toutefois, la tendance générale à la hausse des rendements obligataires aux États-Unis et dans la zone euro a pris fin vers la fin du mois de juin.

Les reculs des rendements obligataires à long terme qui ont suivi au troisième trimestre, une fois encore de façon très synchronisée des deux côtés de l'Atlantique, ont été partiellement liés aux turbulences sur les marchés boursiers mondiaux. Ces turbulences, apparues au mois de mai, ont incité les investisseurs internationaux à se tourner temporairement vers la sécurité relative des instruments liquides à

revenu fixe. En outre, le net renchérissement des prix du pétrole dans le contexte des tensions géopolitiques au Moyen-Orient pourrait avoir affecté les perspectives globales de croissance. En même temps, il est probable que les premiers signes de ralentissement de l'économie américaine, qui ont entraîné un recul sensible des taux d'intérêt américains sur toutes les échéances, ont aussi affecté, dans une certaine mesure, les rendements obligataires à long terme de la zone euro, par le biais de la transmission internationale généralement vigoureuse des chocs sur les marchés obligataires. Vers la fin de 2006, les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont rebondi dans le contexte de la publication de données favorables relatives à l'activité économique dans la zone euro.

Malgré la progression globale des rendements obligataires à long terme dans la zone euro, la courbe des rendements de la zone euro s'est aplatie en 2006. Ce mouvement se reflète dans le recul correspondant de la « prime de terme », mesurée par la différence entre le rendement d'un emprunt public à dix ans et le taux Euribor 3 mois. La prime de terme de la zone euro s'est réduite d'environ 50 points de base au cours de 2006, atteignant un niveau relativement faible de quelque 30 points de base à la fin de l'année. L'aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro en 2006 s'est opéré de manière progressive dans le sillage des cinq augmentations consécutives des taux directeurs de la BCE. Dans une perspective historique, une prime de terme faible – et particulièrement lorsqu'elle est négative – (une « courbe des rendements inversée ») a souvent auguré d'un ralentissement ultérieur de l'activité économique ou même d'une récession. Toutefois, l'aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro en 2006 doit être interprété à la lumière des primes de risque incluses dans les rendements obligataires à long terme. Les primes de risque sur les marchés obligataires semblent avoir atteint des niveaux exceptionnellement bas au cours des deux dernières années. Si on prend en considération les niveaux peu élevés des primes de risque sur

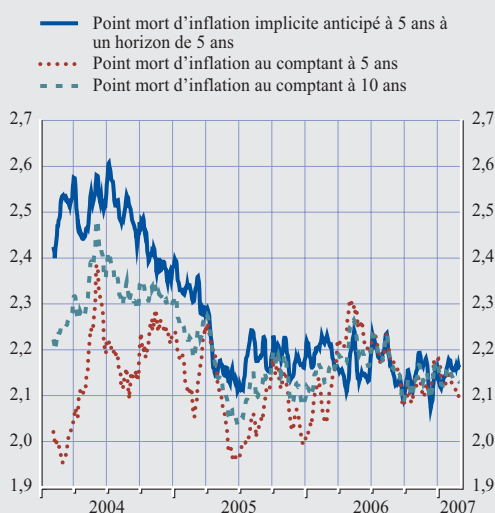
les marchés obligataires, la prime de terme à la fin de 2006 n'apparaît plus comme très faible⁴.

En 2006, les anticipations des opérateurs de marché relatives à l'inflation à long terme et aux primes de risque qui y sont liées, telles qu'elles se reflètent dans les points morts d'inflation, semblent pratiquement inchangées dans l'ensemble et stables à tous les horizons, à un niveau légèrement supérieur à 2 % par an. On peut obtenir des informations sur les anticipations d'inflation (et sur les primes de risque qui y sont liées pour des horizons spécifiques) en décomposant les points morts d'inflation à dix ans en points morts d'inflation à cinq ans et en points morts d'inflation implicites anticipés à cinq ans à un horizon de cinq ans à partir de l'estimation de structures par termes des points morts d'inflation (cf. graphique 13)⁵. La décomposition fait apparaître que les anticipations d'inflation relativement stables de moyen à long terme, qui se reflètent dans le déplacement des points morts d'inflation implicites anticipés à cinq ans à un horizon de cinq ans, ont été associées à des mouvements plus volatils dans les anticipations d'inflation de court à moyen terme. En fait, les anticipations d'inflation de court à moyen terme, mesurées par le point mort d'inflation à cinq ans, ont progressé de quelque 30 points de base au cours du premier semestre de 2006. Cette augmentation des anticipations d'inflation de court à moyen terme dans le contexte du renchérissement des prix du pétrole a été quasiment compensée par un recul correspondant au second semestre de 2006. Par conséquent, la courbe du point mort d'inflation s'est sensiblement aplatie au second semestre de 2006 (cf. graphique 13).

La volatilité implicite du marché obligataire de la zone euro s'est quelque peu accrue en mai et juin 2006, puis elle a reculé de façon régulière au second semestre de l'année. Cette hausse temporaire de la volatilité implicite du marché obligataire en mai et juin a semblé refléter l'incertitude accrue des opérateurs de marché relative à l'évolution des taux d'intérêt dans le contexte des turbulences sur le marché boursier

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

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



Sources : Reuter, Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

observées à ce moment. Au dernier trimestre de 2006, la volatilité implicite du marché obligataire de la zone euro a atteint des valeurs historiquement basses, ce qui traduit l'incertitude relativement faible des opérateurs de marché quant aux évolutions à court terme des rendements obligataires à long terme.

Au cours des deux premiers mois de 2007, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro n'ont globalement guère varié, s'établissant à 4 % le 2 mars. Durant cette période, les rendements précités ont d'abord continué à augmenter pour atteindre quelque 4,2 % à la mi-février et se sont ensuite inscrits à la baisse. Les rendements obligataires à long terme aux États-Unis ont également reculé durant la deuxième moitié de février. Ces développements semblent traduire, dans une

4 Cf. l'encadré intitulé *Quel rôle les primes de risque ont-elles joué dans l'aplatissement récent de la courbe des rendements dans la zone euro ?* du Bulletin mensuel de la BCE de décembre 2006

5 Pour plus de détails sur l'estimation, cf. l'encadré intitulé *Estimation des rendements des obligations indexées et des points morts d'inflation à échéance constante dans la zone euro* du Bulletin mensuel de la BCE de juillet 2006

large mesure, des mouvements de portefeuille de « report vers les valeurs sûres », au profit des emprunts publics à long terme, dans le contexte des turbulences enregistrées sur les marchés boursiers mondiaux à la fin de février.

LES COURS DES MARCHÉS BOURSIERS DE LA ZONE EURO ONT SENSIBLEMENT PROGRESSÉ EN 2006

Malgré certaines fluctuations, les cours des actions de la zone euro ont sensiblement progressé en 2006, poursuivant ainsi leur tendance haussière entamée au début de 2003 (cf. graphique 14). L'indice Dow Jones EuroStoxx a clôturé l'année sur un gain de 20 % par rapport à la fin de 2005, affichant ainsi des résultats supérieurs à l'indice Standard & Poor's 500 et à l'indice Nikkei 225. La bonne performance relative des marchés boursiers de la zone euro par rapport aux marchés boursiers américains et japonais doit être considérée à la lumière de l'appréciation assez marquée de l'euro vis-à-vis du dollar américain et du yen

japonais en 2006. L'influence modératrice exercée par l'appréciation de l'euro sur les perspectives de profit des entreprises de secteurs sensibles aux exportations de la zone euro paraît avoir été compensée et au-delà par la croissance robuste des bénéficiaires effectifs et attendus des entreprises de la zone euro, dans le contexte d'une nette amélioration des perspectives économiques de cette même zone. La période récente de nette progression des cours boursiers est différente de celle de la fin des années quatre-vingt-dix lorsque les ratios de capitalisation des résultats (*price-earnings ratios*) étaient restés plus proches de leurs valeurs moyennes à long terme.

Les bonnes performances globales des marchés boursiers de la zone euro en 2006 masquent un recul temporaire mais important des cours boursiers au deuxième trimestre de l'année. Après une croissance à deux chiffres des cours boursiers durant les quatre premiers mois de l'année, les cours boursiers de la zone euro se

Graphique 14 Principaux indices boursiers ¹⁾

(indice : 30 décembre 2005 = 100 ; données quotidiennes)

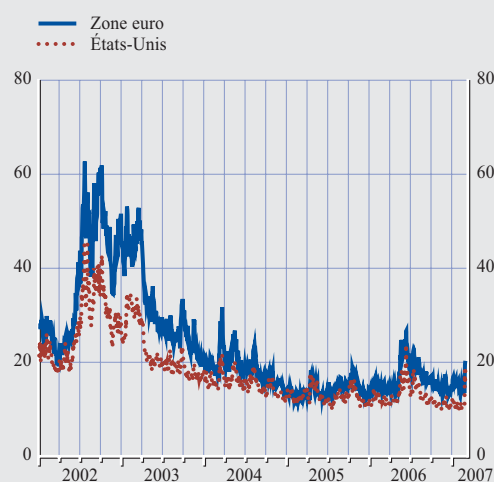


Sources : Reuter, Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

1) Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon

Graphique 15 Volatilité implicite des marchés boursiers ¹⁾

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Thomson Financial Datastream

1) La volatilité implicite pour la zone euro est mesurée par l'indice VSTOXX qui a trait à l'indice Dow Jones Eurostoxx 50 et la volatilité implicite pour les États-Unis est mesurée par l'indice VIX qui a trait à l'indice Standard & Poor's 500. Les deux indices de volatilité représentent l'écart type attendu de la variation en pourcentage des indices boursiers correspondants sur une période de 30 jours.

sont orientés à la baisse au début du mois de mai et ont reculé de quelque 13 % le mois suivant à la suite des turbulences sur les marchés boursiers mondiaux. Reflétant l'instabilité des marchés, la volatilité implicite des marchés boursiers aux États-Unis et dans la zone euro s'est considérablement accrue en mai et en juin, atteignant des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis respectivement 2003 et 2004 (cf. graphique 15). Outre le renforcement du degré d'incertitude sur les marchés boursiers tel qu'il est approché par la volatilité implicite, les opérateurs de marché semblent avoir réduit leur appétence pour le risque durant la période des turbulences sur le marché. En l'absence d'une nette dégradation des fondamentaux, les modifications de l'appétence pour le risque et de la perception des risques des opérateurs de marché semblent dès lors constituer l'explication la plus plausible du recul temporaire des cours boursiers au deuxième trimestre de 2006. Cette hypothèse est cohérente avec le fait que les corrections importantes des cours boursiers de la zone euro se sont produites en dépit des révisions à la hausse des anticipations de bénéfices des analystes au deuxième trimestre de 2006. Au second semestre de l'année, la volatilité implicite des marchés boursiers est retombée à des niveaux historiquement bas et l'appétence pour le risque des investisseurs a semblé se redresser. Le recul des primes de risque sur actions qui en a résulté, ainsi que les perspectives durables de croissance vigoureuse des bénéfices des sociétés ont semblé soutenir le net rebond des cours boursiers dans la zone euro au deuxième semestre de 2006.

Si l'on envisage une ventilation sectorielle, c'est le secteur des services qui a été le plus performant en 2006, avec une progression des cours boursiers de plus de 30 %. Ces très bons résultats sont probablement imputables à l'intensité des opérations de fusion et acquisition à la lumière de la consolidation dans le secteur des services de la zone euro. Soutenu par le renforcement de la confiance des entreprises dans la zone euro, le secteur industriel a également affiché des performances

nettement supérieures à l'indice global. À l'inverse de 2005, les secteurs du pétrole et du gaz ont affiché des performances inférieures à l'indice global en 2006. Les évolutions des prix pétroliers ont sans doute contribué aux performances comparativement faibles de ce secteur. Le secteur de la santé, dont les bénéfices sont généralement moins dépendants de la position dans le cycle conjoncturel, a également affiché de moins bonnes performances en 2006.

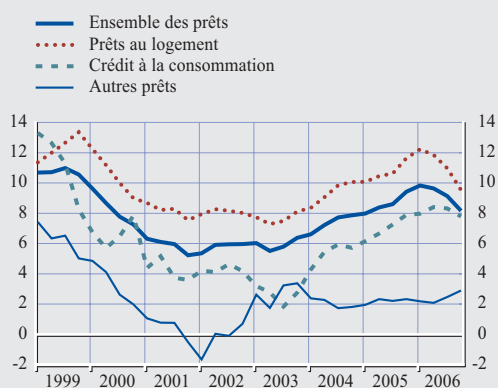
Au début de 2007, les cours boursiers mondiaux ont d'abord continué à progresser à un rythme comparable à celui du second semestre de 2006. La tendance à la hausse des cours boursiers s'est arrêtée le 27 février 2007, lorsque les cours boursiers, entraînés par l'effondrement des cours des actions chinoises, se sont considérablement dépréciés au niveau mondial. Les indices Dow Jones Eurostoxx et Standard & Poor's 500 ont tous deux reculé d'environ 5 % sur quelques jours. Le repli prononcé des cours des actions a annulé les augmentations enregistrées durant les huit premières semaines de l'année et, le 2 mars 2007, les deux indices boursiers ont atteint des niveaux légèrement inférieurs à ceux de la fin de 2006. En outre, au début du mois de mars, la volatilité implicite s'est envolée sur les principaux marchés boursiers, indiquant probablement une réévaluation importante des risques sur les marchés boursiers.

POURSUITE DE LA VIGUEUR DU FINANCEMENT DES MÉNAGES

La conclusion d'emprunts par les ménages est demeurée robuste en 2006, dans un contexte de conditions de financement favorables, de dynamisme du marché immobilier et de regain de confiance des consommateurs. La demande de prêts par les ménages auprès des IFM s'est accélérée durant les premiers mois de l'année, a culminé à un taux annuel de 9,8 % au printemps, avant de progressivement reculer pour s'établir à 8,2 % en décembre. Selon les dernières données trimestrielles relatives aux comptes financiers de la zone euro, qui sont disponibles jusqu'au troisième trimestre 2006,

Graphique 16 Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



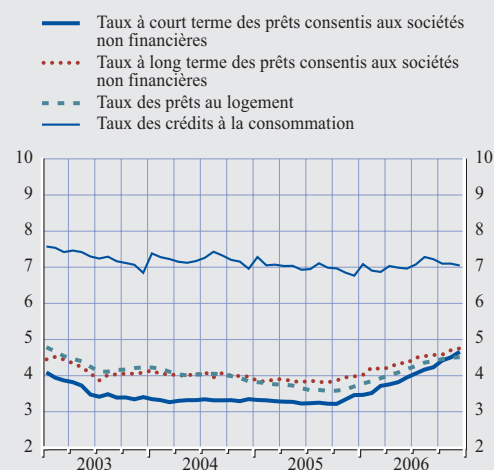
Source : BCE

Le rythme annuel de croissance de l'endettement du secteur des ménages auprès des institutions financières non monétaires (non-IFM) (parmi lesquelles les AIF et les sociétés d'assurance et les fonds de pension) est resté relativement stable en 2006, oscillant autour de 8 % durant l'année.

L'examen de la ventilation par objet des prêts octroyés par les IFM aux ménages indique que la vigueur de ceux-ci a continué de s'expliquer principalement par la robustesse de la demande de prêts au logement (cf. graphique 16). La fermeté observée des emprunts hypothécaires a été facilitée par le bas niveau des taux d'intérêt partout dans la zone euro et par les évolutions dynamiques du marché de l'immobilier dans bon nombre de régions, qui ont engendré d'importants besoins de financement (cf. section 2.3 du présent chapitre). En outre, les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la persistance de la vive progression des prêts au logement s'expliquait également par un assouplissement des critères pour l'octroi de prêts appliqués par les banques. Les banques ont déclaré que la concurrence infligée par les autres banques et non-banques et le sentiment de risques moins élevés en termes d'anticipations de l'activité économique générale étaient les principaux facteurs à l'origine de

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

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



Source : BCE

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

l'assouplissement des critères d'octroi des crédits. Les modifications apportées à ceux-ci ont essentiellement résulté en une réduction des marges sur les prêts moyens et en un allongement des échéances.

Au printemps 2006, le taux de croissance annuel des prêts au logement consentis aux ménages par les IFM a commencé à légèrement se modérer, revenant de taux supérieurs à 12 % à 9,5 % en décembre. Cette évolution s'est inscrite dans la ligne de la hausse des taux hypothécaires observée en cours d'année, lesquels avaient affiché des niveaux très faibles durant les années précédentes (cf. graphique 17), dans le contexte d'une remontée des taux directeurs de la BCE et des taux de marché. En décembre 2006, les taux des prêts au logement nouvellement accordés étaient supérieurs de 50 à 120 points de base à ceux appliqués fin novembre 2005, avant que la BCE ne commence à relever les taux directeurs, en décembre 2005.

Les taux des prêts d'une durée plus courte ont augmenté plus vivement que ceux appliqués aux prêts d'échéance plus longue. Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire suggèrent également que la demande de prêts au logement a été tempérée par des perspectives moins optimistes pour le marché de l'immobilier résidentiel au second semestre 2006, comme en atteste également le relatif affaiblissement de la hausse des prix des logements et de l'activité sur le marché de l'immobilier enregistré dans certaines parties de la zone euro qui avaient précédemment fait preuve de vigueur.

À l'instar des prêts au logement, quoique dans une moindre mesure, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation a poursuivi son ascension jusque vers le milieu de l'année, avant de légèrement reculer au second semestre de l'année et de s'établir à 7,8 % en décembre. Selon les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, la demande de crédits à la consommation a principalement été portée par une augmentation de la confiance des consommateurs et par une hausse des dépenses en biens de consommation durables, même si l'importance de ce dernier facteur a décliné vers la fin de l'année. Les critères pour l'octroi de prêts à la consommation aux ménages ont également été sensiblement assouplis en 2006, ce qui signifie que les conditions de l'offre de prêts se sont améliorées en cours d'année.

L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES S'EST AMPLIFIÉ

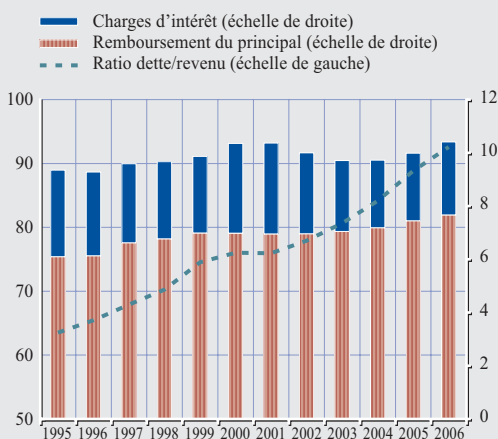
Le ratio d'endettement des ménages par rapport au revenu disponible a poursuivi sa progression en 2006, en raison de la persistance de la forte dynamique des emprunts (cf. graphique 18). Le niveau d'endettement des ménages de la zone euro est cependant toujours inférieur à celui observé dans les autres principaux pays industrialisés, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Le coût total du service de la dette du secteur des ménages (le rapport entre les paiements d'intérêts plus le remboursement du principal et le revenu disponible) a quelque peu augmenté en 2006, en

raison de la hausse toujours vigoureuse des prêts et de la modeste remontée des taux bancaires débiteurs.

Le gonflement continu de leur endettement a néanmoins rendu les ménages plus vulnérables aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. Lors de l'analyse de ces données agrégées, il convient de remarquer que celles-ci sont des moyennes pour le secteur consolidé des ménages et qu'elles varient notablement entre les pays de la zone euro de même qu'entre les ménages. À cet égard, le niveau de l'endettement et la charge du service de la dette sont, par exemple, plus élevés si l'analyse se limite aux ménages qui ont effectivement un emprunt hypothécaire en cours. En outre, le niveau de l'endettement et la charge du service de la dette varient en fonction des différents niveaux de revenu : même si, en termes absolus, la majeure partie de la dette est le fait des ménages disposant d'un revenu important et qui peuvent mieux faire face à une détérioration des conditions macroéconomiques et/ou à une hausse des taux d'intérêt, le coût total du service de la dette est clairement plus lourd pour les ménages à faible revenu. Enfin, un certain degré d'incertitude persiste car la part

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

(en pourcentage du revenu disponible)



Source : BCE

Note : Les données pour 2006 sont des estimations.

des emprunts hypothécaires en cours exposés aux modifications de taux d'intérêt dépend des particularités des contrats hypothécaires, qui diffèrent considérablement à l'intérieur de la zone euro.

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

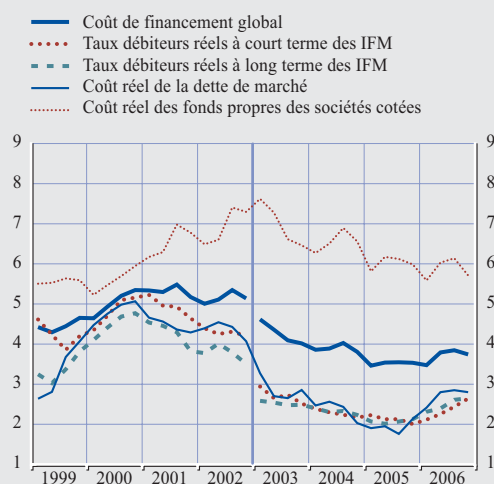
Les conditions de financement des sociétés non financières de la zone euro sont demeurées favorables en 2006 et ont donc soutenu la croissance économique. Cela s'est reflété à la fois dans la faiblesse du coût de financement et dans la facilité d'accès aux sources de financement. Les sociétés non financières ont plus particulièrement augmenté leurs crédits bancaires, alors qu'elles ont réduit leurs émissions d'instruments de marché. En dépit de la récente remontée des ratios d'endettement et des charges d'intérêt nettes des sociétés non financières, leur situation financière est restée favorable en 2006, essentiellement grâce à une rentabilité élevée associée à un niveau toujours faible des coûts de financement.

À la suite de la hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE, le coût réel global du financement externe des sociétés non financières s'est accru tout au long de 2006, tout en restant faible au regard du passé (cf. graphique 19)⁶.

S'agissant des composantes du coût du financement, les taux d'intérêt des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières se sont accrus dans le courant de 2006, tant en termes réels qu'en termes nominaux (cf. graphique 17). La hausse des taux d'intérêt du marché monétaire – qui a atteint 155 points de base entre septembre 2005 et décembre 2006 dans le cas du taux Euribor à trois mois – a dans une large mesure été répercutée sur les prêts des IFM. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an ont progressé d'environ 125 à 155 points de base au cours de cette même période, même

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

(en pourcentage annuel)



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

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

s'il convient de garder à l'esprit qu'il subsiste une certaine dispersion entre les pays (cf. encadré 2). La majorité des taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM ont eux aussi suivi les mouvements haussiers observés au niveau des taux d'intérêt de marché d'échéance comparable. Ces majorations – allant de quelque 60 à 135 points de base – ont également dans l'ensemble suivi les mouvements des taux d'intérêt de marché à long terme, maintenant ainsi les écarts bancaires à de faibles niveaux.

Le coût réel de la dette de marché des sociétés non financières, même s'il a plus augmenté que le coût de la dette bancaire en 2006, est lui aussi

⁶ Le coût réel du financement externe des sociétés non financières se calcule en pondérant les différentes sources de financement externe sur la base de leurs encours (corrigés des effets de valorisation). Pour une description détaillée de la mesure, cf. l'encadré intitulé *Mesure du coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mars 2005

demeuré relativement peu élevé. Les écarts de rendement des obligations des entreprises notées BBB ont, en 2006, fluctué aux alentours d'une moyenne de 75 points de base environ. L'étroitesse des écarts reflète probablement la faiblesse du risque de crédit, porté par la volatilité modérée des prix des actifs et la vigueur des bénéfices des entreprises⁷. Nonobstant les relativement bons résultats engrangés en 2006, la prudence pourrait, à terme, être de mise eu égard à certains signes de détérioration de l'environnement général des entreprises et du marché du crédit. Il y a en fait certains éléments qui indiquent que le nombre croissant de fusions et acquisitions et de rachats d'entreprises financés par endettement, de rachats d'actions et de versements de dividendes spéciaux pourrait exercer une incidence négative sur la soutenabilité du niveau d'endettement des entreprises⁸.

Le coût réel de l'émission d'actions cotées par les sociétés non financières a subi certaines fluctuations dans le courant de 2006, mais il s'est dans l'ensemble établi à des niveaux comparables à ceux enregistrés en 2005, en dépit du rebond des cours boursiers. Le coût du financement par émission d'actions demeure sensiblement supérieur à celui des autres formes de financement, même si, du fait de l'augmentation du coût du financement par endettement observée en 2006, l'écart de coût s'est quelque peu réduit.

7 Cf. l'encadré intitulé *Perspectives des spreads de crédit des entreprises de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2006

8 Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2006

Encadré 2

LA DISPERSION DES TAUX D'INTÉRÊT ENTRE LES MARCHÉS DES SERVICES BANCAIRES AUX PARTICULIERS DES PAYS DE LA ZONE EURO

En dépit de la remarquable convergence des taux d'intérêt qui a caractérisé la phase précédant l'achèvement de l'UEM, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts des particuliers et des sociétés non financières et sur les prêts qui leur sont consentis continuent de présenter des disparités entre les pays de la zone euro. Les marchés des services bancaires aux particuliers comptent parmi les plus fragmentés du système financier de la zone euro¹. Le présent encadré a pour but d'illustrer les disparités entre les pays et d'exposer brièvement quelques-unes de leurs causes. La compréhension de ces différences fournit des clés supplémentaires permettant d'interpréter les évolutions au sein de la zone euro et d'évaluer l'incidence potentielle des décisions de politique monétaire sur les différentes économies de la zone euro. Les banques jouent en effet un rôle essentiel dans le système financier et influencent à ce titre les décisions d'épargne, d'investissement et de dépenses des ménages et des sociétés non financières.

L'analyse se fonde en majeure partie sur un rapport préparé par le Comité de politique monétaire et par le Comité statistique de l'Eurosystème, qui a été publié en septembre 2006². Depuis lors, une sélection des taux d'intérêt nationaux des IFM a été publiée conjointement sur les sites Internet de la BCE et des BCN de la zone euro. Sur la base de cette sélection, la comparaison opérée dans le présent encadré porte principalement sur les dix taux d'intérêt des IFM appliqués à des nouveaux contrats, les informations ayant été compilées sur la même période de référence pour l'ensemble des pays.

1 Cf. par exemple « Indicators of financial integration in the euro area », BCE, 29 septembre 2006

2 « Differences in MFI interest rates across euro area countries », BCE, 20 septembre 2006

Écart entre les pays en ce qui concerne les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux contrats^{1), 2)}

(coefficient d'écart entre les pays ; moyenne de janvier 2003 à décembre 2006)

Dépôts des ménages		
Dépôts à vue		0,51
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an		0,08
Dépôts des sociétés non financières		
Dépôts à vue		0,43
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an		0,03
Prêts aux ménages		
Découverts bancaires		0,17
Prêts à la consommation	assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an	0,26
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans	0,15
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans	0,12
Prêts au logement	assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an	0,10
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans	0,09
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans et inférieure ou égale à dix ans	0,07
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à dix ans	0,07
Prêts aux sociétés non financières		
Découverts bancaires		0,20
Prêts inférieurs ou égaux à 1 million d'euros	assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an	0,11
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans	0,07
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans	0,07
Prêts supérieurs à 1 million d'euros	assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an	0,08
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans	0,11
	dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans	0,09

Source : BCE

1) On calcule le coefficient d'écart en divisant l'écart type par le taux d'intérêt de la zone euro. L'écart type est la racine carrée de la variance pondérée des taux d'intérêt des IFM nationaux par rapport au taux d'intérêt de la zone euro. La variance pondérée est le carré des écarts entre les taux d'intérêt des IFM nationaux et de la zone euro, calculé en fonction de la part nationale dans le volume total des contrats de la zone euro pour une catégorie d'instruments donnée.

2) Ce tableau présente une partie du coefficient d'écart des taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro aux nouveaux contrats et disponible sur le site Internet de la BCE.

Le tableau dresse une vue d'ensemble de la dispersion des niveaux de taux d'intérêt des IFM entre les pays, mesurés par le coefficient d'écart. Si le niveau de dispersion est plus élevé pour les taux d'intérêt sur les dépôts à vue, il est nettement moindre pour les dépôts d'une durée inférieure ou égale à un an. S'agissant des prêts, les découverts bancaires et les prêts à la consommation consentis aux ménages présentent les plus importants écarts entre pays, tandis que la dispersion des taux d'intérêt applicables aux prêts consentis aux sociétés non financières et aux prêts au logement est relativement moindre. En outre, dans la plupart des catégories, la dispersion relative aux nouveaux prêts assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an semble légèrement supérieure à celle des nouveaux prêts assortis de périodes de fixation initiale du taux plus longues.

Les disparités entre les taux d'intérêt des IFM appliqués dans chaque pays peuvent s'expliquer par plusieurs éléments, notamment la concurrence du marché, les différentes primes de risque (par exemple le risque de crédit ou le risque de remboursement anticipé), les caractéristiques des banques et les déterminants cycliques comme le cycle économique, l'évolution de l'offre de dépôts et de la demande de crédits, ainsi que la dynamique des prix immobiliers. Des analyses

récentes suggèrent que les écarts de taux d'intérêt s'expliquent par la variété des produits bancaires nationaux ou par le fait que ces derniers se distinguent par des facteurs nationaux³. Les différences dans les périodes moyennes de fixation initiale du taux constituent une explication possible à la dispersion des taux d'intérêt des IFM pour plusieurs catégories d'emprunts. De plus, il convient de garder à l'esprit, lorsque l'on compare les taux d'intérêt des différentes IFM, que le volume de contrats varie sensiblement d'un pays à l'autre et que, dans quelques pays, certains marchés sont particulièrement peu développés, voire quasi inexistant⁴. Dans ce cas, les volumes des nouveaux contrats sous-jacents peuvent s'avérer très volatils et les taux d'intérêt peuvent traduire des transactions occasionnelles effectuées dans des conditions atypiques.

La suite de l'encadré examine plus en détail les différents compartiments du marché en accordant une attention particulière à l'influence de l'hétérogénéité des produits, des différences institutionnelles liées aux cadres réglementaire et fiscal et des éléments de mesure.

Les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts des ménages

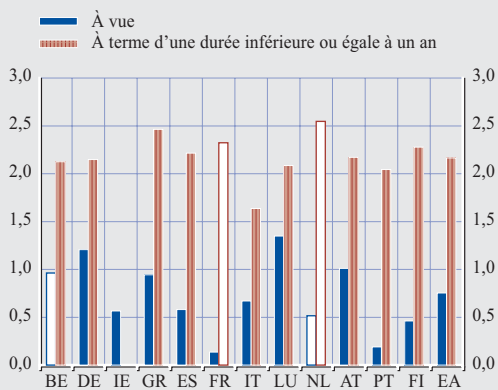
Les différences internationales entre les taux d'intérêt appliqués par les IFM sur les dépôts des ménages peuvent souvent être associées aux diverses caractéristiques des produits proposés, comme le degré de liquidité et la structure du rendement des dépôts, la réglementation des marchés et les pratiques commerciales. D'autres facteurs importants découlent de différences dans le cadre fiscal (comme la taxation préférentielle de certains comptes dans plusieurs pays), même s'il est difficile d'établir un lien de causalité direct.

Les différences entre les taux d'intérêt applicables aux dépôts à vue sont particulièrement prononcées. Dans plusieurs pays, les IFM ne rémunèrent généralement pas ces dépôts, tandis que dans d'autres pays, les déposataires peuvent obtenir en moyenne un taux supérieur à 1,30 % sur le solde de leurs comptes courants (cf. graphique A). Cette dispersion substantielle peut résulter des stratégies différentes auxquelles recourent les

banques pour la tarification des comptes courants et des services liés. Ainsi, certaines banques peuvent accorder des taux d'intérêt au jour le jour avantageux mais facturer des frais élevés pour les services liés au compte courant ou, à l'inverse, octroyer des taux d'intérêt inférieurs

Graphique A Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts des ménages ^{1), 2)}

(pourcentages annuels ; moyenne de janvier 2003 à décembre 2006)



Source : BCE

1) L'abréviation « EA » désigne le taux d'intérêt moyen pondéré de la zone euro.

2) Les barres qui ne sont pas remplies montrent les pays pour lesquels la catégorie de taux d'intérêt présente peu d'importance pour la zone euro. Pour les critères déterminant l'importance pour la zone euro, cf. la publication de la BCE citée dans la note de bas de page 2 du présent encadré.

3 Les différences nationales peuvent en partie s'expliquer par des variables reflétant les caractéristiques des déposants et des emprunteurs nationaux et par les caractéristiques des systèmes bancaires (cf. M. Affinito et F. Farabullini, « An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area », Temi di Discussione No 589, Banca d'Italia, mai 2006). Une comparaison internationale détaillée des taux d'intérêt des IFM peut également être consultée dans l'Annexe II du rapport intermédiaire sur les comptes courants et les services liés, publié par la Commission européenne le 17 juillet 2006.

4 Le rapport de la BCE auquel fait référence la deuxième note de bas de page ci-dessus illustre par exemple les différences internationales en ce qui concerne la prédominance des prêts à taux variable ou des prêts assortis de périodes de fixation initiale du taux différentes.

et facturer des frais moins élevés. Les données collectées par la Commission européenne à l'occasion de son enquête sectorielle sur la banque de détail font apparaître que tel pourrait être le cas dans une série de pays de la zone euro, même si dans certains pays, les faibles taux d'intérêt consentis sur les dépôts s'accompagnent de frais élevés⁵.

En outre, la popularité croissante des comptes sur Internet et d'autres dépôts à rendement élevé dans plusieurs pays – qui permettent le retrait de fonds le jour même mais ne peuvent être utilisés à des fins de paiement – peut entraîner à la hausse les taux d'intérêt sur les dépôts à vue⁶.

Les dépôts d'une durée inférieure ou égale à un an, qui présentent une plus grande homogénéité entre pays, constituent l'exception notable aux différences internationales prononcées en ce qui concerne les taux d'intérêt accordés sur les dépôts des ménages.

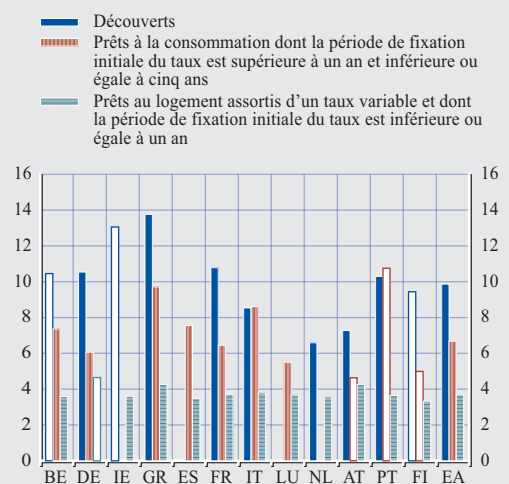
Les taux d'intérêt des IFM sur les prêts à la consommation accordés aux ménages

Pour ce qui est des prêts, les taux d'intérêt appliqués aux prêts à la consommation consentis aux ménages présentent les niveaux de dispersion les plus élevés. En particulier, les taux d'intérêt appliqués aux découverts bancaires varient considérablement, de moins de 7,00 % à 13,50 % ou plus (cf. graphique B). Si les différences entre pays en ce qui concerne les autres types de prêts à la consommation sont moins prononcées, elles n'en demeurent pas moins relativement importantes.

Des différences notables affectent non seulement la taille du marché du crédit à la consommation mais aussi la gamme de produits proposés (y compris les pratiques en matière de garanties), le recours au crédit par carte de crédit, l'environnement du marché, particulièrement en termes d'influence des prêteurs spécialisés, de même que les périodes de fixation initiale du taux.⁷ D'une manière générale, ces facteurs peuvent également se traduire, du moins en partie, dans les différences entre les taux d'intérêt des IFM par pays. À titre d'exemple, les différences qui affectent le traitement statistique du crédit par carte de crédit dans les données actuelles peuvent exercer une influence, étant donné que les taux d'intérêt sur ce type de prêts sont typiquement plus élevés que ceux appliqués aux autres prêts à la consommation. Qui plus est, les caractéristiques des découverts bancaires et des prêts accordés au moyen de lignes de crédit varient d'un pays à l'autre.

Graphique B Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages¹⁾

(pourcentages annuels ; moyenne de janvier 2003 à décembre 2006)



Source : BCE

1) Cf. notes relatives au graphique A

5 Cf. « Report on the retail banking sector inquiry », document de travail de la Commission européenne, SEC(2007) 106, 31 janvier 2007

6 Cf. par exemple l'encadré intitulé *Facteurs explicatifs de la vigueur de la croissance de M1* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2006

7 Cf. par exemple K. Lannoo, R. Ayadi et C. Selosse, « Consumer credit in Europe: riding the wave », Mercer Olivier Wyman and the European Credit Research Institute, novembre 2005

Les taux d'intérêt des IFM sur les prêts au logement consentis aux ménages

Même si les taux d'intérêt des IFM appliqués aux prêts au logement consentis aux particuliers présentent quelques-uns des niveaux de dispersion les plus faibles entre pays (cf. graphique B), une comparaison avec les États-Unis fait apparaître que les écarts des taux hypothécaires entre les régions des États-Unis sont moins importants qu'entre les pays de la zone euro⁸. Des études récentes des marchés hypothécaires européens ont mis en lumière les différences notables entre les gammes de produits proposés et entre les cadres fiscal et réglementaire, des facteurs susceptibles d'expliquer une grande partie des différences observées entre les taux d'intérêt des IFM sur les prêts au logement accordés aux particuliers⁹.

Un facteur important est lié aux différences caractérisant la période de fixation initiale du taux, qui rend les taux hypothécaires observés sensibles à la pente de la courbe des rendements. La prédominance de plans de financement immobilier spécifiques dans certains pays peut également jouer un rôle. Les cadres fiscal et réglementaire d'un pays devraient influencer davantage les prêts hypothécaires (que les autres types de prêts) en raison de l'importance qui est généralement accordée à la possession de son propre logement¹⁰.

De plus, étant donné que la plupart des prêts au logement consentis aux ménages sont garantis par des biens immeubles, les différences entre les taux d'intérêt peuvent en partie résulter des différentes attentes quant aux évolutions du marché immobilier. Les différences entre les évolutions des prix de l'immobilier résidentiel peuvent avoir affecté la valeur des garanties des prêts.

Enfin, les pratiques en matière de financement dans la zone euro demeurent également relativement disparates, allant du financement par dépôts aux obligations sécurisées et aux titres adossés à des créances hypothécaires, en comparaison du marché hypothécaire américain, qui est centré sur les agences de prêts hypothécaires.

Les taux d'intérêt des IFM sur les prêts consentis aux sociétés non financières

Le niveau de dispersion entre les taux d'intérêt appliqués aux découverts bancaires accordés aux sociétés non financières est l'un des plus importants (et dépasse celui des découverts bancaires accordés aux particuliers), comme l'illustre le graphique C. Les écarts entre les taux d'intérêt sur les autres prêts consentis aux entreprises sont nettement inférieurs et comptent parmi les plus faibles, tous types de prêts confondus, même si, dans certains cas, ils dépassent légèrement ceux des prêts au logement. Plusieurs aspects de l'hétérogénéité des produits et les environnements économiques spécifiques dans lesquels les sociétés non financières opèrent (par exemple, la taille de l'entreprise) comptent parmi les raisons principales expliquant la présence de ces différences internationales.

Les pratiques en matière de garanties continuent de présenter des différences, et ce non seulement pour les prêts mais aussi pour les découverts bancaires. Dans certains pays, les

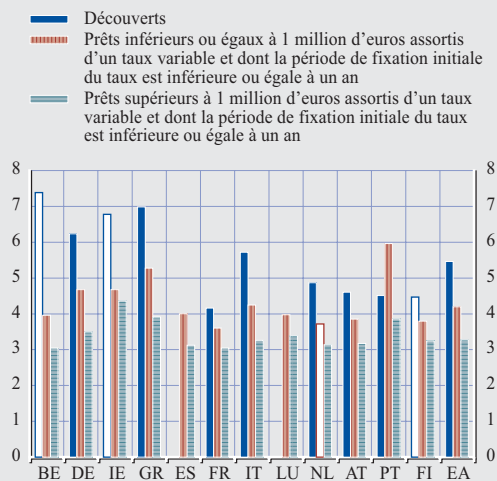
⁸ Cf. l'encadré intitulé *Comparaison interrégionale des taux appliqués aux prêts au logement dans la zone euro et aux États-Unis* dans le Rapport annuel de la BCE de 2005

⁹ Cf. par exemple, « The costs and benefits of integration of EU mortgage markets », rapport pour la Commission européenne, août 2005

¹⁰ Dans son Livre blanc sur la politique des services financiers 2005-2010, la Commission européenne a classé les marchés des services bancaires aux particuliers parmi les services financiers prioritaires jusqu'en 2010.

Graphique C Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux sociétés non financières ¹⁾

(pourcentages annuels ; moyenne de janvier 2003 à décembre 2006)



Source : BCE

1) Cf. notes relatives au graphique A

supérieurs dans les pays qui présentent une période moyenne de fixation initiale du taux proche de la marge supérieure d'une catégorie d'instrument donnée. Une question connexe est l'incidence potentielle de la méthode d'agrégation des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats, dans la mesure où les prêts à durée plus brève ont tendance à être accordés plus fréquemment que les prêts assortis d'une plus longue durée.

Pour conclure, d'autres facteurs importants pourraient être certaines caractéristiques spécifiques de l'environnement du marché en ce qui concerne les prêts consentis aux sociétés non financières, en particulier la taille de l'entreprise, l'accès au financement non bancaire, les types de prêteurs et les banques relationnelles.

découverts bancaires ne sont généralement pas garantis, tandis que dans d'autres, les garanties sont souvent d'usage (notamment par des factures ou une partie du portefeuille de l'entreprise). En outre, l'application d'un taux d'intérêt élevé aux découverts bancaires peut indiquer que ces derniers ne sont pas autorisés et que le taux d'intérêt comprend une pénalité. Les banques peuvent également considérer le recours à ce type de crédit comme un signe de mauvaise gestion des liquidités par l'entreprise et lui réclamer dès lors un taux supérieur afin de compenser le risque accru qu'elles perçoivent.

De plus, s'agissant des prêts (à l'exclusion des découverts bancaires), la période moyenne de fixation initiale du taux présente également des différences dans une même catégorie d'instrument. Attendu que la courbe des rendements est généralement orientée à la hausse, les taux d'intérêt devraient être

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

Les sociétés non financières ont encore accru leur demande de financement externe en 2006.

La demande de financement externe s'est intensifiée, nonobstant d'abondantes ressources d'autofinancement. La rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro est demeurée élevée en 2006, comme l'indique, par exemple, le résultat net rapporté au chiffre d'affaires (cf. graphique 20)⁹. Les ratios de bénéfices ont particulièrement augmenté dans

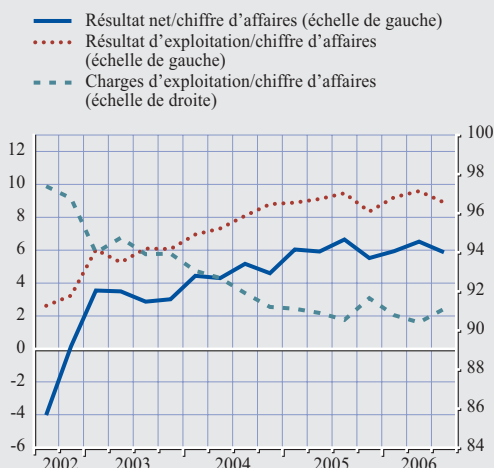
le secteur des transports et de la communication, alors que la hausse des bénéfices dans les secteurs du commerce de gros et de détail est demeurée inférieure à la progression moyenne de toutes les sociétés non financières cotées. Cette dernière évolution pourrait être le reflet de la croissance modérée de la consommation privée dans la zone euro.

Fin 2006, le taux de croissance annuel réel du financement des sociétés non financières a

⁹ Cf. l'encadré intitulé *Évolution de la rentabilité et de l'endettement des sociétés cotées non financières dans la zone euro* du Bulletin mensuel de la BCE de juin 2006

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

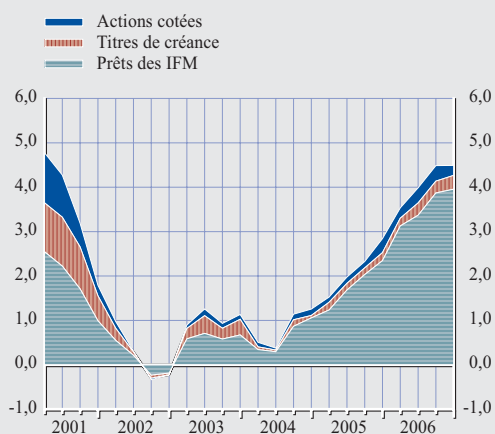
(en pourcentage)



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

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

atteint 4,5 %, contre 1,2 % fin 2004. Cette évolution est essentiellement due à une forte croissance de la contribution des prêts consentis par les IFM, alors que la progression de la contribution des titres de créance et des actions cotées a été plus modeste (cf. graphique 21).

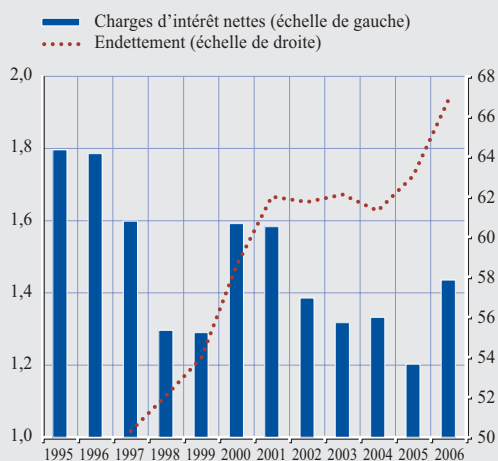
La croissance soutenue des prêts accordés par les IFM, toutes échéances confondues, s'est poursuivie en 2006, et en décembre 2006 les prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières ont augmenté à un rythme annuel de 13 % en termes nominaux. Même si de tels taux de croissance annuels n'avaient plus été observés depuis l'introduction de l'euro en 1999, il convient de garder à l'esprit que la dynamique des prêts bancaires aux sociétés non financières a également été vigoureuse dans d'autres grandes économies, notamment aux États-Unis, où la progression des prêts bancaires a même été encore plus vive ces dernières années. Selon l'évaluation des banques, telle que rapportée dans l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, les besoins

de financement liés à l'activité économique réelle – notamment pour ce qui est des stocks, des fonds de roulement et des investissements en capital fixe – expliquent de plus en plus l'accroissement persistant de la demande de prêts dans la zone euro en 2006. D'autres facteurs de nature plus financière, comme les besoins de financement aux fins des opérations de fusion et acquisition, ont toutefois également continué de concourir à la demande nette de crédits. Un relâchement des conditions de l'offre de prêts bancaires au cours des dernières années pourrait avoir contribué à déterminer l'évolution actuelle des crédits aux entreprises.

Contrastant avec la vigueur du financement bancaire des entreprises, le financement de marché – par endettement comme par émission d'actions – est demeuré relativement faible. La croissance annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières, qui s'est établie aux alentours de 4 % en moyenne en 2006, est restée relativement modeste, à l'instar des années précédentes. Cette

Graphique 22 Endettement et charges d'intérêt nettes des sociétés non financières

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat

Note : Les données pour 2006 sont des estimations.

progression modérée s'explique probablement par la hausse plus forte du coût de la dette de marché par rapport à celui de la dette bancaire en 2006, ainsi que par la substitution des titres de créance par des prêts dans le cadre du financement des fusions et acquisitions. Il semble en effet que l'intensification des opérations de fusion et acquisition est principalement financée par des prêts bancaires syndiqués plutôt que par des titres de créance, auxquels on recourait plus largement dans le passé dans le cadre de telles opérations.

Le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les sociétés non financières a eu tendance à s'accroître tout au long de 2006, même s'il est dans l'ensemble demeuré limité. La contribution globalement modeste de l'émission nette d'actions cotées au financement net du secteur des entreprises de la zone euro tient probablement au coût réel des actions, qui est sensiblement plus élevé que celui du financement par endettement. La popularité persistante des programmes de rachat d'actions explique peut-être elle aussi la faiblesse de ce taux. En revanche, les émissions brutes ont légèrement augmenté récemment, soutenues

aussi bien par les nouvelles introductions en bourse que par les appels à l'épargne sur le marché secondaire. Plus généralement, la reprise des émissions brutes d'actions par les sociétés non financières tient probablement à l'accélération de la croissance économique dans la zone euro¹⁰.

HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

S'agissant de l'évolution des bilans des sociétés non financières de la zone euro, le renforcement substantiel du financement par endettement de ce secteur a entraîné une nouvelle augmentation du ratio d'endettement en 2006. Après une période de consolidation, le ratio d'endettement des sociétés non financières dépasse à présent les ratios qui avaient été enregistrés lors du précédent pic atteint mi-2003, qui avait succédé à une forte hausse de l'endettement pendant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix.

Les charges d'intérêt nettes des sociétés non financières sur leurs prêts et dépôts auprès des IFM, mesurées en pourcentage du PIB, ont sensiblement reflué durant la première moitié des années quatre-vingt-dix et se sont stabilisées à un niveau relativement peu élevé en 2005. Les évolutions récentes de l'endettement, de même que celles des taux d'intérêt, ont entraîné une sensible augmentation des charges d'intérêt des sociétés non financières dans le courant de 2006.

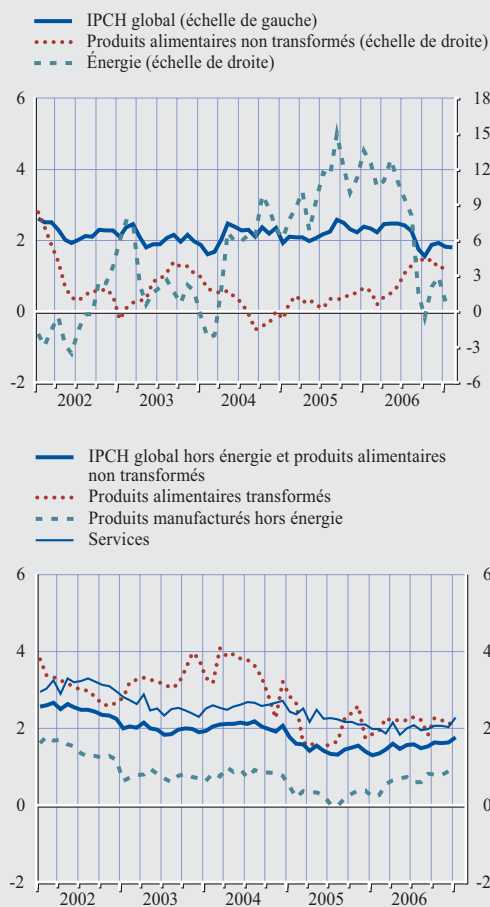
2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

L'IPCH global s'est établi à 2,2 % en moyenne en 2006, soit un niveau inchangé par rapport à 2005. En dépit de cette stabilité, les taux d'inflation annuels ont fait montre d'une volatilité considérable au cours de l'année, en raison essentiellement de l'évolution des prix de l'énergie. Quelques tensions latentes supplémentaires ont subsisté dans le contexte, plus particulièrement, du net renchérissement des matières premières hors énergie observé

10 Cf. l'article intitulé *Émission d'actions dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2006

Graphique 23 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

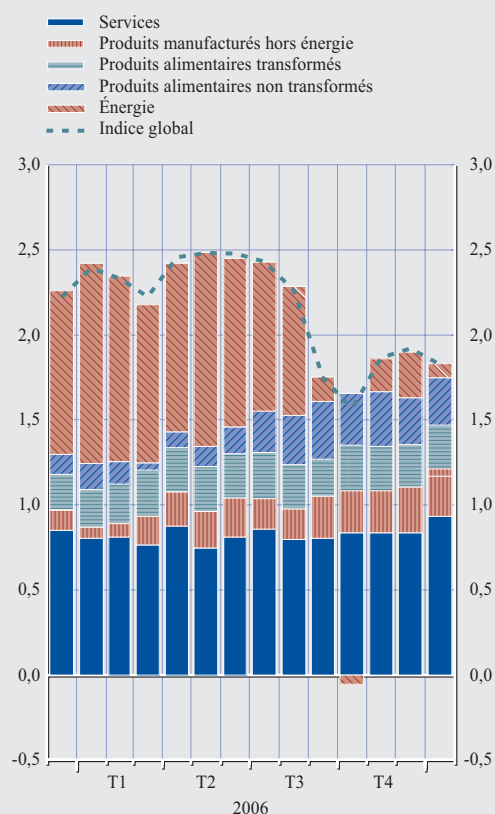
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Graphique 24 Contributions des principales composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

partout dans le monde. Parallèlement, la hausse des prix des biens intermédiaires s'est sensiblement accélérée en 2006. En aval de la chaîne de production, une certaine progression des prix à la production des biens de consommation pourrait être le signe de l'émergence d'éventuels effets indirects de hausses antérieures des prix des matières premières. Ces effets sont jusqu'à présent restés contenus. Enfin, l'évolution modérée des coûts salariaux enregistrée en 2006 a continué de contribuer aux tensions inflationnistes globalement modestes, tandis que l'appréciation du taux de change a eu un effet similaire.

L'INFLATION GLOBALE A ÉTÉ SENSIBLEMENT INFLUENCÉE PAR LES ÉVOLUTIONS DES PRIX DE L'ÉNERGIE

Les fluctuations à court terme des prix des produits pétroliers et les effets de base induits par les évolutions antérieures des prix de l'énergie ont largement contribué à façonner le profil de l'IPCH global en 2006 (cf. graphique 23).

Le cours moyen (en euro) du baril de *Brent* s'est accru de quelque 20 % en 2006, après avoir bondi de quelque 45 % en 2005 (cf. tableau 1). Les prix des produits pétroliers ont eux aussi affiché une volatilité considérable en 2006 ;

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2004	2005	2006	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 Janv.	2007 Fév.
IPCH et composantes										
Indice global ¹⁾	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Énergie	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Produits alimentaires transformés	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Produits alimentaires non transformés	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Services	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ²⁾	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Cours du pétrole (en euros par baril) ³⁾	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Cours des matières premières ⁴⁾	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

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

1) La hausse de l'IPCH en février 2007 est une estimation rapide d'Eurostat.

2) Hors construction

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

4) Hors énergie ; en euros

ils ont progressé durant le premier semestre de l'année jusqu'à atteindre des niveaux historiquement élevés en août, avant de fortement reculer. Cette baisse des prix du pétrole brut s'est accompagnée d'un rapide repli des prix à la consommation de l'énergie liés au pétrole. En outre, il est apparu que l'incidence sur les prix avait été renforcée par une nette réduction de la marge de raffinage de l'essence¹¹. La contribution des hausses des prix de l'énergie au taux de l'IPCH global, qui a été particulièrement vive au premier semestre de 2006, a sensiblement diminué au second semestre (cf. graphique 24). Les nets renchérissements de l'énergie observés en 2005 ont entraîné des effets de base favorables durant la plus grande partie de 2006¹².

La contribution des prix des produits alimentaires non transformés au taux d'inflation global a été considérablement plus importante en 2006 que les années précédentes, eu égard aux évolutions particulièrement vives observées aux troisième et quatrième trimestres. Cela s'explique notamment par les conditions météorologiques qui ont régné sur la plus grande partie de l'Europe durant l'été et qui ont affecté l'offre de fruits et légumes. De plus, la contribution des prix de la viande s'est elle aussi accrue en cours d'année.

Le taux annuel de croissance de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'est établi à 1,5 % en moyenne en 2006, soit un taux globalement inchangé par rapport à 2005. Une légère hausse de l'inflation a toutefois été enregistrée en cours d'année en ce qui concerne l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, qui est passé de 1,4 % environ au premier trimestre à 1,6 % au quatrième trimestre. Cette remontée était principalement imputable à l'accélération observée du taux de progression annuel des prix des produits manufacturés hors énergie, qui est passé de 0,3 % au premier trimestre à 0,8 % au quatrième trimestre. Cet accroissement a très probablement reflété une répercussion progressive sur les consommateurs des augmentations antérieures des coûts des matières premières énergétiques et non énergétiques. La majoration des prix des services est demeurée globalement stable en 2006, aux alentours de 2 %, en dépit d'une certaine volatilité à court terme due à certaines sous-composantes, comme le prix des voyages organisés, qui ont été affectés par le changement dans la date des vacances de printemps en 2006.

11 Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des prix du pétrole et de l'essence* du Bulletin mensuel de la BCE de novembre 2006

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

Globalement, les tensions sur les prix intérieurs ont été contenues en 2006, et la répercussion du renchérissement passé du pétrole et d'autres matières premières sur les prix à la consommation est restée limitée.

En dépit de chocs inflationnistes significatifs en 2006, résultant en particulier de l'évolution des prix de l'énergie, et d'une inflation globale constamment supérieure à 2 % durant les trois premiers trimestres, les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix (cf. encadré 3).

Encadré 3

LES ANTICIPATIONS D'INFLATION À PLUS LONG TERME DANS LA ZONE EURO

Le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal de la politique monétaire de la BCE. A cette fin, le Conseil des gouverneurs de la BCE vise à maintenir le taux de progression annuel de l'IPCH dans la zone euro à un niveau inférieur mais proche de 2 % à moyen terme. La stabilisation des anticipations d'inflation à plus long terme des agents économiques dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix constitue une condition préalable à une politique monétaire efficace. Alors que des chocs échappant au contrôle de la politique monétaire, tels que les hausses des prix des produits pétroliers, peuvent avoir une incidence sur l'inflation globale à court terme et, partant, sur les anticipations d'inflation à court terme, les anticipations d'inflation à plus long terme devraient, quant à elles, refléter la mesure dans laquelle les agents économiques sont d'avis que la BCE atteindra son objectif de stabilité des prix. Une politique monétaire crédible contribue à ancrer les anticipations d'inflation à plus long terme à cet objectif. Le présent encadré passe en revue les différentes mesures des anticipations d'inflation à plus long terme pouvant être utilisées pour évaluer la crédibilité de la politique monétaire menée dans la zone euro, et examine les évolutions de ces mesures depuis 2001.

Différentes mesures des anticipations d'inflation à plus long terme

Les informations sur les anticipations d'inflation à plus long terme des agents économiques de la zone euro proviennent de deux types de mesures, celles fondées sur des enquêtes et celles fondées sur les marchés de capitaux. Elles diffèrent par le type de mesure (directe ou indirecte), par la catégorie des agents concernés et par l'horizon temporel utilisé¹. Il existe actuellement au niveau de la zone euro trois sources d'informations qui portent sur les anticipations d'inflation à long terme et se fondent sur des enquêtes. Tout d'abord, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) présente, depuis 2001, sur une base trimestrielle, les prévisions d'inflation à cinq ans d'un panel d'experts issus à la fois d'institutions financières et non financières établies dans l'UE². Ensuite, Consensus économique publie, deux fois par an, les prévisions à long terme (de six à dix ans) d'experts issus de banques et d'autres institutions financières quant à l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro. Enfin, le Baromètre de la zone euro présente tous les trimestres des prévisions d'inflation à un horizon pouvant aller jusqu'à quatre ans.

1 Pour de plus amples informations, cf. l'article intitulé *Mesures des anticipations d'inflation dans la zone euro*, du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2006

2 Les anticipations d'inflation à plus long terme ne sont disponibles en 1999 et 2000 que sur une base annuelle.

Les anticipations d'inflation à plus long terme peuvent également être dérivées d'instruments de marché. Des informations sur les anticipations d'inflation moyenne des opérateurs des marchés de capitaux et portant sur la maturité résiduelle d'une obligation peuvent être obtenues en calculant l'écart de rendement entre une obligation conventionnelle et une obligation de même échéance indexée sur l'inflation. Cette mesure est généralement appelée « point mort d'inflation ». Une autre mesure des anticipations d'inflation à long terme fondée sur les marchés de capitaux peut être tirée des *swaps* de même échéance indexés sur l'inflation. Toutes ces mesures basées sur les marchés de capitaux présentent l'avantage d'être disponibles en temps réel, pour une large gamme d'horizons possibles. Toutefois, elles ne constituent généralement pas des mesures directes des anticipations d'inflation, étant donné qu'elles incorporent très probablement des primes de risque non observables (en particulier une prime de risque d'inflation et une prime de liquidité) et peuvent parfois aussi être biaisées par des facteurs de marché techniques. Quoi qu'il en soit, par rapport aux enquêtes, les indicateurs fondés sur les marchés de capitaux sont plus étroitement liés au comportement économique réel. Dans l'ensemble, étant donné qu'il n'existe que des indicateurs imparfaits des anticipations d'inflation à plus long terme, il est préférable de baser l'analyse sur une combinaison de ces mesures, en recoupant les informations provenant de diverses sources.

Évolutions des anticipations d'inflation à plus long terme depuis 2001

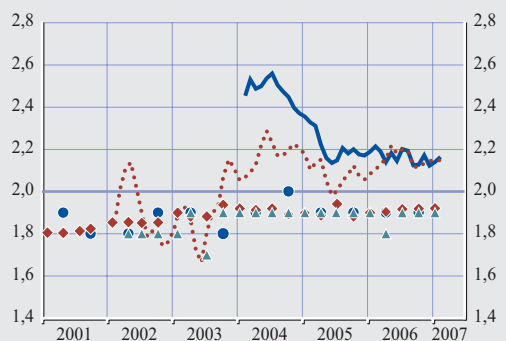
Le graphique A présente les mesures susmentionnées des anticipations d'inflation à plus long terme. En dépit de leur horizon temporel différent, les mesures livrent des messages relativement identiques. En particulier, les mesures des anticipations d'inflation moyenne à plus long terme fondées sur des enquêtes affichent généralement une stabilité remarquable, s'établissant à des niveaux inférieurs mais proches de 2 %. Les points morts d'inflation ont été plus volatiles, atteignant des niveaux supérieurs à 2 %. Ces niveaux peuvent cependant être rattachés au fait qu'ils ne reflètent pas uniquement les anticipations d'inflation mais qu'ils incluent également une prime positive, quoique d'amplitude variable, pour les risques d'inflation.

La stabilité des mesures des anticipations d'inflation moyenne fondées sur des enquêtes est remarquable. Cette stabilité masque toutefois des révisions régulières des prévisions individuelles, qui se sont compensées. Ainsi, comme le montre le graphique B, les résultats de l'EPP indiquent un glissement progressif dans la distribution des fréquences des anticipations depuis 2001, conduisant à une réduction de l'écart type entre les réponses individuelles et à une augmentation de la proportion des personnes interrogées dont

Graphique A Mesures des anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

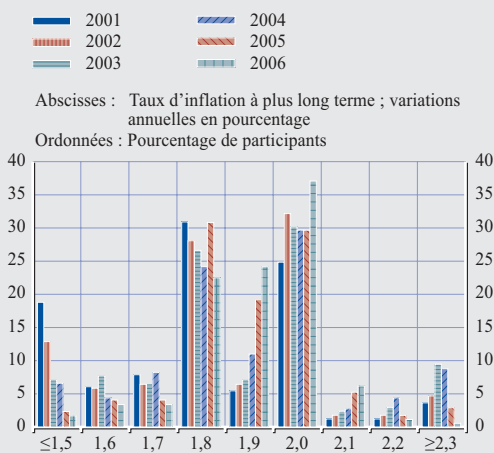
- Consensus économique – horizon de six à dix ans
- ◆ Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) de la BCE – horizon de cinq ans
- ▲ Baromètre de la zone euro – horizon de quatre ans
- Point mort d'inflation implicite anticipé à cinq ans dans cinq ans
- Point mort d'inflation à dix ans



Sources : Consensus économique, Baromètre de la zone euro, BCE, Reuter et calculs de la BCE

Note : Le point mort d'inflation à dix ans est tiré des obligations d'échéance 2012 jusqu'en mars 2005 et des obligations d'échéance 2015 ensuite. La dernière enquête du Consensus économique concerne la période 2012-2016 ; la dernière EPP de la BCE et le dernier Baromètre de la zone euro concernent 2011.

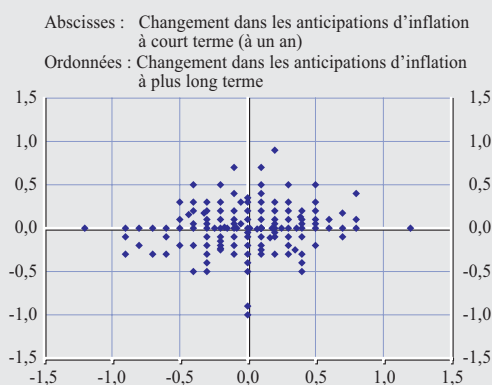
Graphique B Distribution des fréquences des anticipations d'inflation à cinq ans parmi les participants à l'EPP (2001-2006)



Source : BCE

Graphique C Relation entre les révisions des anticipations d'inflation à court terme et à plus long terme dans le cadre de l'EPP (2001-2006)

(points de pourcentage)



Source : BCE

les anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent à 1,9 % et à 2,0 %. Parallèlement, le pourcentage de personnes interrogées tablant sur une inflation égale ou inférieure à 1,6 % a diminué depuis 2001.

La capacité d'une banque centrale à ancrer les anticipations d'inflation peut être appréhendée par la mesure dans laquelle les anticipations d'inflation à long terme répondent aux changements opérés dans les anticipations d'inflation à très court terme. Le graphique C présente les révisions individuelles des anticipations d'inflation à court terme (c'est-à-dire à un an) et à plus long terme (c'est-à-dire à cinq ans) entre deux enquêtes, telles qu'elles sont fournies par les participants à l'EPP. Ce graphique montre ainsi la faible corrélation entre l'évolution des prévisions d'inflation à court terme et celle des anticipations à long terme. En dépit d'un certain nombre de chocs à court terme exerçant une pression à la hausse sur les prix (par exemple, augmentations des prix des produits pétroliers, chocs liés aux conditions météorologiques et chocs alimentaires, combinés à des augmentations imprévues des prix administrés et de la fiscalité indirecte) et d'un biais persistant à la baisse des anticipations d'inflation à court terme des prévisionnistes professionnels, aucun impact n'est visible sur les anticipations d'inflation à plus long terme. La résistance des anticipations d'inflation à plus long terme montre que les agents économiques sont d'avis que la BCE veillera à ce que de tels chocs à court terme n'affectent pas l'évolution des prix à moyen et à long termes.

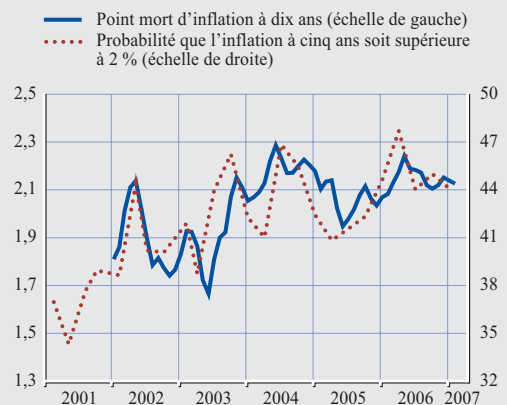
Changements de la distribution de probabilités comme indicateur de la perception des risques pesant sur la stabilité des prix

Les participants à l'EPP sont également invités à joindre à leurs prévisions une distribution de probabilités. Exprimée en pourcentage, cette distribution fournit des informations sur la probabilité associée au niveau futur de l'inflation dans un intervalle spécifique. À un niveau agrégé, elle permet de déterminer dans quelle mesure les experts interrogés évaluent, en moyenne, le risque que l'inflation soit supérieure ou inférieure à la fourchette de prévisions la plus probable. Compte tenu de la définition quantifiée de l'objectif de stabilité des prix de la

BCE, la probabilité avancée dans l'EPP d'une inflation à plus long terme supérieure ou égale à 2 % peut être utilisée comme indicateur supplémentaire pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix tels que perçus par les participants à l'enquête. La probabilité, indiquée par ces derniers, d'une inflation à plus long terme (c'est-à-dire à cinq ans) supérieure ou égale à 2 % a progressivement augmenté, puisqu'elle est passée de quelque 35 % en 2001 à quelque 40 % en 2003. Elle s'est quelque peu stabilisée ces dernières années, variant dans une fourchette comprise entre 40 et 45 %. La moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme de l'EPP étant restée inchangée à 1,9 % depuis le début de 2002, les changements de la probabilité semblent refléter des modifications dans l'évaluation des risques par les participants à l'enquête. Ce point de vue est également confirmé par le graphique D, qui indique un certain parallélisme entre la probabilité d'une inflation à cinq ans supérieure ou égale à 2 % et une mesure de point mort d'inflation à dix ans, qui comprend une prime de risque d'inflation.

Graphique D Probabilité que le taux d'inflation à cinq ans mesuré par l'IPCH soit égal ou supérieur à 2 % dans le cadre de l'EPP et point mort d'inflation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, Reuter et calculs de la BCE

Note : Le point mort d'inflation à dix ans est tiré des obligations d'échéance 2012 jusqu'en mars 2005 et des obligations d'échéance 2015 ensuite.

Conclusion

Dans l'ensemble, une analyse basée sur un recoupement des diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme montre qu'en dépit des hausses de l'inflation réelle et des anticipations d'inflation à court terme dues à des chocs récents, les anticipations d'inflation à plus long terme ont affiché une résistance remarquable et sont généralement restées bien ancrées à des niveaux conformes à l'objectif défini par la BCE de maintenir l'inflation à un niveau proche mais inférieur à 2 %. Il n'y a pas pour autant de place pour la complaisance. La perception d'un risque d'inflation égale ou supérieure à 2 % à plus long terme s'est renforcée. Bien que la vigilance reste de mise, les données relatives aux anticipations d'inflation à long terme soutiennent néanmoins l'opinion selon laquelle la politique monétaire de la BCE est jugée crédible par les agents économiques de la zone euro.

LES EFFETS INDIRECTS SONT DEMEURÉS LIMITÉS AUX ÉTAPES ULTÉRIEURES DE LA PRODUCTION

Le rythme annuel global de progression des prix à la production (hors construction) dans la zone euro a augmenté, passant de 4,1 % en moyenne en 2005 à 5,1 % en 2006 (cf. graphique 25). Alors que cette hausse a principalement été tirée par les prix de l'énergie, le taux de croissance annuel des prix à la production hors construction

et énergie a lui aussi suivi une tendance haussière en 2006, reflétant les fortes tensions exercées par les prix des matières premières hors énergie et les effets indirects de l'envol des prix des produits pétroliers.

Le taux de variation annuel des prix des biens intermédiaires s'est sensiblement accéléré au premier semestre de 2006, passant de 1,9 % en décembre 2005 à 6,4 % en août 2006. Ce taux

de progression – le plus élevé en plus d’une décennie – était dans une large mesure imputable à une flambée des cours des matières premières industrielles, en particulier des métaux. En outre, l’effet indirect de la hausse des prix des produits pétroliers a également contribué, fût-ce dans une moindre mesure, à exercer des tensions sur les prix des biens intermédiaires. Durant le second semestre 2006, le renchérissement des biens intermédiaires est en fait demeuré important. Sa dynamique à court terme s’est toutefois ralentie vers la fin de l’année, probablement à la suite d’un certain tassement de la progression des prix des matières premières non énergétiques, de même qu’en raison du recul des prix des produits pétroliers et de l’appréciation de l’euro vis-à-vis du dollar américain.

En aval de la chaîne de production, la hausse des prix à la production a été plus limitée, même si la progression annuelle des prix des biens d’équipement et de consommation a poursuivi la tendance à la hausse observée depuis mi-2005. Ces évolutions ont largement reflété l’incidence haussière associée aux effets indirects des renchérissements antérieurs des matières premières. S’agissant des biens de consommation, un certain ralentissement a pu être observé après août, imputable à l’effet combiné de deux facteurs spécifiques (liés aux prix du tabac et à des considérations sanitaires). Si l’on exclut l’incidence de ces facteurs spécifiques, le profil d’évolution sous-jacent indiquait que les entreprises étaient partiellement en mesure de répercuter l’augmentation des coûts des consommations intermédiaires sur leurs clients.

Globalement, à la fin de 2006, la répercussion des hausses antérieures des prix des matières premières sur les prix à la production a été limitée ; il est possible que la baisse des prix des produits pétroliers observée après août et l’appréciation de l’euro au cours du quatrième trimestre l’aient atténuée. La faiblesse des tensions sur les coûts salariaux est elle aussi susceptible d’avoir contribué à modérer l’effet des tensions externes sur les prix. Néanmoins,

Graphique 25 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

et pour autant que le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix se renforce parallèlement à l’amélioration des perspectives économiques, il y a un risque croissant d’un emballement de l’inflation au cas où la hausse des coûts des consommations intermédiaires hors salaires enregistrée dans certains secteurs serait répercutée sur les consommateurs.

LES ÉVOLUTIONS DES COÛTS SALARIAUX SONT DEMEURÉES MODÉRÉES

Le rythme annuel de progression de la rémunération par tête a légèrement augmenté en 2005 et en 2006. Il a atteint 2,1 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2006, après avoir affiché un niveau moyen beaucoup plus faible de 1,6 % en 2005 (cf. tableau 2).

La croissance des coûts salariaux horaires totaux ayant présenté un profil assez stable au cours de cette même période, elle a probablement été le reflet d’un ajustement à la hausse des heures ouvrées par personne occupée qui s’est inscrit dans la ligne de la reprise

Tableau 2 Indicateurs de coûts salariaux

(variations annuelles en pourcentage)

	2004	2005	2006	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
Salaires négociés	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Coûts salariaux horaires totaux	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Rémunération par tête	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Coûts salariaux unitaires	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

Note : Les données relatives aux salaires négociés ne comprennent pas la Slovénie.

progressive de l'activité économique¹³. Une évolution identique a été observée au niveau sectoriel en 2006, quoique la progression de la rémunération par tête ait été un peu plus dynamique et volatile dans le secteur industriel que dans celui des services (cf. graphique 26). Ces variations du nombre d'heures ouvrées par personne occupée exercent également un effet haussier sur la productivité du travail par personne occupée, ce qui signifie qu'elles sont neutres en ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux unitaires.

Tous les autres indicateurs de coûts salariaux disponibles ont confirmé la persistance de la

modération salariale en 2006, même si la situation a été très différente d'un pays à l'autre. La hausse du taux de croissance de ces indicateurs observée au deuxième trimestre a été temporaire car elle résultait de l'incidence de paiements exceptionnels dans certains pays. La croissance des salaires négociés est restée modeste en 2006 (elle s'est établie à 2,2 % en moyenne, après 2,1 % en 2005), en dépit de la volatilité enregistrée en cours d'année.

Le rythme annuel de progression des coûts salariaux unitaires est demeuré stable, à 0,8 %, durant les trois premiers trimestres de 2006, soit un niveau inférieur à ceux observés en 2005 et les années précédentes. Globalement, les coûts salariaux ont continué de contribuer à la faiblesse des tensions inflationnistes internes au sein de la zone euro. Dès lors, le redressement de l'activité économique et l'amélioration des conditions sur le marché du travail observés en 2006 ne semblent pas avoir conduit à une accumulation significative de tensions salariales en cours d'année. Cela a probablement reflété l'incidence exercée par certains facteurs sur le résultat des négociations salariales, comme la menace de délocalisation dans un contexte de fortes pressions concurrentielles à l'échelle mondiale, en particulier dans le secteur manufacturier, et une prise de conscience accrue de la nécessité de préserver la compétitivité des coûts. D'autres éléments sont également susceptibles d'avoir joué un rôle, comme les effets bénéfiques sur les anticipations

Graphique 26 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

13 Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de septembre 2006

d'inflation d'une politique monétaire crédible, la réduction de la couverture des travailleurs syndiqués et l'accroissement de la part des contrats de travail à temps partiel et à court terme. Les réformes du marché du travail pourraient ainsi avoir joué un rôle dans la poursuite de la modération des coûts salariaux.

La modération salariale et le redressement de l'activité économique ont étayé l'évolution des résultats dans la zone euro en 2006. L'indicateur de marge de profit, mesuré par la différence entre le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires, a fait état de la poursuite d'une croissance robuste jusqu'au troisième trimestre 2006.

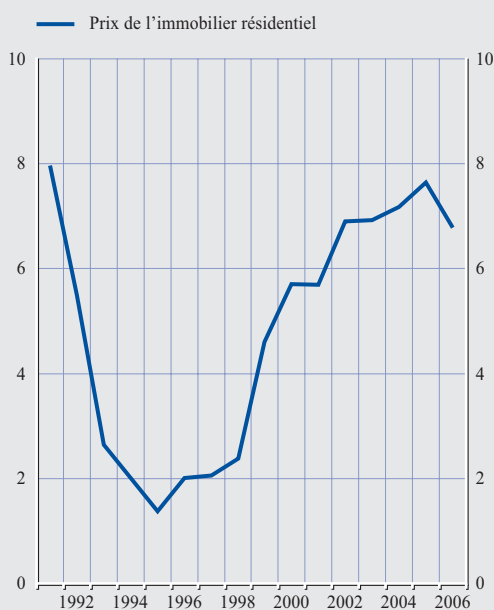
LES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL ONT MONTRÉ CERTAINS SIGNES DE MODÉRATION

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro, qui ne sont pas inclus dans la mesure

de l'IPCH, ont montré des signes d'une nouvelle décélération progressive en 2006 (cf. graphique 27). Sur la base des informations disponibles, on estime que leur rythme de croissance annuel est revenu à 6,8 % au premier semestre de 2006, contre 7,3 % au second semestre de 2005 et 8 % au premier semestre de 2005. Au niveau des pays, une certaine modération de l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel par rapport au second semestre 2005 a pu être observée en Belgique, en Espagne, en France et en Italie. Dans les autres pays de la zone euro, les taux de croissance sont demeurés globalement stables, exception faite de l'Irlande, où ils se sont envolés. Selon les données disponibles, l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel a continué d'être très diversifiée dans la zone euro en 2006. L'atonie persistante du marché immobilier allemand contraste plus particulièrement avec les

Graphique 27 Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

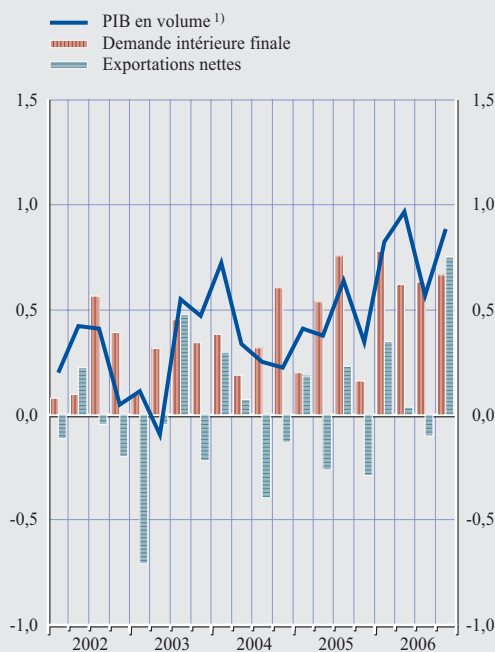
(variations annuelles en pourcentage ; données annuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir de données nationales non harmonisées
 Note : Les données pour 2006 portent sur le premier semestre de l'année.

Graphique 28 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



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

évolutions enregistrées dans la plupart des autres économies de la zone euro.

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

REBOND DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN 2006

Après s'être établie à 1,5 % en 2005, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est nettement renforcée en 2006, ressortant à 2,8 % (après correction du nombre de jours ouvrés), atteignant ainsi un niveau à la fois supérieur aux estimations disponibles du potentiel de croissance et le plus élevé enregistré depuis 2000. L'activité économique, qui avait commencé à s'améliorer au second semestre 2005, s'est encore accélérée au premier semestre 2006, ne ralentissant que légèrement par la suite. Cette bonne performance a été en partie inattendue et a traduit, notamment,

un renforcement significatif de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, conjugué à des améliorations sensibles des conditions sur le marché du travail, tandis que le second semestre a été marqué par une nette diminution de l'effet des chocs antérieurs défavorables (en particulier les hausses des cours du pétrole).

L'économie de la zone euro s'est en effet redressée en 2006 à la suite d'une période prolongée de faible croissance qui avait débuté en 2001. En dépit de la forte croissance de l'économie mondiale, le rythme d'activité décevant constaté avant 2006 a été lié à un certain nombre de facteurs, en particulier le manque de résistance à différents chocs, comme les très fortes hausses des cours du pétrole. L'atonie de la demande intérieure au cours de cette période pourrait également avoir été le reflet des incertitudes des agents économiques du secteur privé quant à leurs revenus futurs. Le

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾									Taux trimestriels ²⁾				
	2004	2005	2006	2005	2006	2006	2006	2006	2005	2006	2006	2006	2006	
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4	
Produit intérieur brut en volume	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9	
<i>dont :</i>														
Demande intérieure ³⁾	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1	
Consommation privée	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5	
Consommation publique	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5	
Formation brute de capital fixe	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2	
Variation des stocks ⁴⁾	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5	
Exportations nettes ³⁾	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8	
Exportations ⁵⁾	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7	
Importations ⁵⁾	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9	
Valeur ajoutée brute en volume														
<i>dont :</i>														
Industrie hors construction	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4	
Construction	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5	
Services purement marchands ⁶⁾	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

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

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

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

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

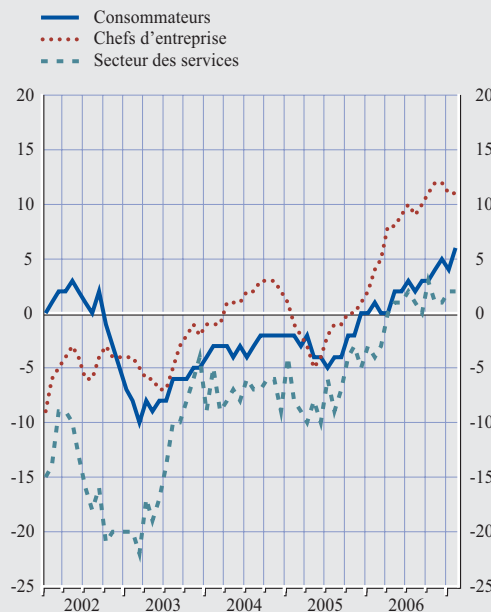
ralentissement conjoncturel qui a débuté en 2001 a été également associé à un important ajustement à la baisse des prix des actifs financiers et à un besoin urgent de la part des entreprises de restructurer leurs bilans, ce qui a limité l'investissement et la création d'emplois. Tandis que le processus de restructuration des bilans progressait significativement et que la confiance des chefs d'entreprise s'améliorait à la faveur de conditions de financement durablement favorables, l'investissement et, dans une moindre mesure, la demande de travail se sont redressés, contribuant au dynamisme de la demande intérieure en 2006. Par ailleurs, la robustesse de la croissance mondiale a favorisé les exportations. Toutefois, le commerce extérieur a apporté une contribution globalement neutre à la croissance économique (cf. graphique 28), attribuable, en particulier, au renforcement de l'activité intérieure qui a dopé les importations en provenance du reste du monde.

S'agissant des composantes intérieures de la croissance, la progression de l'investissement total a nettement repris en 2006, atteignant 4,3 %, soit son plus haut niveau depuis 2000, contre 2,7 % en 2005 (cf. tableau 3). Cette accélération a été particulièrement sensible dans le secteur de la construction mais elle a été aussi observée dans le secteur hors construction. Portée par un environnement extérieur favorable, la croissance de l'investissement a également bénéficié de marges bénéficiaires élevées et à la hausse, de perspectives bien orientées de la demande et de faibles coûts de financement externe. En outre, l'investissement dans la construction a été vigoureux, cette évolution concernant la FBCF logement et, tout particulièrement, la FBCF autres constructions.

La croissance de la consommation privée est passée de 1,5 % en 2005 à 1,8 % en 2006. Dans le contexte d'une nette amélioration de la confiance des consommateurs, la modeste accélération de la demande des ménages en 2006 a vraisemblablement profité de la plus forte progression du revenu réel disponible. Les gains de revenu réel en 2006 ont résulté principalement

Graphique 29 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinions cvs)



Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
Notes : Les données présentées sont des données centrées.

de la forte croissance de l'emploi et de la progression des revenus non salariaux, et sont intervenus en dépit de l'effet négatif de la hausse des coûts de l'énergie sur le pouvoir d'achat des ménages. En comparaison, la rémunération réelle par tête n'a que légèrement augmenté. Ces effets n'ont pas été contrebalancés par une hausse de l'épargne des ménages. L'incidence positive sur le taux d'épargne résultant d'un certain lissage de la consommation, dans un contexte de renforcement de la croissance des revenus et de hausse des taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances, a été plus que compensée par une réduction de l'épargne de précaution imputable aux évolutions du marché du travail et, probablement, à la forte dynamique de la richesse nette des ménages.

D'un point de vue sectoriel, l'accélération de l'activité en 2006 a été particulièrement prononcée dans le secteur de l'industrie (hors construction) tandis que la croissance de

la valeur ajoutée dans le secteur des services marchands a été plus modérée. Ces évolutions sont cohérentes avec les améliorations significatives de la confiance des chefs d'entreprise dans le secteur industriel enregistrées depuis le second semestre 2005, alors que les améliorations observées dans les services ont été moins marquées (cf. graphique 29).

Diverses mesures de la dispersion indiquent que le degré de divergence des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro s'est légèrement réduit en 2006 (cf. encadré 4). Par rapport à l'année précédente, la progression annuelle moyenne du PIB en volume a été plus forte dans la plupart des pays de la zone et est restée stable dans les autres pays.

Encadré 4

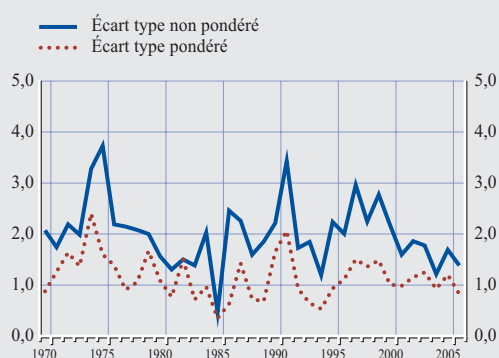
LES DIFFÉRENTIELS DE CROISSANCE ENTRE LES PAYS DE LA ZONE EURO

Dans toute union monétaire, des différences existent entre les évolutions économiques enregistrées par ses membres. Le présent encadré donne un bref aperçu de l'ampleur des différentiels de croissance entre les pays de la zone euro et de la façon dont ils ont évolué dans le temps. En outre, il évoque certains facteurs à l'origine de ces écarts et examine leurs implications pour la politique monétaire.

La dispersion des taux de croissance du PIB en volume entre pays de la zone euro, mesurée par l'écart type non pondéré, fluctue autour de 2 points de pourcentage et globalement, elle ne s'est véritablement inscrite ni en hausse ni en baisse au cours des trente-cinq dernières années (cf. graphique). La même évolution s'applique à la dispersion pondérée de la croissance du PIB mais, dans ce cas, l'écart type oscille autour de 1 point de pourcentage. Toutefois, depuis le début de la phase III de l'UEM en 1999, la dispersion non pondérée entre pays de la zone euro a fléchi, alors que la dispersion pondérée a été globalement stable. La différence entre ces deux mesures reflète le fait que dans certaines petites économies de la zone euro, la croissance du PIB en volume s'est rapprochée de la moyenne de la zone euro depuis 1999.

Dispersion de la croissance du PIB en volume entre pays de la zone euro

(en points de pourcentage)



Source : Commission européenne

Notes : Pour l'Allemagne, les chiffres antérieurs à 1991 se rapportent à l'Allemagne de l'Ouest. Les chiffres relatifs à 2006 sont des estimations de la Commission européenne. La zone euro ne comprend pas la Slovénie.

Dans certains pays de la zone euro, le PIB en volume a systématiquement progressé au dessus ou en deçà de la moyenne de la zone euro au cours des dernières années. En particulier, la croissance du PIB en Grèce, en Espagne, en Irlande, au Luxembourg et en Finlande a dépassé chaque année la moyenne de la zone euro depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. En revanche, en Allemagne et en Italie, le PIB en volume a progressé à un rythme inférieur à la moyenne de la zone euro entre le milieu des années quatre-vingt-dix et 2005. La persistance de ces différentiels semble indiquer que la dispersion des taux de croissance du PIB en volume

dans la zone euro reflète largement des différences structurelles de croissance et, dans une moindre mesure, des écarts conjoncturels¹.

Certains écarts de croissance de la production entre les pays de la zone euro sont naturels et souhaitables. C'est le cas, par exemple, lorsque ces écarts reflètent les effets de rattrapage des pays à revenu plus faible ou des tendances démographiques divergentes. En outre, des différences temporaires peuvent apparaître entre les taux de croissance du PIB des divers pays, sous l'effet par exemple d'un processus de rééquilibrage au sein de l'union monétaire consécutif à un choc. Toutefois, des écarts persistants entre ces taux de croissance peuvent aussi refléter des politiques économiques nationales inappropriées, des inefficiences et des rigidités structurelles, ou encore un dysfonctionnement du mécanisme d'ajustement au sein de ou entre certains pays, apparaissant sous la forme de déséquilibres internes croissants et d'évolutions divergentes en matière de compétitivité.

La politique monétaire unique ne peut influencer sur les différentiels de croissance entre les pays de la zone euro. Il faut s'attaquer à la faiblesse de la croissance tendancielle à l'aide de politiques nationales bien conçues traitant des questions budgétaires et structurelles. Ces politiques doivent s'attacher, en particulier, à renforcer la capacité des économies nationales à s'ajuster aux chocs et, dans les pays enregistrant une croissance plus faible, à promouvoir des niveaux élevés de productivité et d'utilisation du facteur travail, et à améliorer le fonctionnement du Marché unique, tout en maintenant des conditions macroéconomiques stables.

1 Pour plus de détail, cf. l'encadré intitulé *Différentiels de croissance au sein de la zone euro : sont-ils de nature cyclique ou tendancielle ?* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2005

POURSUITE DE L'AMÉLIORATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est nettement améliorée en 2006, l'emploi ayant progressé à un rythme de 0,3 %

à 0,5 % en rythme trimestriel (cf. tableau 4), et son niveau ayant augmenté de plus de deux millions. Ces résultats paraissent en phase avec le profil de la croissance économique, la maîtrise des coûts salariaux réels et le probable

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

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

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Population active	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Emploi	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Agriculture ¹⁾	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Industrie ²⁾	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
– hors construction	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
– construction	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Services ³⁾	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
Taux de chômage⁴⁾													
Total	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Moins de 25 ans	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 ans et plus	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

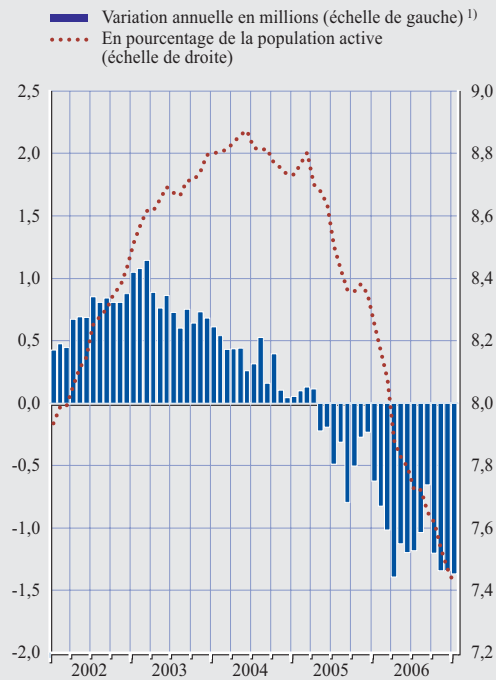
2) Comprend l'industrie manufacturière, la construction, les industries minières et extractives, ainsi que la production et la distribution d'électricité, de gaz et d'eau.

3) Hors organisations et organismes extraterritoriaux

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

Graphique 30 Chômage

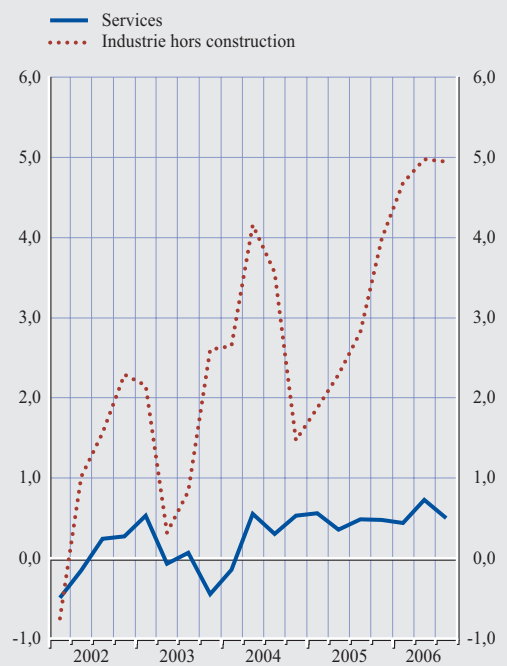
(données mensuelles cvs)



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

Graphique 31 Productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat

effet des récentes mesures qui ont favorisé le développement du travail à temps partiel et du travail indépendant. En outre, les ajustements conjoncturels touchant le facteur travail au cours de la dernière phase de ralentissement s'étant opérés en partie sous la forme d'une réduction du nombre d'heures ouvrées par tête (tant pour les personnes employées à temps partiel que celles employées à temps plein), le facteur travail a également été soutenu par un rebond du nombre d'heures travaillées sur la période récente. Au niveau sectoriel, l'emploi s'est fortement accru dans les services et la construction, tandis que le recul prolongé observé dans l'industrie (hors construction) a cessé.

Le taux de chômage, qui avait commencé à fléchir mi-2004, a poursuivi son repli en 2006, pour s'établir à 7,5 % au quatrième trimestre

(cf. graphique 30). Il convient de noter que c'est la première fois que de semblables niveaux sont atteints depuis l'origine de la série en 1993. Bien que cette évolution indique manifestement un redressement conjoncturel de la situation sur le marché du travail en 2006, la baisse du taux de chômage serait en partie de nature structurelle, résultant de l'incidence des réformes du marché du travail dans certains pays de la zone euro. Si plusieurs pays ont accompli des progrès significatifs en matière de flexibilité du marché du travail, des réformes plus ambitieuses restent nécessaires dans nombre d'entre eux.

La croissance de la productivité du travail dans l'ensemble de l'économie s'est de nouveau accélérée au cours de 2006. Cette accélération de la productivité du travail a été essentiellement le fait du secteur industriel (hors construction), tandis que la croissance de la productivité dans

le secteur des services est demeurée stable à un niveau nettement inférieur à celui de l'industrie (cf. graphique 31).

La reprise de la productivité du travail s'explique en partie par le redressement conjoncturel enregistré par l'économie de la zone euro en 2006. Toutefois, la hausse de la productivité dans la zone euro reste décevante et des facteurs structurels expliquent également cette mauvaise performance. Le ralentissement de la croissance de la productivité observé depuis le milieu des années quatre-vingt-dix pourrait résulter en

partie des effets temporaires d'une hausse structurelle de l'utilisation d'une main-d'œuvre relativement peu qualifiée dans le contexte de l'introduction de réformes du marché du travail. Toutefois, le plus faible niveau de croissance de la productivité dans la zone euro reflète également une utilisation insuffisante des nouvelles technologies génératrices de gains de productivité, ainsi qu'une insuffisance de concurrence et l'environnement réglementaire contraignant des marchés de produits (cf. encadré 5).

Encadré 5

LES ÉVOLUTIONS DE LA PRODUCTIVITÉ DANS LA ZONE EURO ET LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

L'amélioration de la productivité est un facteur clé de la croissance économique et de l'augmentation du revenu réel par habitant à moyen et long termes. À cet égard, le présent encadré décrit les principales évolutions de la productivité du travail observées dans la zone euro au cours des quinze dernières années, et étudie la nécessité de mettre en œuvre des politiques économiques qui contribuent à pérenniser la hausse des gains de productivité. La productivité se mesure en termes de productivité du travail, qui correspond à la production en volume par unité de facteur travail. Le facteur travail, quant à lui, se mesure de deux façons, c'est-à-dire en termes soit de nombre total d'heures travaillées soit de nombre de personnes employées¹.

La productivité du travail dans la zone euro a connu une évolution décevante ces dix dernières années. Sa croissance s'est ralentie par rapport aux États-Unis, quelle que soit la mesure du facteur travail utilisée². La hausse annuelle moyenne de la productivité horaire du travail a diminué, revenant de 2,1 % entre 1990 et 1995 à 1,3 % entre 1996 et 2005³. Aux États-Unis, en revanche, elle a augmenté, passant de 1,1 % à 2,4 % durant la même période (cf. graphique A). Mesurée en termes de personnes employées, la hausse de la productivité du travail est revenue de 1,7 % durant la période 1990-1995 à 0,8 % durant la période 1996-2005, alors qu'elle a progressé aux États-Unis, passant de 1,3 % à 2,1 % (cf. graphique B)⁴. La croissance de la productivité du travail (aussi bien horaire que par personne employée) a donc connu un

1 Il convient de souligner que, si le nombre total d'heures travaillées constitue la mesure préférée d'un point de vue économique, l'estimation des heures travaillées donne lieu à des erreurs de mesure. Si les données fournissent des informations utiles pour des comparaisons concernant l'évolution des tendances, elles ne conviennent pas pour les comparaisons de niveaux des heures travaillées entre économies pour une année donnée.

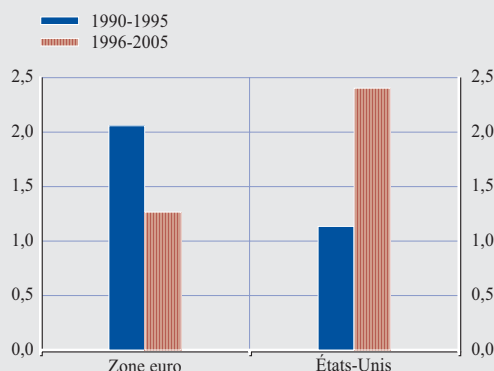
2 Compte tenu de la baisse tendancielle du nombre moyen d'heures travaillées, la croissance de la productivité horaire du travail dans la zone euro tend à être plus élevée que celle de la productivité mesurée par personne employée.

3 Cf. également l'article intitulé *Évolution de la productivité du travail dans la zone euro : tendances générales et divergences sectorielles* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2004 ainsi que l'encadré intitulé *Évolutions de la qualité du facteur travail dans la zone euro et implications pour la croissance de la productivité du travail* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2005

4 Cette analyse utilise les données du *Groningen Growth and Development Centre (GGDC), Total Economy Database*, disponibles à l'adresse internet suivante : www.ggdc.net. Ces données sont établies à partir de sources de l'OCDE mais comprennent également des calculs supplémentaires prenant en compte les différences en termes d'ajustement de qualité.

Graphique A Croissance de la productivité horaire du travail

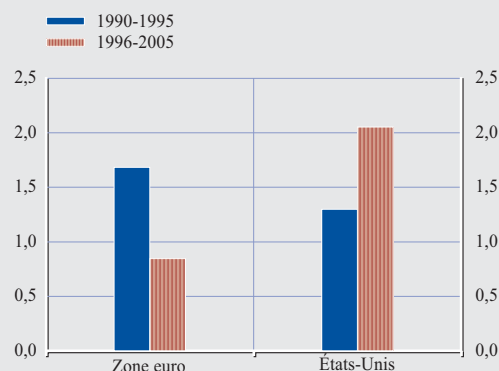
(variations annuelles moyennes en pourcentage)



Sources : Groningen Growth and Development Centre et calculs de la BCE

Graphique B Croissance de la productivité du travail par personne employée

(variations annuelles moyennes en pourcentage)



Sources : Groningen Growth and Development Centre et calculs de la BCE

renversement de tendance, la zone euro se voyant dépassée par les États-Unis au cours des dix dernières années. Si ces évolutions ont sans doute en partie été influencées par des facteurs conjoncturels, le rôle joué par les facteurs structurels ne peut être ignoré.

Le ralentissement de la croissance de la productivité du travail observé dans la zone euro peut s'expliquer en partie par la plus forte utilisation du facteur travail. Les réformes spécifiques du marché du travail mises en œuvre dans certains pays de la zone euro, telles que l'allègement des coïns fiscaux et de l'impôt implicite lié au départ à la retraite anticipée⁵, ainsi que l'assouplissement de la législation sur la protection de l'emploi (en particulier durant les années quatre-vingt-dix) et le soutien au développement du travail à temps partiel sont des facteurs à l'origine de cette évolution. Ces mesures, qui étaient toutes destinées à accroître les opportunités d'emploi, en particulier pour les travailleurs faiblement qualifiés, les femmes, les jeunes et les travailleurs âgés, ont eu une incidence très positive sur les taux d'emploi (cf. tableau A).

Néanmoins, la fiscalité et les prestations sociales, ainsi que la législation sur la protection de l'emploi, demeurent beaucoup plus faibles aux États-Unis. Par conséquent, le taux d'emploi global de la zone euro est nettement inférieur à celui enregistré aux États-Unis (cf. tableau A). La nécessité d'accroître le niveau d'emploi dans la zone euro continuera, dans une certaine mesure, à peser sur la croissance de la productivité du travail dans la zone euro. Cependant, cet

Tableau A Sélection d'indicateurs structurels

	Zone euro ¹⁾		États-Unis	
	1995	2005	1995	2005
Marché du travail (en pourcentage)				
Taux d'emploi global	58	64	73	72
Taux d'emploi féminin	47	55	66	66
Taux d'emploi des travailleurs âgés	33	40	55	61
Part du travail à temps partiel	12,7	17,0	14,2	12,8
Innovation				
Investissement en TIC (en pourcentage du PIB) ²⁾	1,9	2,2	3,4	3,7
Investissement en R&D (en pourcentage du PIB) ³⁾	1,8	1,9	2,5	2,7

Sources : Eurostat et OCDE

- 1) Les données relatives à la zone euro sont des moyennes pondérées.
- 2) Les données se rapportent à 2003.
- 3) Les données se rapportent à 2004.

5 Le taux d'impôt implicite correspond au montant de retraite « perdu » du fait d'un départ en retraite plus tardif (en valeur nette actualisée) par rapport au revenu que le travailleur aurait retiré s'il avait effectivement travaillé.

arbitrage manifeste entre emploi et productivité devrait être temporaire. Il souligne néanmoins avec encore plus d'acuité l'importance capitale de la mise en place de cadres institutionnels appropriés dans la zone euro pour favoriser l'innovation et sa diffusion afin de renforcer la croissance de la productivité du travail.

Un autre facteur important à l'origine des évolutions divergentes de la croissance de la productivité du travail entre les deux régions économiques est la plus forte progression de l'intensité capitalistique (capitaux engagés par heure travaillée) aux États-Unis, en raison d'investissements plus élevés en équipements des technologies de l'information et de la communication (TIC), notamment dans le secteur des services (cf. tableau A). Il ressort des évolutions sectorielles que la productivité de la zone euro a été inférieure à celle des États-Unis surtout dans les secteurs utilisateurs de TIC, notamment le commerce de détail et le commerce de gros ainsi que l'intermédiation financière (cf. tableau B). En outre, le rôle du secteur producteur de TIC de la zone euro s'est trouvé limité du fait de sa part relativement faible dans le PIB en volume. C'est uniquement dans les secteurs traditionnels hors TIC que la hausse de la productivité a été plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis, mais cette supériorité s'est clairement effritée au cours des dix dernières années. Les caractéristiques structurelles de l'économie américaine, à savoir une plus grande flexibilité du marché du travail, un degré plus élevé de concurrence sur les marchés de produits et des obstacles moins importants à la création d'entreprises, ainsi qu'une plus grande efficacité du marché de capitaux, ont été manifestement plus propices à l'exploitation des débouchés offerts par les nouvelles technologies⁶.

Au cours des quinze dernières années, la zone euro a réalisé des progrès réguliers et significatifs en matière d'assouplissement de la réglementation des marchés de produits et de création d'un environnement plus favorable aux entreprises. En outre, l'adoption de la directive sur les services par le Parlement européen en décembre 2006 contribuera sans aucun doute à améliorer la situation dans ce domaine. Néanmoins, l'extension et l'approfondissement du Marché intérieur demeurent une priorité, dans la mesure où l'environnement réglementaire existant dans la zone euro demeure excessivement complexe, notamment par rapport aux États-Unis, et constitue donc un obstacle à l'innovation et aux gains de productivité. Cela peut, en partie, expliquer le fait que les niveaux de recherche-développement et d'investissement en capital-risque, deux moteurs importants de l'innovation, demeurent très inférieurs à ceux observés aux États-Unis.

Tableau B Croissance sectorielle de la productivité horaire du travail¹⁾

(contributions annuelles moyennes en points de pourcentage)

	Zone euro ¹⁾		États-Unis	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Ensemble des secteurs	2,3	1,5	1,0	2,5
Secteur producteur de TIC	0,3	0,4	0,7	0,9
Industrie manufacturière	0,2	0,2	0,5	0,6
Services	0,1	0,2	0,2	0,3
Secteur utilisateur de TIC	0,5	0,4	0,3	1,3
Industrie manufacturière	0,2	0,1	0,0	0,1
Services	0,3	0,3	0,3	1,1
Secteur hors TIC	1,5	0,7	0,1	0,3
Industrie manufacturière	0,5	0,3	0,2	0,2
Services	0,6	0,2	-0,2	0,1
Autres	0,5	0,3	0,0	0,0

Sources : *Groningen Growth and Development Centre* et calculs de la BCE

1) La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

6 Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Étude n° 44 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, avril 2006 ; et R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker et J. Turunen, *Labour productivity developments in the euro area*, Étude n° 53 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, octobre 2006

Cependant, pour tirer pleinement profit d'un environnement réglementaire plus efficient, ces mesures doivent s'accompagner d'efforts destinés à améliorer le niveau d'éducation et d'expertise de la population active. Le progrès technologique se traduit par une élévation du niveau de qualifications requises pour occuper un emploi et ce, au gré d'un processus de « destruction créatrice ». Par conséquent, les mesures en faveur de l'amélioration des qualifications et de la formation continue favorisent l'innovation et facilitent l'utilisation des technologies avancées. En Europe, l'investissement en capital humain a été jusqu'à présent insuffisant pour une « économie à forte intensité de connaissance ». En 2004, par exemple, seulement 23 % de la population de la zone euro âgée de 25 à 64 ans avait atteint un niveau d'enseignement supérieur, contre 39 % aux États-Unis.

En résumé, l'environnement réglementaire joue un rôle essentiel dans les évolutions de la productivité du travail. Dans l'ensemble, en dépit des progrès significatifs accomplis dans certains domaines, les réformes structurelles de la zone euro sont insuffisantes et leur mise en œuvre trop lente pour favoriser l'émergence d'une « économie de la connaissance » destinée à renforcer la croissance de la productivité du travail et les créations d'emplois. Les défis à relever ainsi que leurs solutions ont été bien identifiés, en particulier dans le cadre de la relance de la stratégie de Lisbonne. L'enjeu consiste maintenant à accélérer le rythme global des réformes.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

AMÉLIORATION DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE EN 2006

Les évolutions budgétaires dans la zone euro ont été relativement favorables en 2006, dans un contexte de croissance vigoureuse de la production et de recettes exceptionnelles. Selon les programmes de stabilité actualisés des pays membres de la zone euro, le ratio de déficit moyen des administrations publiques s'est établi à 2,0 % du PIB environ, contre 2,4 % en 2005 (cf. tableau 5). S'agissant des cinq pays soumis à une procédure de déficit excessif en 2006, l'Allemagne, la Grèce et la France ont, selon les estimations, ramené ou maintenu leur déficit budgétaire en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB, moyennant toutefois d'importantes mesures temporaires de réduction du déficit dans les deux derniers pays. Deux pays, l'Italie et le Portugal, continuent d'afficher des déficits nettement supérieurs à 3 % du PIB. Dans le cas de l'Italie, selon des estimations récentes, le déficit a atteint 4,4 % du PIB (soit bien en deçà du chiffre apparaissant dans le programme de stabilité actualisé) ; hors effet temporaire d'accroissement du déficit, ce dernier ressortirait à 2,4 % du PIB. D'importants déséquilibres budgétaires, néanmoins inférieurs à la limite de

3 % du PIB, subsistent également au Luxembourg et en Autriche, alors que la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, les Pays-Bas et la Finlande devraient, selon les estimations, enregistrer des situations budgétaires en équilibre ou en excédent.

En comparant les cibles budgétaires pour 2006 inscrites dans les derniers programmes de stabilité actualisés avec celles publiées fin 2005 et au premier semestre 2006, le déficit de la zone euro s'est amélioré de quelque 0,2 point de pourcentage du PIB en moyenne. Cela reflète les performances nettement meilleures qu'attendu en Allemagne (où le déficit a, selon les estimations, été ramené au-dessous de la valeur de référence de 3 % du PIB un an plus tôt que prévu) et dans un certain nombre de pays de la zone euro qui affichent déjà des positions budgétaires saines.

Dans ce contexte, le ratio de dette publique de la zone euro a diminué en 2006 pour la première fois depuis 2002, revenant légèrement en deçà de 70 % du PIB en 2006. Cela résulte du fléchissement des ratios de dette dans une majorité de pays, avec les exceptions les plus notables de l'Italie (le pays ayant désormais le ratio de dette le plus élevé) et du Portugal.

Tableau 5 Situation budgétaire dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

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

	2004	2005	2006
Zone euro	-2,8	-2,4	-2,1
Belgique	0,0	-2,3	0,0
Allemagne	-3,7	-3,2	-2,1
Irlande	1,5	1,1	2,3
Grèce	-7,8	-5,2	-2,6
Espagne	-0,2	1,1	1,4
France	-3,7	-2,9	-2,7
Italie	-3,4	-4,1	-5,7
Luxembourg	-1,1	-1,0	-1,5
Pays-Bas	-1,8	-0,3	0,1
Autriche	-1,2	-1,5	.
Portugal	-3,2	-6,0	-4,6
Finlande	2,3	2,7	2,9

Dette brute des administrations publiques

	2004	2005	2006
Zone euro	69,8	70,8	69,6
Belgique	94,3	93,2	87,7
Allemagne	65,7	67,9	68,0
Irlande	29,7	27,4	25,1
Grèce	108,5	107,5	104,1
Espagne	46,2	43,1	39,7
France	64,4	66,6	64,6
Italie	103,9	106,6	107,6
Luxembourg	6,6	6,0	7,5
Pays-Bas	52,6	52,7	50,2
Autriche	63,8	63,4	.
Portugal	58,6	64,0	67,4
Finlande	44,3	41,3	39,1

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

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

Ces évolutions budgétaires résultent essentiellement d'une forte croissance de la production et de recettes exceptionnelles ainsi que, dans une faible mesure seulement, de l'assainissement effectif des finances publiques. L'amélioration du solde budgétaire structurel (corrigé des variations conjoncturelles et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires), de l'ordre de 0,4 % environ pour 2006, selon les estimations, résulte probablement en partie des recettes exceptionnelles évoquées précédemment et pourrait donc surestimer le rythme effectif sous-jacent de l'assainissement. Le dynamisme des recettes publiques peut résulter d'un ensemble de facteurs, parmi lesquels il convient de citer des profits d'entreprises plus élevés, les bonnes performances des marchés d'actions et, dans certains pays, la hausse des prix de l'immobilier

ou une gestion plus efficace de l'administration fiscale. Ces facteurs ont entraîné une hausse des recettes tirées des impôts et taxes sur les revenus et le patrimoine, mais la contribution exacte de chacun de ces facteurs est difficile à isoler. Les évolutions globales de la zone euro masquent des divergences patentées entre pays, notamment parmi ceux qui présentent des déficits excessifs ou d'importants déséquilibres budgétaires. La Grèce et le Portugal ont fait état d'améliorations importantes de leurs soldes structurels, des progrès étant également attendus en Allemagne et, dans une moindre mesure, en France. En revanche, le solde structurel du Luxembourg s'est détérioré. Les évolutions budgétaires se reflètent également dans le volume des émissions de titres de créance des administrations publiques (cf. encadré 6).

Encadré 6

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

En 2006, les émissions de titres de créance des administrations publiques ont diminué dans la plupart des pays de la zone euro, de même que les ratios de déficit et de dette publics, dans un contexte de renforcement de l'activité économique. En effet, les programmes de stabilité actualisés en 2006 font apparaître pour cette année, et pour la première fois depuis 2002, un recul du ratio de dette publique de la zone euro, à un peu moins de 70 % du PIB. Les flux nets d'émissions des administrations publiques de la zone ont augmenté de 2,1 % en 2006, contre 4,1 % en 2005 (cf. tableau A)¹.

Tableau A Titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro

(Taux de variation annuels, en pourcentage ; données de fin de période)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total administrations publiques	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
Long terme	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
Taux fixe		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
Taux variable		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
Court terme	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Source : BCE

Une analyse de la structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques révèle que ces émissions sont majoritairement le fait des administrations centrales, qui représentaient 93,5 % des encours de titres de créance en 2006, contre 6,5 % pour le secteur des autres administrations publiques. Ce dernier est toutefois devenu plus actif. Entre 1999 et 2006, la part des titres de créance émis par les administrations centrales a régulièrement diminué, tandis que celle des émissions des autres administrations publiques a pratiquement doublé.

En 2006, le resserrement de l'écart entre les taux longs et les taux courts a constitué un facteur important de la plus forte attractivité, pour les administrations publiques, des émissions des titres de créance à long terme par rapport à l'endettement à court terme. Par conséquent, bien que le rythme annuel de croissance des titres de créance à long terme soit revenu de 4,9 % en 2005 à 3,1 % en 2006, le taux de croissance annuel des titres de créance à court terme a reculé plus fortement, pour devenir négatif en 2006, en raison des remboursements nets de titres de créance à court terme.

Les pays de la zone euro ont donc continué de suivre une orientation à long terme en matière de gestion de leur dette. En effet, la dette à long terme représentait quelque 92,9 % des encours de titres de créance en 2006, soit un peu plus qu'en 2005, contre seulement 7,1 % pour les titres à court terme (cf. tableau B). Le tableau B montre que la grande majorité des titres de créance à long terme émis par les administrations publiques sont assortis d'un taux fixe. En dépit de la faible augmentation enregistrée en 2006, l'importance relative des émissions à taux variable a

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

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Administrations centrales	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
<i>Titres à long terme</i>	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
<i>Titres à court terme</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Autres administrations publiques	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
<i>Titres à long terme</i>	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
<i>Titres à court terme</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total administrations publiques								
<i>Long terme</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
Taux fixe	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
Taux variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
<i>Court terme</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Total administrations publiques en milliards d'euros	3 451,5	3 549,4	3 771,3	3 946,2	4 149,0	4 388,0	4 602,0	4 705,3

Source : BCE

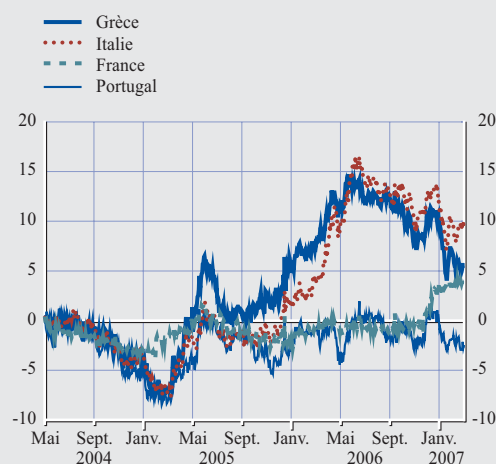
diminué au fil du temps, revenant de 10,6 % en 1999 à 8,0 % en 2006. Dans l'ensemble, les récentes évolutions de la structure de financement des administrations publiques reflètent les avantages considérables liés à l'adoption, au cours de la dernière décennie, de politiques plus nettement axées sur la stabilité, qui ont ainsi contribué au bas niveau des taux d'intérêt atteint ces dernières années. L'avantage le plus évident réside dans la nette diminution de la part du budget de l'État consacrée au service de la dette.

En ce qui concerne les différences entre pays, les emprunts publics à dix ans de l'État fédéral allemand ont affiché les rendements moyens les plus faibles de tous les pays de la zone euro à ce jour, essentiellement en raison de la plus forte liquidité de ces obligations et du statut de titres de référence qui leur est attaché. Le graphique présente les variations cumulées des écarts de rendement entre les titres d'emprunts publics allemands et ceux des obligations de même nature des autres pays de la zone euro faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif (PDE) à fin 2006.

Les écarts entre les rendements des emprunts publics des pays de la zone euro reflètent les différences en matière de risques de liquidité et de crédit. Pour les pays qui n'étaient pas soumis à une PDE, les écarts de rendement des emprunts publics sont demeurés faibles et aucun mouvement important n'a été enregistré en 2006. En revanche, au premier semestre 2006, les écarts constatés pour l'Italie et la Grèce ont augmenté. De plus, les écarts observés pour l'Italie se sont accrus de façon notable à la suite des élections du printemps, dans un contexte d'incertitudes quant au

Variations cumulées des écarts de rendement des titres d'emprunts publics d'une sélection de pays par rapport à l'Allemagne

(en points de base ; données quotidiennes)



Sources : Reuter et calculs de la BCE

Note : Il s'agit de variations cumulées des écarts de rendement à l'exclusion des jours où est intervenue une modification de l'obligation de référence sous-jacente, ces changements de référence entraînant habituellement de fortes augmentations des écarts mesurés. Données disponibles à compter de mai 2004.

Tableau C Notation de la dette souveraine des pays de la zone euro

(à fin 2006)

Catégorie de la dette et de l'émetteur	Notations					
	S&P	Pays	Moody's	Pays	Fitch	Pays
Meilleure qualité de signature	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Qualité élevée de signature	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
Forte capacité de paiement	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
	A +	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Sources : Standard and Poor's (S&P), Moody's et Fitch

résultat de ces dernières. Au second semestre 2006, les écarts ont diminué pour l'Italie et la Grèce, sans toutefois revenir aux niveaux du début de l'année.

Les notations des dettes souveraines de la zone euro n'ont pas été modifiées en 2006, sauf pour l'Italie. En effet, en octobre, Standard & Poor's a ramené sa notation de la dette souveraine italienne de AA- à A+ et Fitch a abaissé sa propre notation de AA à AA- (cf. tableau C)². L'annonce de la dégradation des notations de l'Italie n'a exercé qu'une faible incidence sur l'écart de rendement par rapport à l'Allemagne. Les écarts constatés pour le Portugal et la France vis-à-vis de l'Allemagne sont demeurés relativement stables sur l'ensemble de la période.

2 Les informations disponibles font état de la pertinence des variables budgétaires comme déterminants de la notation de la dette souveraine. Cf. A. Afonso, P. Gomes et P. Rother, *What 'hides' behind sovereign debt ratings?*, document de travail de la BCE n° 711, janvier 2007

PERSPECTIVES POUR LES FINANCES PUBLIQUES EN 2007

Les programmes de stabilité actualisés à fin 2006 font état d'une poursuite de la baisse du déficit moyen de la zone euro pour 2007, à 1,4 % du PIB, sous l'effet d'une amélioration structurelle de 0,4 point de pourcentage environ. Pour l'ensemble de la zone euro, la consolidation prévue des finances publiques se fonde à la fois sur des mesures relatives aux recettes et sur des restrictions des dépenses. Cependant, les projections relatives aussi bien aux dépenses qu'aux recettes sont plus élevées que dans les précédents programmes de stabilité, ce qui laisse à penser que les recettes exceptionnelles sont, au moins en partie, considérées comme revêtant un caractère permanent et affectées à des dépenses supplémentaires. Le ratio de dette publique moyen de la zone euro devrait continuer de diminuer pour revenir à 68 % du PIB, sous

l'effet essentiellement de l'augmentation des excédents primaires.

En 2007, la consolidation budgétaire dans la zone euro devrait résulter, dans une large mesure, des efforts d'ajustement de l'Allemagne et de l'Italie. En Allemagne, la poursuite des restrictions de dépenses et les hausses de la fiscalité indirecte contribuent à cet ajustement. En Italie, le déficit devrait revenir à un niveau légèrement inférieur à 3 % du PIB, conformément au délai imposé par la recommandation du Conseil ; cette évolution s'explique largement par l'ensemble des mesures de consolidation, essentiellement axées sur la fiscalité, inscrites dans le budget pour 2007, ainsi que par la dissipation des facteurs temporaires d'accroissement du déficit. Le Portugal, autre pays affichant un déficit supérieur à 3 % en 2006 mais dont le délai de

correction du déficit excessif a été fixé à 2008, prévoit de poursuivre ses efforts d'ajustement tout en visant néanmoins un déficit nettement supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2007. Dans la plupart des pays présentant des déséquilibres budgétaires, la consolidation prévue conformément aux objectifs budgétaires à moyen terme est modeste.

LES STRATÉGIES BUDGÉTAIRES DOIVENT SE CONCENTRER SUR LE RENFORCEMENT DES EFFORTS D'ASSAINISSEMENT

Les programmes de stabilité actualisés en 2006 dénotent généralement l'intention des autorités de poursuivre leurs efforts pour atteindre des situations budgétaires saines, mais certains éléments indiquent également que les objectifs budgétaires ne s'accompagnent pas systématiquement de mesures d'assainissement suffisantes ou que la mise en œuvre d'actions concrètes et crédibles n'est pas encore précisée dans le détail. Cela comporte des risques pour le futur. Sous l'effet favorable de la croissance économique et du dynamisme des recettes publiques dans la plupart des pays, les stratégies budgétaires doivent prendre garde à un excès de confiance et se concentrer sur le renforcement des efforts de consolidation. La perspective d'une poursuite de la période favorable à court terme doit être entièrement mise à profit pour atteindre dès que possible des positions budgétaires saines et réduire fortement le ratio de dette et ce, eu égard aux défis posés par la démographie à la soutenabilité budgétaire. Il est important que les engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé soient totalement respectés dans tous les pays de telle sorte que la crédibilité du dispositif budgétaire de l'UE soit renforcée.

Les expériences passées confirment que l'excès de confiance constitue l'aléa principal pesant sur les politiques budgétaires en phase de reprise. Comme ce fut le cas lors des premières années de l'UEM, les recettes exceptionnelles dégagées en période de redressement économique peuvent pousser les gouvernements à mettre en œuvre des allègements fiscaux et/ou à relâcher le contrôle des dépenses. Afin d'éviter la répétition

des erreurs passées et de prévenir l'apparition de déséquilibres macroéconomiques, il est essentiel que tous les pays s'abstiennent de s'engager dans des mesures d'assouplissement budgétaire à caractère procyclique, et s'attachent à atteindre des positions budgétaires saines durant la phase actuelle de reprise. Autrement, la marge de fonctionnement des stabilisateurs automatiques durant la prochaine phase de ralentissement de l'activité serait réduite, ce qui aboutirait de nouveau à la nécessité d'un resserrement budgétaire procyclique. L'insuffisance de progrès en matière de consolidation pourrait également exercer de nouvelles pressions sur la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance durant la prochaine phase de ralentissement économique.

Les pays membres qui enregistrent des déséquilibres budgétaires et ne sont pas en déficit excessif doivent intensifier leurs efforts de consolidation à l'aide de mesures crédibles et atteindre leurs objectifs de moyen terme plus tôt que ne le prévoient les mises à jour des programmes de stabilité. En fait, l'environnement économique actuel requiert le dépassement de l'ajustement de référence de 0,5 % inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance révisé.

Les pays dont le déficit excède la valeur de référence de 3 % du PIB doivent prendre toutes les mesures nécessaires pour corriger cette situation aussi vite que possible, encouragés en cela par l'application rigoureuse des recommandations du Conseil. L'amélioration des perspectives budgétaires accroît la probabilité d'une abrogation des décisions constatant un déficit excessif dans plusieurs pays dans un futur proche. De ce point de vue, il est essentiel que les déficits excessifs soient corrigés de manière soutenable au travers de mesures de consolidation crédibles et permanentes. Par la suite, les pays doivent entreprendre des progrès supplémentaires rapides vers des objectifs de moyen terme de façon à disposer de marges de manœuvre suffisantes pour éviter de nouveaux dépassements du seuil de 3 %. Dans les pays où les prévisions indiquent des risques de rupture des

engagements, de plus grands efforts sont nécessaires pour atteindre les cibles et éviter que des étapes supplémentaires ne soient franchies dans les procédures de déficit excessif respectives.

Les pays membres qui ont déjà atteint des positions budgétaires saines doivent les maintenir ou chercher à les consolider davantage. Dans quelques cas, quand les positions budgétaires sont déjà en surplus alors que la demande économique est dynamique, une orientation budgétaire plus stricte peut contribuer à réduire les risques de surchauffe.

Des données statistiques de grande qualité ainsi que la livraison de statistiques solides restent essentielles pour évaluer correctement la situation budgétaire et la nécessité d'adopter des mesures d'ajustement.

Enfin, il convient de rappeler que l'assainissement budgétaire doit s'inscrire dans des programmes de réformes structurelles globales fondées sur des restrictions de dépenses, conformément à la stratégie de Lisbonne. Cela contribuera non seulement à atténuer les effets négatifs de l'assainissement sur la demande, grâce à un renforcement de la confiance, mais favorisera également la soutenabilité des finances publiques, la hausse de la production et l'emploi dans la zone euro.

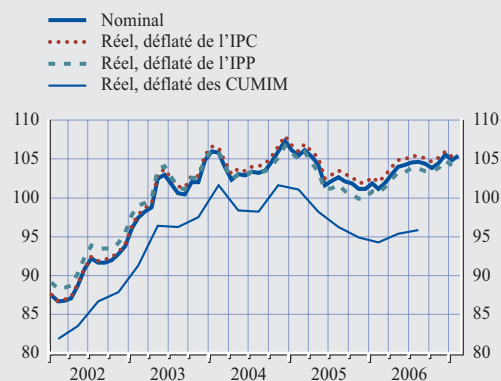
2.6 LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

APPRÉCIATION DE L'EURO EN TERMES EFFECTIFS EN 2006

La tendance haussière amorcée au quatrième trimestre 2005 par le taux de change effectif nominal de l'euro s'est intensifiée en 2006. L'appréciation de l'euro a été relativement généralisée au premier semestre 2006, reflétant principalement son appréciation vis-à-vis du dollar des États-Unis, du yen, du renminbi chinois et de plusieurs devises asiatiques formellement ou *de facto* ancrées au dollar. Au second semestre de l'année, l'euro a d'abord

Graphique 32 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro ¹⁾

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



Source : BCE

1) Une hausse des indices TCE-24 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à février 2007 pour le taux de change effectif nominal et à janvier 2007 pour le taux de change effectif réel. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-24) déflaté des CUMIM, les dernières données sont fondées en partie sur des estimations de la BCE et se rapportent au troisième trimestre 2006.

connu une période de stabilisation globale pour reprendre ensuite son ascension fin octobre. À la fin de l'année, il s'échangeait, en termes effectifs nominaux, à près de 5 % au-dessus de son niveau de début janvier et 2,5 % au-dessus de sa moyenne de 2005.

La vigueur de l'euro pendant la majeure partie de 2006 a semblé provenir, entre autres, du sentiment, parmi les opérateurs de marché, que les évolutions économiques globales devenaient plus favorables dans la zone euro. Alors que de nouveaux signes d'un creusement du déficit courant des États-Unis ont probablement soutenu l'euro contre dollar au début de l'année, l'attention des marchés s'est progressivement portée sur les différences en termes de cycle économique entre les deux régions et sur l'orientation future de leur politique monétaire. Cette évolution s'explique principalement par l'amélioration des perspectives économiques dans la zone euro, contrastant avec les inquiétudes des opérateurs quant au risque d'un ralentissement significatif de l'activité économique aux États-Unis. Vers la fin de l'année, de nouveaux signes d'une décélération du cycle d'activité aux États-Unis, dans un

contexte de hausse plus modérée des prix à la consommation et d'affaiblissement du marché immobilier, ont conduit à un nouveau resserrement des écarts de taux vis-à-vis des actifs libellés en euros et à une nouvelle appréciation de l'euro contre dollar.

Le yen s'est progressivement déprécié contre euro sur l'ensemble de 2006, bien que, durant cette période, l'économie japonaise ait poursuivi sa croissance. La faiblesse de la monnaie japonaise semble avoir notamment été liée à l'important écart de taux des actifs japonais vis-à-vis de ceux d'autres grandes économies, qui aurait favorisé d'importantes opérations de portage sur les marchés de change (*carry-trade*), dans un contexte de faible volatilité implicite des taux de change¹⁴.

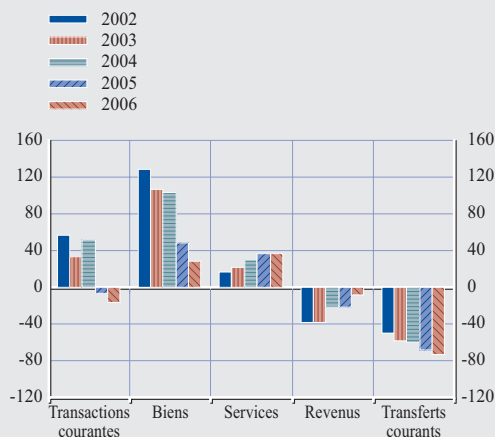
Le 29 décembre 2006, l'euro s'établissait à USD 1,32 et JPY 156,93, soit une hausse de 11,4 % et 12,4 %, respectivement, par rapport au début de l'année. L'euro s'est également fortement apprécié par rapport au dollar canadien (11,2 %), au dollar de Hong Kong (11,7 %) et au renminbi chinois (environ 8 %), et plus modérément, de quelque 3 % en moyenne, contre le dollar australien, le franc suisse, la couronne norvégienne et la plupart des autres devises asiatiques. Ces gains ont été en partie contrebalancés par la dépréciation de l'euro vis-à-vis de la livre sterling (2,2 %) et d'un certain nombre de devises des États membres de l'UE, en particulier la couronne slovaque (près de 9 %) et la couronne tchèque (5,3 %).

Au cours des deux premiers mois de 2007, le taux de change de l'euro est resté globalement stable en termes effectifs nominaux.

Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir de différents indices de coûts et de prix, s'est également apprécié en 2006, pratiquement dans les mêmes proportions que le taux de change effectif nominal (cf. graphique 32). Au dernier trimestre 2006, le taux de change effectif réel de l'euro calculé sur la base des prix à la consommation s'est établi à quelque 3 %

Graphique 33 Solde du compte de transactions courantes et composantes

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



Source : BCE

au-dessus des niveaux observés une année auparavant.

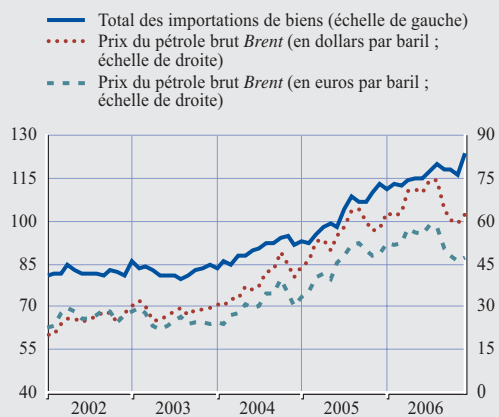
LÉGÈRE DÉTÉRIORATION DU DÉFICIT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2006

En 2006, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 16,2 milliards d'euros (0,2 % du PIB), après un déficit de 6,8 milliards en 2005 (0,1 % du PIB). Ce léger creusement du déficit a essentiellement résulté de la diminution de l'excédent au titre des échanges de biens (de 20,3 milliards d'euros), les importations ayant progressé plus rapidement que les exportations en valeur (16,1 % et 13,8 %, respectivement, en 2006). Le recul de l'excédent des échanges de biens ainsi que la légère hausse du déficit des transferts courants n'ont été que partiellement compensés par la diminution du déficit au titre des revenus, tandis que le solde des services demeurait globalement inchangé (cf. graphique 33).

14 Les opérations de portage (*carry trade*) sur devises correspondent à une stratégie de négociation visant à tirer profit de l'écart de taux d'intérêt entre deux zones monétaires en empruntant dans la devise à faible rendement et en investissant dans la devise à fort rendement pour percevoir le différentiel de taux d'intérêt. Ces stratégies sont rentables aussi longtemps que la monnaie la mieux rémunérée ne se déprécie pas suffisamment par rapport à la monnaie la moins rémunérée pour annuler l'avantage de taux d'intérêt.

Graphique 34 Importations de biens de la zone euro et prix du pétrole brut Brent

(données mensuelles)



Sources : Eurostat et Bloomberg

Les échanges de biens hors zone euro ont fortement progressé en 2006. La croissance des importations en volume s'est accélérée courant 2006, reflétant le redressement de l'activité économique dans la zone euro et l'appréciation de l'euro. Toutefois, le renchérissement des importations de pétrole et des autres matières premières ont constitué les principaux facteurs à l'origine de l'augmentation des importations en valeur et, par conséquent, du recul de l'excédent des échanges de biens (cf. graphique 34).

Bien que l'incidence de la hausse des cours du pétrole sur la balance commerciale de la zone euro ait été en partie compensée par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, le déficit des échanges de produits pétroliers a continué de se creuser pour s'établir à 181 milliards d'euros (plus de 2 % du PIB) au cours de la période de douze mois cumulés s'achevant en octobre 2006, soit 39 milliards de plus qu'un an auparavant. Sur un plan plus positif, la zone euro semble avoir bénéficié du recyclage de la rente pétrolière, par le biais d'une demande accrue en provenance des pays exportateurs de pétrole, compensant une partie du transfert de richesse lié à la hausse des prix à l'importation.

En ce qui concerne les exportations, l'augmentation des prix comme des volumes a contribué à leur progression en valeur en 2006. Les exportations en volume de la zone euro ont enregistré une progression soutenue durant l'année, principalement sous l'effet de la vigueur de la demande étrangère. Les exportations vers l'Asie (notamment la Chine) et les nouveaux États membres de l'UE ont affiché un dynamisme prononcé, reflétant la vigueur de l'activité économique dans ces régions. Les prix des exportations ont moins progressé qu'en 2005, principalement en raison du renchérissement moins important des biens d'équipement. Dans le même temps, l'appréciation de l'euro en 2006 a signifié une baisse de la compétitivité en termes de prix et de coûts et pourrait avoir contribué à un nouveau recul des parts de marché à l'exportation de la zone euro.

La tendance à la baisse des parts de marché à l'exportation de la zone euro a également été liée à des facteurs structurels affectant l'économie mondiale, notamment l'importance croissante de nouveaux acteurs d'envergure mondiale sur les marchés internationaux à l'exportation. L'encadré 7 décrit plus en détail le processus d'ajustement de la zone euro à un environnement économique de plus en plus mondialisé et concurrentiel.

LA COMPÉTITIVITÉ DE LA ZONE EURO DANS LE CONTEXTE DE LA MONDIALISATION¹

La mondialisation ne constitue pas un phénomène nouveau, mais il est de plus en plus admis que son incidence modifie de manière fondamentale les profils de spécialisation de la production et du commerce à l'échelle mondiale.

Cet encadré évalue les modifications récentes de la structure des exportations de la zone euro et d'autres grandes économies dans le contexte de la mondialisation². L'utilisation de l'indice Balassa des avantages comparatifs révélés (cf. tableau), qui donne une valeur supérieure à l'unité lorsque les exportations d'un pays dans un secteur donné excèdent la moyenne mondiale, fait apparaître que, sur la période 1993-2004, la zone euro a présenté une structure des exportations relativement diversifiée, spécialisée dans les exportations de biens essentiellement caractérisés par une forte intensité capitalistique et par un coefficient élevé de recherche, ainsi que de biens à forte intensité de main-d'œuvre. La spécialisation partielle de la zone euro dans la production à forte intensité de main d'œuvre peut paraître surprenante à première vue, car le ratio capital/travail de cette zone est élevé par rapport à celui de nombreuses économies en développement. Par conséquent, il convient d'interpréter avec une certaine prudence les résultats présentés dans le tableau. En premier lieu, l'indice Balassa, qui n'est pas corrigé des biens intermédiaires importés, est assez trompeur car les avantages comparatifs doivent être rapportés aux processus et aux activités réalisés au sein de chaque secteur national. En second lieu, la classification en quatre groupes de biens du tableau repose sur des catégories relativement larges d'exportations³.

En revanche, les trois principales économies développées concurrentes (Japon, Royaume Uni et États-Unis) n'ont pas révélé d'avantages comparatifs pour les exportations à forte intensité de main-d'œuvre ; en effet, elles sont davantage spécialisées dans les produits à fort coefficient de recherche. En outre, le Japon est également spécialisé dans les biens à intensité capitalistique élevée, compte tenu de son important stock de capital. Comme on pouvait s'y attendre, la Chine, les autres économies asiatiques (appelées dans cet encadré les économies asiatiques dynamiques, EAD⁴) et les pays d'Europe centrale et orientale (PECO)⁵ sont spécialisés dans les biens à forte intensité de main-d'œuvre, reflétant les intensités relatives de leurs facteurs. Malgré leur avantage comparatif pour les activités à forte intensité de main-d'œuvre, les EAD sont également spécialisées dans les produits à coefficient élevé de recherche, de façon plus marquée que la zone euro. Les PECO, dont le manque d'avantage comparatif révélé pour les biens à fort coefficient de recherche reflète clairement les faibles niveaux d'investissement en

1 Cet encadré s'appuie sur U. Baumann et F. di Mauro, *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, Étude n° 55 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques.

2 Le tableau agrégé de la zone euro recouvre des différences importantes dans la structure commerciale et dans les performances de chacun des pays de la zone euro.

3 Pour une autre mesure de la spécialisation relative des exportations, cf. *Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index*, Banco de Portugal Working Papers, janvier 2007

4 Les EAD sont l'Inde, l'Indonésie, Hong-Kong, Singapour, la Corée du sud, Taïwan, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

5 Les PECO sont la Communauté des États indépendants (Arménie, Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, République de Moldavie, Fédération de Russie, Tadjikistan, Turkménistan, Ukraine, Ouzbékistan), l'Estonie, la Lituanie, la Lettonie, l'ex-Yougoslavie (par la suite, Bosnie-Herzégovine, Croatie, Ancienne République Yougoslave de Macédoine, Serbie, Monténégro et Slovénie), l'Albanie, la Bulgarie, l'ex-Tchécoslovaquie (par la suite, République tchèque et Slovaquie), la Hongrie, la Pologne, la Roumanie et la Turquie.

Avantage comparatif révélé par intensité de facteur¹⁾

(indice²⁾ ; moyenne 1993-2004)

Les exportations sont essentiellement :	Zone euro (extra) ³⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	EAD	PECO
À forte intensité en matières premières	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
À forte intensité de main-d'œuvre	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
À forte intensité capitalistique	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
À fort coefficient de recherche	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Sources : Base de données CHELEM du CEPPII et calculs de la BCE

1) Cf. l'annexe A (tableau A3) de l'étude précitée de Baumann et Di Mauro (2007) pour la liste des secteurs qui entrent dans chacune des catégories d'intensité des facteurs.

2) L'indice Balassa de l'avantage comparatif révélé calcule la spécialisation relative à l'exportation de chaque pays pour quatre groupes de produits (à savoir les secteurs à forte intensité en matières premières, les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, les secteurs à forte intensité capitalistique et les secteurs à coefficient élevé de recherche) par rapport aux moyennes mondiales de la façon suivante : $RCA_{k,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$. Le numérateur représente la part du secteur j dans les exportations totales du pays k et le dénominateur correspond à la part en pourcentage du secteur j dans le total des exportations mondiales.

3) Seules les exportations hors zone euro sont prises en compte.

recherche-développement⁶, ont un niveau relativement important de spécialisation dans les biens à forte utilisation de matières premières.

En ce qui concerne la zone euro et les autres pays développés, les spécialisations à l'exportation dans les secteurs à fort coefficient de recherche ont peu évolué dans le temps par rapport à certaines grandes économies émergentes, telle la Chine, qui se positionnent rapidement dans ces secteurs (cf. graphique A1)⁷. De la même façon, la spécialisation des économies développées dans les biens à forte intensité de main-d'œuvre n'a pas beaucoup évolué, restant à un niveau relativement élevé dans le cas de la zone euro (cf. graphique A2).

Même si son activité se concentre essentiellement sur les produits de moyenne technologie, tels que les machines et équipements, les véhicules à moteur, les produits chimiques et les équipements électriques, la zone euro se spécialise également, dans l'ensemble, dans certains des secteurs de la demande mondiale en croissance rapide, tels que les produits pharmaceutiques, les instruments médicaux, d'optique et de précision, ainsi que l'aéronautique et les engins spatiaux. Cependant, sa spécialisation dans certains secteurs à croissance plus faible, tels que les produits minéraux non métalliques, est également assez forte. Dans l'ensemble, la zone euro ne se caractérise pas par une spécialisation poussée dans un secteur donné, mais bénéficie d'une structure des exportations relativement diversifiée par rapport à d'autres économies industrialisées. Cela protège peut-être sa production globale des périodes de faiblesse de la demande mondiale adressée à un secteur bien précis. Bien que, dans l'ensemble, la spécialisation à l'exportation de la zone euro dans les secteurs à coefficient élevé de recherche ait peu évolué au fil du temps, des données plus détaillées montrent que les exportateurs de la zone euro ont néanmoins accru leur spécialisation dans certains secteurs de la haute technologie (tels que les produits pharmaceutiques, les instruments médicaux, d'optique et de précision, ainsi que les secteurs des technologies de l'information et de la communication ou TIC), pour lesquels la demande mondiale progresse fortement. En revanche, d'autres pays développés, comme le Japon ou les États-Unis, ont réduit leur spécialisation dans ce domaine,

6 La dépense intérieure brute en recherche-développement dans les PECO est en moyenne inférieure à 1 % du PIB, contre 1,9 % dans la zone euro, 2,6 % aux États-Unis et 3,2 % au Japon (Sources : Science, Technologie et Industrie : Tableau de bord de l'OCDE 2005 et Eurostat, Base de données des indicateurs structurels).

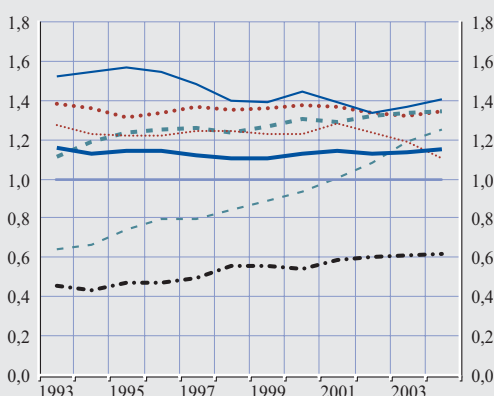
7 Alors que ces évolutions peuvent être influencées par le poids relatif important des économies avancées par rapport aux économies émergentes, elles peuvent également refléter le rattrapage technologique des pays émergents.

Graphique A Évolutions de l'avantage comparatif révélé

(indice⁸ ; données annuelles)

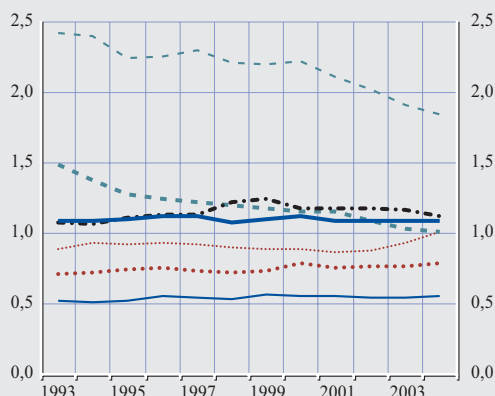
1) Exportations essentiellement à fort coefficient de recherche

— Zone euro
 États-Unis
 - - - EAD
 — Japon
 Royaume-Uni
 - - - Chine
 - - - PECO



2) Exportations essentiellement à forte intensité de main-d'œuvre

— Zone euro
 États-Unis
 - - - EAD
 — Japon
 Royaume-Uni
 - - - Chine
 - - - PECO



Sources : CHELEM et calculs de la BCE

1) Indice Balassa de l'avantage comparatif révélé (cf. la note n°2 du tableau ci-dessus pour les détails de la construction de l'indice)

en raison peut-être de la concurrence acharnée des pays émergents d'Asie et de l'éclatement de la bulle des TIC en 2000.

D'autres facteurs pourraient également avoir une incidence positive sur l'évolution de la compétitivité à l'exportation de la zone euro. Des enquêtes récentes, des études empiriques et des modèles théoriques indiquent que les entreprises gagnent à investir à l'étranger. Par conséquent, la forte activité d'IDE des sociétés de la zone euro pourrait contribuer à augmenter la productivité globale de la zone⁸.

S'agissant de l'avenir, alors que les économies émergentes se sont jusqu'à présent spécialisées dans les secteurs de basse et moyenne-basse technologie et dans certains secteurs de haute technologie, il semble probable qu'elles renforceront leur spécialisation dans les secteurs de moyenne-haute technologie, ce qui exposerait certains des bastions traditionnels de la zone euro, comme les secteurs des véhicules automobiles et des machines et équipements, à un accroissement de la concurrence et à des ajustements pouvant être de grande ampleur. De fait, ce processus paraît déjà engagé, comme le montre la spécialisation à l'exportation des PECO, de la Chine et des EAD, qui a commencé à se renforcer au cours de la décennie écoulée dans les secteurs de moyenne-haute technologie, comprenant les véhicules automobiles et les équipements de transport ainsi que les autres machines et équipements.

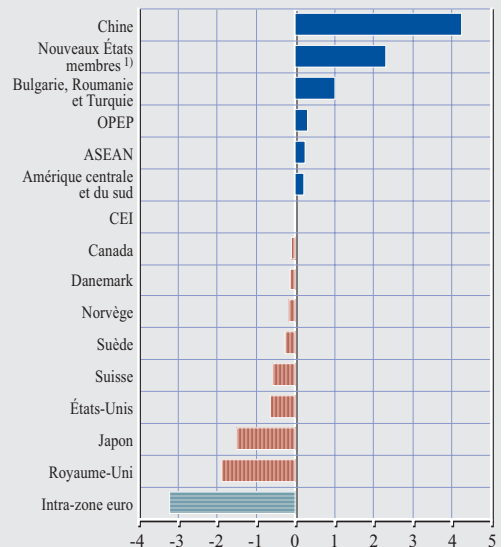
Cette première évaluation des performances à l'exportation de la zone euro doit être complétée par une prise en compte explicite des importations, puisque la mondialisation a également eu une grande incidence sur la pénétration des importations et sur la composition des importations

⁸ Cf., par exemple, l'article intitulé *Germany in the Globalisation Process* du Bulletin mensuel de la Deutsche Bundesbank (décembre 2006) ; A. Bernard, J. Jensen et P. Schott (2005), *Importers, exporters and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods*, document de travail du NBER n° 11404 et E. Helpman, M. Melitz et S. Yeaple (2004), *Exports versus FDI*, American Economic Review, 94

selon les pays. La libéralisation du commerce et l'expansion des réseaux de production internationaux ont contribué à une augmentation sensible de la pénétration des importations dans les principales économies industrialisées au cours de la décennie écoulée. Entre 1991 et 2005, le ratio importations de biens et de services/PIB en volume a plus que triplé aux États-Unis et presque doublé au Japon, tandis que les évolutions dans la zone euro et au Royaume Uni se situaient entre les deux. En outre, la progression générale de la pénétration des importations s'est accompagnée d'une large augmentation des importations en provenance des pays en développement. Pour la zone euro, cette évolution a représenté un glissement relatif des partenaires commerciaux intra-zone euro et des autres économies industrielles vers les pays émergents, à plus faibles coûts de production, comme fournisseurs de produits manufacturés (cf. graphique B). Ce glissement a été particulièrement sensible pour les biens intermédiaires et les biens d'équipement. Il montre clairement que les économies émergentes prennent de l'importance en tant que fournisseurs de consommations intermédiaires dans le processus de production. Cette tendance est liée à l'évolution plus générale vers un contenu en importations plus important des exportations de la zone euro.

Graphique B Zone euro : variation des parts des importations de produits manufacturés par pays d'origine

(variations en point de pourcentage ; 1995-2005)



Source: Eurostat et calculs de la BCE

Note : Sur la base des échanges en valeur. Part des importations de la zone euro en provenance d'un certain pays/d'une certaine région divisée par le total des importations de la zone euro (intra et extra).

1) Pays qui ont rejoint l'UE en 2004.

En résumé, alors que la zone euro doit déjà faire face à un renforcement de la concurrence des pays émergents, d'autres ajustements sont encore à venir. Par rapport aux États-Unis, qui semblent évoluer de manière plus résolue vers les produits à coefficient élevé de recherche, la zone euro reste en partie spécialisée dans les biens à forte intensité de main-d'œuvre. Par ailleurs, la concurrence à l'exportation des pays émergents prend de l'ampleur, non seulement dans les industries de basse technologie et à forte intensité de main-d'œuvre (comme l'indiqueraient leurs dotations relatives en facteurs), mais également de plus en plus dans les secteurs technologiques et les biens à forte intensité capitalistique. Dans le même temps, la zone euro perd du terrain dans certains bastions traditionnels comme les secteurs des machines et des équipements, comme le confirme la forte progression des importations de biens d'équipement en provenance des nouveaux États membres de l'UE, qui semblent supplanter en partie les importations intra-zone euro.

La réussite de nouveaux ajustements face aux évolutions structurelles ne s'obtiendra pas par un renforcement du protectionnisme qui ne conduirait qu'à prolonger indûment les périodes d'ajustement. Le succès de ces ajustements est plus probable si l'on s'assure que le changement structurel nécessaire a lieu dans un environnement permettant de réduire au minimum les pertes provisoires de bien-être (comme les augmentations temporaires du chômage) et favorisant un transfert en souplesse des ressources vers les secteurs nouveaux et en expansion. C'est le

meilleur moyen pour une économie de répondre aux défis de la mondialisation. Cela exige des réformes structurelles au sein de la zone euro, ainsi qu'un accroissement des dépenses de recherche-développement, afin de faciliter l'innovation nécessaire pour le développement de nouveaux domaines prometteurs de spécialisation.

ENTRÉES NETTES AU TITRE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2006

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 109,2 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille en 2006, contre des sorties nettes de 45,4 milliards en 2005. Cette évolution résulte principalement de la forte diminution des sorties nettes au titre des investissements directs et de l'augmentation des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, à la fois en actions et en titres de créance (cf. graphique 35).

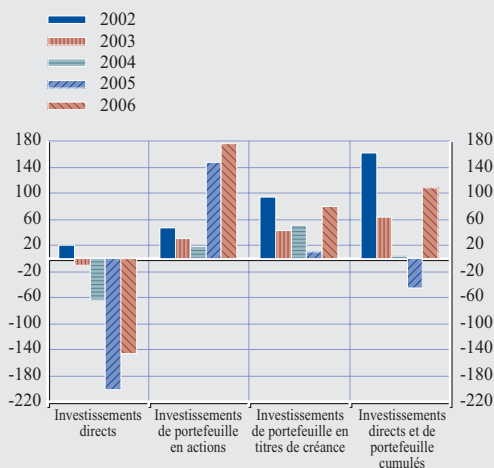
Hors incidence d'une opération importante liée à la restructuration d'une grande société de la zone euro en 2005, le creusement du déficit au titre des investissements directs en 2006 est dû à une augmentation des investissements directs

à l'étranger effectués par les résidents de la zone euro, principalement sous forme d'opérations en capital dans les nouveaux États membres de l'UE, au Royaume-Uni et aux États-Unis. En revanche, les flux d'investissements direct vers la zone euro ont plus que doublé par rapport aux bas niveaux enregistrés en 2004 et 2005, reflétant peut-être pour partie les anticipations des marchés d'une amélioration des perspectives économiques de la zone euro.

Toujours hors effets de la restructuration précédemment mentionnée, la hausse des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille en 2006 a été liée à une augmentation des achats nets d'actions de la zone euro par des non-résidents, soutenue par la croissance satisfaisante des résultats des sociétés de la zone euro et un meilleur rendement des actions dans la zone euro qu'aux

Graphique 35 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

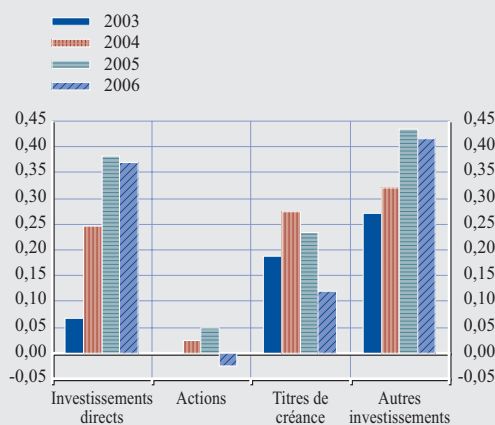
(montants en milliards d'euros ; données annuelles)



Source : BCE

Graphique 36 Flux financiers de la zone euro vers les NEM

(en pourcentage du PIB des NEM)

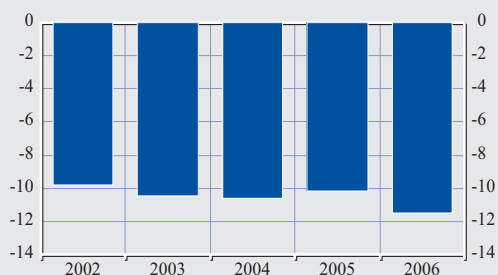


Source : BCE

Note : Les données relatives à 2006 correspondent aux trois premiers trimestres.

Graphique 37 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE

Note: Les données se rapportent aux encours de fin de période. Pour 2006, les données se rapportent à la fin du troisième trimestre.

États-Unis. La situation économique de la zone, qui a montré de plus en plus de signes d'amélioration au cours de l'année, pourrait aussi expliquer ces évolutions.

En ce qui concerne l'activité sur les titres à revenu fixe, les entrées nettes sur titres de créance se sont élevées à 79,2 milliards d'euros (contre 8,7 milliards en 2005) en raison d'une forte hausse des achats d'obligations de la zone euro par les non-résidents.

S'agissant de la ventilation géographique des flux de portefeuille, sur la base des flux cumulés sur les trois premiers trimestres 2006, les États-Unis, les centres financiers extraterritoriaux et l'Asie hors Japon ont été les principaux destinataires des investissements de portefeuille en actions de la zone euro. Les investisseurs de la zone euro ont également été d'importants acquéreurs nets de titres de créance émis dans ces régions, ainsi qu'au Royaume-Uni. Il se peut que les entreprises manufacturières de la zone euro aient continué de délocaliser une partie de leur production, en particulier dans les nouveaux États membres, les flux d'investissements directs étrangers vers ces pays (mesurés en pourcentage du PIB de ces pays) ayant augmenté au cours des quatre dernières années (cf. graphique 36).

NOUVELLE DÉGRADATION DE LA POSITION EXTÉRIEURE EN 2006

Les données relatives à la position extérieure de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'au troisième trimestre 2006, font apparaître des engagements nets de 965 milliards d'euros (11,5 % du PIB de la zone euro), contre 811 milliards (10,1 % du PIB) à fin 2005 (cf. graphique 37). La progression des engagements nets en 2006 résulte en grande partie de l'augmentation de la position débitrice nette au titre des investissements de portefeuille (de 145 milliards d'euros), et des autres investissements (de 83 milliards), qui n'a été que partiellement compensée par une progression des avoirs nets au titre des investissements directs (de 70 milliards) et des avoirs de réserve (de 5 milliards).

Étant donné que le déficit des opérations courantes de la zone euro ne s'élevait qu'à 20 milliards d'euros en 2006, la hausse des engagements nets résulte en grande partie d'effets de réévaluations consécutifs à la modification des prix des actifs et des taux de change.

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

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro a connu une accélération sensible en 2006 (cf. tableau 6)¹⁵. Même si ce raffermissement de l'activité économique a été généralisé, les taux de croissance annuels ont affiché des différences considérables selon les pays. Parmi les pays qui ont adhéré à l'Union européenne en mai 2004, les taux de croissance les plus élevés ont été enregistrés en Estonie et en Lettonie, où ils ont atteint ou dépassé 11,4 %. En République tchèque, en Lituanie et en Slovaquie, la croissance du PIB en volume a également été très soutenue, entre 6,1 % et 8,3 %. La croissance la plus faible a été enregistrée à Malte. Dans les autres pays, à savoir le Danemark, la Suède et le Royaume Uni, la croissance s'est accélérée par rapport à 2005, pour s'établir à un niveau proche de, ou supérieur à celui de la zone euro en 2006.

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

diminution du chômage, et par la vigueur des prix de l'immobilier résidentiel. La croissance de la formation brute de capital fixe s'est accélérée, notamment à la faveur d'une période prolongée de conditions de financement favorables, d'améliorations de la conjoncture et, dans certains pays, d'entrées importantes d'investissements directs étrangers (IDE). Dans la majorité des pays, la croissance rapide du crédit, résultant en partie des conditions financières favorables, a également contribué à la croissance soutenue de la demande intérieure.

La croissance des exportations s'est accélérée dans de nombreux pays, soutenue par une forte demande des principaux partenaires commerciaux et par d'importants flux d'IDE au cours des dernières années. Toutefois, dans la plupart des pays, la hausse des importations a également été soutenue en raison de la fermeté de la demande intérieure et du contenu en importations relativement élevé des exportations

15 Les États membres de l'UE hors zone euro auxquels cette section fait référence comprennent les treize États membres de l'UE extérieurs à la zone euro pour la période allant jusqu'à fin décembre 2006 (à savoir la République tchèque, le Danemark, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovénie, la Slovaquie, la Suède et le Royaume Uni).

Tableau 6 Croissance du PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage)

	2003	2004	2005	2006	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
République tchèque	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Danemark	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estonie	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Chypre	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Lettonie	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Lituanie	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Hongrie	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malte	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Pologne	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Slovénie	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Slovaquie	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Suède	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Royaume-Uni	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
UE-10 ¹⁾	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
UE-13 ²⁾	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Zone euro	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Source : Eurostat

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

2) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro jusqu'à fin décembre 2006.

de nombre d'entre eux. En conséquence, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume en 2006 a été globalement neutre pour l'ensemble des États membres de l'UE hors zone euro et n'a été véritablement positive que pour la Hongrie, Malte, la Slovaquie et la Suède. Les taux de croissance élevés des importations et des exportations dans de nombreux pays indiquent que, même s'il est bien engagé, le processus d'intégration commerciale des pays qui ont adhéré à l'UE en mai 2004 est toujours en cours.

Parallèlement au raffermissement de l'activité économique, la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer en 2006 dans de nombreux États membres de l'UE hors zone euro. Toutefois, il existe des différences importantes selon les pays. Tandis que le chômage est resté très élevé en Pologne et en Slovaquie, la situation sur le marché du travail est devenue assez tendue dans d'autres pays, tels que le Danemark, les États baltes et le Royaume-Uni. Dans la plupart des pays membres de l'UE depuis mai 2004, la progression de l'emploi est demeurée plus modérée que la croissance rapide de la production ne semblerait l'indiquer. Cette évolution s'explique par le fait

que la croissance du PIB en volume a été essentiellement tirée par l'adoption de nouvelles technologies et par une forte augmentation de la productivité, découlant notamment des importants flux d'IDE reçus au cours des dernières années. Des goulets d'étranglement structurels, tels que l'inadéquation entre offre et demande de travail en termes de compétences et de localisation géographique, subsistent dans de nombreux pays ayant adhéré à l'Union européenne en mai 2004. Conjugués aux flux migratoires, qui ont contribué à l'apparition de tensions sur le marché du travail, ces goulets risquent de constituer un frein à la croissance des pays où des pénuries de main-d'œuvre sont apparues.

L'ÉVOLUTION DES PRIX

En 2006, la hausse de l'IPCH s'est sensiblement accélérée dans la quasi-totalité des États membres de l'UE hors zone euro (cf. tableau 7). L'inflation est demeurée la plus élevée dans les pays qui ont connu une croissance rapide (États baltes, Hongrie et Slovaquie) et elle est restée proche ou légèrement supérieure à la moyenne de la zone euro dans les autres États membres de l'UE hors zone euro. En 2006, l'inflation a été inférieure à 2 % en moyenne au Danemark,

Tableau 7 Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)

(variations annuelles en pourcentage)

	2003	2004	2005	2006	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
République tchèque	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Danemark	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estonie	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Chypre	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Lettonie	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Lituanie	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Hongrie	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malte	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Pologne	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Slovénie	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Slovaquie	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Suède	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
UE-10 ¹⁾	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
UE-13 ²⁾	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Zone euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Source : Eurostat

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

2) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro jusqu'à fin décembre 2006.

en Pologne et en Suède, tandis qu'elle n'a pas dépassé 2,1 % en République tchèque.

La tendance à la hausse de l'inflation observée en 2006 dans les États membres de l'UE hors zone euro est due en partie à des modifications des prix administrés et de la fiscalité indirecte dans un certain nombre de pays tels que la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte et la Slovaquie. Par ailleurs, le renchérissement important des prix de l'énergie explique pour une large part la hausse de l'inflation au cours de l'été 2006. Dans plusieurs pays, les tendances inflationnistes ont également été influencées par les hausses des prix des produits alimentaires, qui ont commencé à progresser à un rythme plus rapide en 2006, après des augmentations très modérées ou des baisses en 2005. Dans la plupart des pays, toutefois, c'est la croissance rapide de la demande intérieure qui a contribué aux tensions inflationnistes sous-jacentes.

Dans les pays qui autorisent un degré important de flexibilité des taux de change, l'appréciation de la devise nationale a exercé des effets globalement modérateurs sur les prix des importations et donc, étant donné le degré relativement élevé d'ouverture de ces pays, sur l'inflation globale. En raison de la vigueur de l'activité économique dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, les évolutions salariales ont été, en moyenne, prononcées en 2006. La croissance des salaires nominaux a été particulièrement sensible dans les pays ayant connu les taux de croissance de la production les plus élevés (c'est-à-dire les États baltes), où elle a été supérieure aux gains de productivité, contribuant ainsi à alimenter les tensions inflationnistes.

LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les politiques budgétaires des États membres de l'UE hors zone euro ont encore été caractérisées par une grande hétérogénéité en 2006. Trois pays (Danemark, Estonie et Suède) ont dégagé un excédent budgétaire, tandis que les dix autres pays ont enregistré un déficit (cf. tableau 8). À l'exception de la Hongrie,

les résultats budgétaires pour 2006 ont été globalement conformes, voire supérieurs aux objectifs de solde budgétaire inscrits dans les programmes de convergence actualisés qui ont été présentés fin 2005. Cependant, dans de nombreux cas, cette évolution découle de la meilleure situation de départ à fin 2005 et de l'abondance des recettes fiscales, qui peuvent s'expliquer par une croissance du PIB plus rapide que prévu initialement. Les progrès accomplis en matière d'assainissement budgétaire structurel semblent s'être interrompus dans la plupart des pays. D'après les estimations, seule Malte semble avoir réussi à améliorer le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles à hauteur d'au moins 0,5 % du PIB, déduction faite des mesures exceptionnelles et autres mesures temporaires. En revanche, dans un certain nombre de pays, l'orientation budgétaire a même été relâchée de manière procyclique, en dépit d'une forte croissance de la production.

À fin 2006, la République tchèque, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovaquie et le Royaume-Uni étaient soumis à des procédures de déficit excessif. Selon les programmes de convergence respectifs actualisés pour 2006–2007, le ratio de déficit a diminué en 2006 dans tous ces pays, à l'exception de la Hongrie et de la Slovaquie, s'établissant à un niveau inférieur à 3 % du PIB à Malte et au Royaume-Uni. La Pologne a enregistré, comme en 2005, un ratio de déficit inférieur à la valeur de référence. Toutefois, si l'on exclut la dérogation statistique relative à la prise en compte du régime obligatoire de retraite par capitalisation du secteur des administrations publiques (qui expire en 2007), le ratio de déficit aurait dépassé le seuil des 3 %.

En ce qui concerne les principales décisions du Conseil Ecofin relatives à la procédure de déficit excessif en 2006, Chypre a vu cette procédure abrogée en juillet après avoir fait état d'un ratio de déficit inférieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2005. En revanche, le Conseil a mis en place cette procédure pour le Royaume-Uni en janvier 2006 et a demandé que ce déficit excessif soit corrigé pour

Tableau 8 Situation budgétaire

(en pourcentage du PIB)

	Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques			Programmes de convergence actualisés pour 2006
	2003	2004	2005	
République tchèque	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Danemark	1,1	2,7	4,9	4,1
Estonie	1,9	2,3	2,3	2,6
Chypre	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Lettonie	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Lituanie	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Hongrie	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malte	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Pologne	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Slovénie	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Slovaquie	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Suède	0,1	1,8	3,0	3,0
Royaume-Uni	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
UE-10 ¹⁾	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
UE-13 ²⁾	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Zone euro	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

	Dette brute des administrations publiques			Programmes de convergence actualisés pour 2006
	2003	2004	2005	
République tchèque	30,1	30,7	30,4	30,6
Danemark	44,4	42,6	35,9	28,6
Estonie	5,7	5,2	4,5	3,7
Chypre	69,1	70,3	69,2	64,7
Lettonie	14,4	14,5	12,1	10,7
Lituanie	21,2	19,4	18,7	18,4
Hongrie	58,0	59,4	61,7	67,5
Malte	70,2	74,9	74,2	68,3
Pologne	43,9	41,8	42,0	42,0
Slovénie	28,5	28,7	28,0	28,5
Slovaquie	42,7	41,6	34,5	33,1
Suède	51,8	50,5	50,4	46,5
Royaume-Uni	38,9	40,4	42,4	43,7
UE-10 ¹⁾	41,6	41,0	40,7	41,2
UE-13 ²⁾	41,1	41,8	42,4	42,7
Zone euro	69,3	69,8	70,8	69,6

Sources : Commission européenne (pour la période 2004-2005), programmes de convergence actualisés 2006-2007 (pour 2006) et calculs de la BCE

Notes : Les données sont établies sur la base de la définition retenue dans le cadre de la PDE. Les soldes budgétaires (données de la Commission) ne prennent pas en compte les revenus de la cession de licences UMTS. Dans le cas du Danemark, de la Pologne et de la Suède, les données incluent le deuxième pilier du régime des retraites. L'incidence positive estimée de ces fonds en 2006 est la suivante : Danemark 1,0 % du PIB, Pologne 2,0 % du PIB, Suède 1,1 % du PIB. Comme dans la dernière actualisation du programme de convergence et les prévisions d'automne 2006 de la Commission, les données relatives à la Hongrie n'incluent plus le deuxième pilier du régime des retraites.

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

2) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro jusqu'à fin décembre 2006.

l'exercice budgétaire 2006-2007 au plus tard. En septembre 2006, la Hongrie a présenté, conformément à la demande du Conseil en janvier, un programme de convergence ajusté prévoyant un déficit de 10,1 % du PIB en 2006, largement au-dessus de l'objectif initial. Dans la recommandation du Conseil d'octobre 2006, la date limite pour la correction du déficit excessif de la Hongrie a été repoussée d'un an,

jusqu'en 2009. En ce qui concerne la Pologne, le Conseil a adopté une décision en novembre 2006 stipulant que les actions entreprises par les autorités polonaises s'avéraient insuffisantes pour corriger le déficit excessif du pays en respectant la date limite de 2007.

Le ratio de la dette publique de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro est

Tableau 9 Balance des paiements, principales rubriques

(en pourcentage du PIB)

	Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital				Flux nets d'IDE				Flux nets d'investissements de portefeuille			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
République tchèque	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Danemark	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estonie	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Chypre	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Lettonie	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Lituanie	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Hongrie	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malte ²⁾	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Pologne	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Slovénie	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Slovaquie	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Suède	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Royaume-Uni	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
UE-10 ³⁾	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
UE-13 ⁴⁾	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Zone euro	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Source : BCE

1) Les données 2006 portant sur l'Estonie, Malte, la Suède et le Royaume-Uni se rapportent aux flux cumulés, du dernier trimestre 2005 au troisième trimestre 2006, des données plus récentes n'étant pas encore disponibles.

2) Pour Malte, les importantes sorties nettes d'investissements de portefeuille reflètent les activités financières des banques internationales opérant à partir de ce pays. Les sorties nettes sont presque entièrement compensées par les entrées au titre des autres investissements.

3) UE-10 est l'agrégation des données des 10 pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ; flux cumulés, du dernier trimestre 2005 au troisième trimestre 2006.

4) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro jusqu'à fin décembre 2006 ; flux cumulés, du dernier trimestre 2005 au troisième trimestre 2006.

demeuré nettement inférieur à 60 % du PIB en 2006. À Chypre et à Malte, le ratio de dette est demeuré supérieur à la valeur de référence de 60 %, malgré une baisse en 2006, et il a fortement augmenté en Hongrie pour s'établir à plus de 67 % du PIB. Dans la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro, le ratio de dette a diminué ou est resté globalement inchangé.

LES ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro ont continué de présenter des différences considérables selon les pays en 2006 (cf. tableau 9), même si la situation d'ensemble s'est détériorée par rapport à 2005. Tandis que le Danemark et la Suède ont enregistré d'importants excédents, le Royaume-Uni et les pays qui ont adhéré à l'Union européenne en mai 2004 ont tous affiché des déficits. Par rapport à 2005, ces

déficits ont augmenté dans la plupart des pays et notamment en Lettonie, où le niveau de déficit s'est établi en 2006 autour de 20 % du PIB. L'Estonie et la Lituanie ont enregistré des déficits supérieurs à 10 % du PIB. En République tchèque, à Chypre, en Hongrie, à Malte et en Slovaquie, le déficit s'est établi entre 4 % et 18 % du PIB, tandis que les autres pays ont enregistré des déficits plus modérés.

Dans de nombreux pays qui ont adhéré à l'Union européenne en mai 2004, ces déficits peuvent s'expliquer en partie comme un corollaire du processus de rattrapage, dans la mesure où ils reflètent des investissements en capacités de production que la seule épargne nationale n'aurait pas permis de financer. Toutefois, les importants déficits des comptes de transactions courantes et de capital de certains États membres de l'UE hors zone euro peuvent dénoter des risques pesant sur la soutenabilité des positions extérieures, notamment s'ils sont provoqués par la vigueur

Tableau 10 Évolutions au sein du MCE II

Devise	Date d'entrée	Cours plafond	Cours pivot	Cours plancher	Écart maximal (en pourcentage)	
					Appréciation €	Dépréciation €
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Source : BCE

Notes : Un écart à la baisse (à la hausse) correspond à un mouvement vers le cours plancher (plafond) et signifie un renforcement (un affaiblissement) de la devise vis-à-vis de l'euro. En ce qui concerne les écarts maximums recensés par rapport aux cours pivots respectifs du MCE II, la période de référence va du 2 janvier 2006 au 2 mars 2007.

de la consommation publique ou privée, par la forte croissance du crédit ou par des investissements dans l'immobilier résidentiel.

Les entrées nettes au titre des IDE ont augmenté en 2006 par rapport à 2005 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro. Dans l'ensemble, alors que ces entrées nettes d'IDE ont continué à représenter une source importante de financement dans un certain nombre de ces pays, ces flux se sont souvent avérés insuffisants pour couvrir le déficit cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital, notamment dans les États baltes. Dans le même temps, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille sont restées négatives ou globalement neutres dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de la Hongrie et de la Slovaquie. Dans ces deux pays, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille reflètent la hausse des entrées nettes en titres de créance, partiellement liée dans certains cas à des écarts de rendement, même si les entrées nettes sur actions ont également joué un rôle. Les autres flux d'investissement ont été largement positifs dans la plupart des pays qui ont adhéré à l'Union européenne en mai 2004, reflétant essentiellement des prêts des banques ayant le statut de maison mère à leurs filiales dans la région.

LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

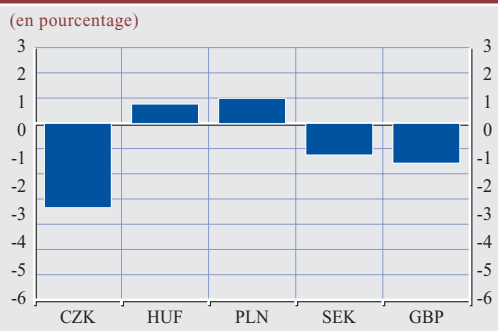
En 2006, les évolutions des taux de change dans les États membres de l'UE hors zone euro ont largement reflété les régimes de taux de change de chacun des pays. Les monnaies du Danemark, de l'Estonie, de Chypre, de la Lettonie, de la Lituanie, de Malte, de la Slovaquie et de la Slovaquie ont toutes participé au MCE II avec une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro, sauf dans le cas de la couronne danoise, à laquelle une marge plus étroite, de $\pm 2,25\%$, s'applique. Les accords sur la participation au MCE II pour les pays dont les monnaies ont intégré ce dispositif en 2004 et en 2005 (c'est-à-dire tous les pays précités à l'exception du Danemark) reposaient sur un certain nombre d'engagements des autorités respectives consistant, notamment, à poursuivre des politiques budgétaires saines, à encourager la modération salariale et des évolutions salariales conformes à la croissance de la productivité, à contenir la croissance du crédit et à mettre en œuvre de nouvelles réformes structurelles. L'entrée dans le MCE II était également liée, dans certains cas, à des engagements unilatéraux de la part des pays concernés de maintenir des marges de fluctuation plus étroites. Ces engagements unilatéraux n'ont imposé à la BCE aucune obligation supplémentaire. Il a été convenu, en particulier, que l'Estonie et la Lituanie puissent rejoindre le MCE II en maintenant leur dispositif de caisse d'émission existant. Les autorités maltaises ont déclaré leur

intention de maintenir le taux de change de la lire maltaise contre euro à son cours pivot, et les autorités lettones celui du lats contre euro à son cours pivot avec une marge de fluctuation de ± 1 %.

La participation au MCE II de la plupart des monnaies a été relativement satisfaisante. La couronne danoise, la couronne estonienne, la livre chypriote, le lats letton, le litas lituanien, la lire maltaise et le tolar slovène ont été très stables par rapport à l'euro en 2006. À l'exception du tolar slovène qui a fait l'objet d'une conversion irrévocable à l'euro à la suite de l'élargissement de la zone euro le 1^{er} janvier 2007, ces devises se sont constamment établies à leur cours pivot ou à un niveau très proche de celui-ci début 2007 et, jusqu'au 2 mars 2007. Seule la couronne slovaque a connu un degré relativement élevé de volatilité (cf. tableau 10). À la suite des élections parlementaires en Slovaquie et d'une période de turbulence sur les marchés internationaux de capitaux, la couronne a subi des pressions à la baisse courant juillet et s'est provisoirement établie, pour la première fois, à un niveau inférieur à son cours pivot au sein du MCE II. Néanmoins, soutenue par les interventions de la Národná banka Slovenska, le regain de confiance des marchés dans la politique économique du nouveau gouvernement, des évolutions macroéconomiques saines et une amélioration de l'appétence pour le risque au niveau mondial, la couronne slovaque s'est appréciée à partir de mi-juillet. Le 28 décembre 2006, la Národná banka Slovenska est intervenue sur le marché des changes pour atténuer les tensions à l'appréciation. Toutefois, début 2007, la couronne slovaque a poursuivi son mouvement de hausse et se négociait, le 2 mars 2007, 10,7 % au dessus de son cours pivot au sein du MCE II.

En ce qui concerne les devises des États membres de l'UE hors zone euro qui ne participaient pas au MCE II, les évolutions ont été différentes selon les pays (cf. graphique 38). En 2006, la couronne tchèque et la couronne suédoise se sont progressivement appréciées contre euro avant de se replier légèrement

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



Source : BCE

Note : Une valeur positive (négative) indique une dépréciation (appréciation) de la monnaie vis-à-vis de l'euro. Les variations portent sur la période allant du 2 janvier 2006 au 2 mars 2007.

début 2007, s'établissant le 2 mars 2007, respectivement, 3,0 % et 1,1 % au-dessus de leur niveau de début 2006 par rapport à l'euro. Malgré certaines fluctuations au second semestre 2006, la livre sterling s'est renforcée à partir du début juillet 2006, soutenue par les évolutions économiques favorables au Royaume-Uni et par les anticipations de hausse des taux d'intérêt. Le 2 mars 2007, la livre dépassait de 1,4 % son niveau de janvier 2006. Au cours de la même période, le forint hongrois et le zloty polonais se sont légèrement dépréciés et leur taux de change a affiché une certaine volatilité. Au premier semestre 2006, ces deux monnaies se sont fortement dépréciées par rapport à l'euro en réaction à une montée, au niveau mondial, de l'aversion au risque à l'égard des marchés émergents. En Hongrie, les pressions à la baisse exercées sur la monnaie nationale ont peut-être reflété également la situation budgétaire et les préoccupations des marchés relatives aux déséquilibres extérieurs du pays. Début juillet 2006, toutefois, le forint et le zloty ont commencé à se renforcer par rapport à l'euro, soutenus par un regain d'appétence pour le risque au niveau mondial et, dans le cas de la Hongrie, par le relèvement des taux directeurs et la mise en œuvre d'un plan d'assainissement budgétaire. Le 2 mars 2007, ces devises se situaient à un niveau pratiquement stable contre euro par rapport au début 2006.

LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

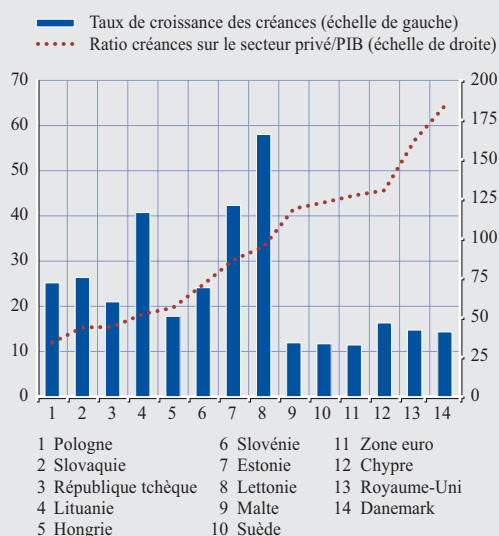
Entre janvier 2006 et février 2007, l'évolution des rendements des emprunts publics à long terme dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro a été analogue à celle de la zone euro et s'est caractérisée par une hausse dans la première partie de l'année, suivie d'une baisse modérée à partir de juin 2006. En février 2007, les taux d'intérêt à long terme dans les États membres de l'UE hors zone euro se situaient, en moyenne, 60 points de base environ au-dessus de leur niveau de début 2006. La hausse la plus importante est intervenue en Lettonie (quelque 150 points de base), reflétant essentiellement la détérioration des perspectives d'inflation. Dans les autres États membres de l'UE hors zone euro, les taux d'intérêt à long terme ont moins augmenté que dans la zone euro. En comparaison des taux de la zone euro, les écarts de rendement des emprunts publics des États membres de l'UE hors zone euro étaient, en février 2007, inférieurs en moyenne à ceux de début 2006. Le différentiel de taux d'intérêt à long terme est resté relativement élevé en Hongrie où il se situait, en février 2007, aux alentours de 285 points de base. Dans ce pays, les évolutions budgétaires et les déséquilibres extérieurs ont contribué à maintenir les écarts de taux d'intérêt à long terme à un niveau élevé.

Les marchés boursiers de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro ont été bien orientés entre janvier 2006 et février 2007. Ils ont notamment progressé en Estonie, à Chypre et en Pologne, où ils ont affiché une performance nettement supérieure à la moyenne des marchés de la zone euro, mesurée par l'indice Dow Jones EuroStoxx. Toutefois, les marchés boursiers de l'ensemble des États membres de l'UE hors zone euro ont réagi négativement aux turbulences qui ont affecté les marchés mondiaux fin février.

En 2006, la croissance des concours au secteur privé est restée soutenue dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, atteignant un rythme annuel moyen de 24 % pour ces pays considérés dans leur ensemble. Vers la fin de

Graphique 39 Créances sur le secteur privé en 2006

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Central Bank of Cyprus et Bank of England
 Note : Pour Chypre et le Royaume-Uni les données sont fondées sur des définitions nationales. Les données relatives au taux de croissance annuel des créances se rapportent à décembre 2006.

l'année, la croissance annuelle du crédit s'est ralentie ou stabilisée dans de nombreux pays, à des niveaux toutefois assez élevés dans la plupart des cas. Cette évolution s'explique sans doute par les relèvements de taux d'intérêt mis en œuvre par la BCE et la majorité des banques centrales nationales hors zone euro en 2006 (cf. ci-après) et par le resserrement de la politique monétaire qui en est résulté. L'expansion du crédit a été particulièrement soutenue dans les États baltes en forte croissance (près de 60 % en glissement annuel pour la Lettonie à fin 2006) (cf. graphique 39). En République tchèque, en Hongrie, en Pologne, en Slovénie et en Slovaquie, la hausse annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée, pour atteindre ou dépasser 20 % fin 2006. L'expansion rapide du crédit dans ces économies en cours de rattrapage doit être considérée dans un contexte d'approfondissement financier. En effet, les ratios de créances sur le secteur privé par rapport au PIB de tous les pays qui ont rejoint l'Union européenne en mai 2004, à l'exception de Chypre et de Malte, demeurent

bien inférieurs à la moyenne de la zone euro. Cependant, l'expansion rapide du crédit représente également un risque en termes de surchauffe et de déséquilibres extérieurs et intérieurs excessifs. À cet égard, la part élevée et croissante des emprunts libellés en devises étrangères constitue un sujet de préoccupation. Au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni, le taux de progression annuel des crédits au secteur privé s'est également renforcé en 2006 par rapport à 2005, pour s'établir entre 12 % et 15 % fin 2006.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

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

En 2006, la politique monétaire et les régimes de change des États membres de l'UE hors zone euro n'ont guère varié, bien que certaines améliorations aient été apportées au cadre de la politique monétaire de plusieurs de ces pays dans la perspective de l'intégration monétaire.

S'agissant des décisions intervenues entre janvier 2006 et février 2007, la plupart des banques centrales participant au MCE II ont adopté des mesures visant à resserrer les conditions de la politique monétaire. Ces mesures ont souvent reflété celles de la BCE, qui a augmenté le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 125 points de base au total en 2006, le passant à 3,5 %. À mi-février 2006, la Danmarks Nationalbank a relevé son taux directeur de 10 points de base, à 2,5 %, en raison des sorties de capitaux observées plus tôt dans le mois, résultant notamment d'achats d'actions et d'autres titres étrangers par les investisseurs institutionnels danois. Par la suite, la banque centrale nationale a suivi les mouvements des taux directeurs de la BCE et augmenté son taux directeur, le portant de 2,5 % à 3,75 %. L'Eesti Pank et le Lietuvos bankas, qui n'ont pas de taux directeur

en raison de leur système de caisse d'émission, ont automatiquement adopté les modifications intervenues dans l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Par ailleurs, l'Eesti Pank a adopté un certain nombre de mesures préventives applicables au secteur financier, notamment un relèvement de 13 % à 15 % du taux de réserves obligatoires, pour répondre aux risques potentiels pesant sur la stabilité financière liés à la persistance d'une forte croissance du crédit, notamment sous la forme de prêts immobiliers. La Central Bank of Cyprus a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 4,5 %, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire de la BCE et de regain de tensions inflationnistes. La Latvijas Banka a engagé un nouvel effort pour resserrer les conditions de liquidité de l'économie en relevant son taux directeur en deux temps, de 4 % à 5 %, et en augmentant l'assiette des réserves obligatoires pour y inclure les engagements des banques ayant une échéance supérieure à deux ans. La Central Bank of Malta a relevé à trois reprises son taux d'intervention, de 75 points de base au total à 4,0 %, dans le contexte d'un rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'euro en faveur de la lire maltaise. La Národná banka Slovenska a relevé son taux directeur à quatre reprises, le portant de 3,0 % à 4,75 % en raison essentiellement de révisions à la hausse de ses prévisions d'inflation par suite de l'augmentation des prix de l'énergie. Enfin, la Banka Slovenije, qui a dû aligner son taux directeur (fondé sur le taux des bons à 60 jours en tolar) sur le niveau de la zone euro avant l'adoption de la monnaie unique le 1^{er} janvier 2007, a progressivement abaissé ce taux au premier semestre 2006, le stabilisant à 3,5 % à partir d'août (cf. également le chapitre 3).

En dehors du MCE II, la plupart des banques centrales de l'UE hors zone euro ont relevé leurs taux directeurs en raison essentiellement de préoccupations liées à l'inflation. La Česká národní banka a majoré son taux de refinancement de 50 points de base à 2,5 %, compte tenu essentiellement des perspectives

Tableau II Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE hors zone euro en 2006

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

Source : SEBC

1) L'IPC est identique à l'IPCH.

en matière d'inflation. La Magyar Nemzeti Bank a augmenté son taux directeur à cinq reprises, d'un total de 200 points de base, à 8,0 %, principalement en liaison avec la détérioration des perspectives d'inflation. La Bank of England a également relevé son taux directeur, d'un total de 75 points de base, à 5,25 %, en raison essentiellement de la stabilité de la croissance et du niveau élevé de l'inflation, susceptible de rester à un niveau supérieur à l'objectif de la banque centrale pendant un certain temps. La Sveriges Riksbank a relevé son taux directeur de 1,5 % à 3,25 % afin de maintenir le taux d'inflation à un niveau proche de son objectif.

La Narodowy Bank Polski a été la seule banque centrale de l'UE hors zone euro et hors MCE II à réduire son taux directeur (en deux étapes, de 4,5 % à 4 %) dans le contexte d'une baisse plus importante que prévu de l'inflation et de perspectives d'inflation plus favorables.



CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

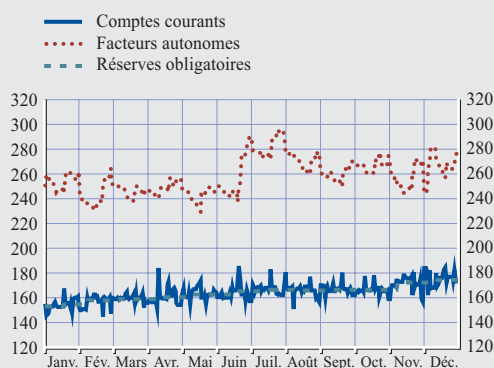
I.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le cadre opérationnel de la mise en œuvre de la politique monétaire unique¹ a continué à fonctionner efficacement en 2006, confirmant l'expérience globalement positive des nouvelles caractéristiques introduites dans le cadre en mars 2004. L'Eonia a continué à afficher des niveaux de volatilité très faibles en 2006: l'écart type de l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal s'est établi à 5 points de base en 2006, soit le même niveau qu'en 2005 et 4 points de base de moins qu'en 2004. Cette faible volatilité des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire a contribué à signaler de façon claire l'orientation de la politique monétaire. Malgré les conditions généralement stables du marché monétaire, l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal a continué à s'accroître en 2006. Dans le but de contenir ces écarts grandissants, la BCE a alloué plus que le montant de référence² lors des opérations principales de refinancement concernées.

Les évolutions en 2006 ont permis de continuer à tester la capacité du cadre opérationnel à neutraliser, durant une période de constitution, l'incidence des changements dans les anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE³. Durant toutes les périodes de constitution qui ont précédé une hausse des taux d'intérêt en 2006, l'écart moyen entre l'Eonia et le taux de soumission minimal s'est établi entre 7 et 8 points de base, à l'exception de la période de constitution se terminant le 8 août, où il a atteint 5 points de base. Ces écarts étaient comparables à ceux observés durant les périodes de constitution qui n'étaient pas suivies par une augmentation des taux directeurs de la BCE, où l'écart moyen était de 8 points de base. Par rapport à la situation précédant le changement du cadre en mars 2004, lorsque l'écart moyen durant les périodes de constitution avec hausse des taux atteignait 17 points de base – beaucoup plus que l'écart communément observé –, l'expérience de 2006 suggère que le cadre modifié a considérablement contribué à soustraire les taux d'intérêt à court terme du

Graphique 40 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2006

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

marché monétaire à l'incidence des changements dans les anticipations relatives aux taux d'intérêt.

L'ÉVALUATION ET LA GESTION DES CONDITIONS DE LIQUIDITÉ

La gestion de liquidité de l'Eurosystème repose sur l'évaluation journalière des conditions de liquidité dans le système bancaire de la zone euro, en vue de déterminer les besoins de liquidité du système et donc le volume de liquidité à allouer au cours des opérations principales de refinancement hebdomadaires et éventuellement par le biais d'autres opérations d'*open market*, telles que des opérations de réglage fin. Les besoins de liquidité du système bancaire se définissent par la somme des réserves obligatoires imposées aux banques, par les excédents de réserves détenus en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants des établissements de crédit ouverts auprès de

1 On trouvera une description détaillée du cadre opérationnel dans la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : documentation générale sur les instruments et les procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, septembre 2006.

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

3 Dans le cadre modifié de mars 2004, les adaptations des taux directeurs de la BCE ne sont mises en œuvre qu'au début de la nouvelle période de constitution.

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

En 2006, les besoins journaliers de liquidité du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 422,4 milliards d'euros, en augmentation de 12 % par rapport à 2005. Les réserves obligatoires ont atteint en moyenne 163,7 milliards d'euros, les excédents de réserves 0,7 milliard d'euros et les facteurs autonomes 257,9 milliards d'euros. Parmi les facteurs autonomes, les billets en circulation ont affiché un taux de progression de 12 % en 2006, contre 15 % environ en 2005. La circulation des billets a atteint un record de 629,2 milliards d'euros le 28 décembre 2006.

LES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT

Les opérations principales de refinancement sont des opérations hebdomadaires d'apport de liquidité, ayant une échéance d'une semaine. Elles sont effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal, selon la procédure d'adjudication à taux multiples. Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes effectuées par l'Eurosystème. En effet, elles jouent un rôle clé en assurant le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité du marché ainsi qu'en signalant l'orientation de la politique monétaire par le biais du niveau du taux de soumission minimal.

Afin d'aider les établissements de crédit à préparer leurs soumissions aux opérations principales de refinancement hebdomadaires, la BCE a continué en 2006 à publier chaque semaine une prévision de la moyenne journalière des facteurs autonomes, ainsi que le

montant de référence. L'objectif de cette politique de communication est d'éviter une mauvaise perception par le marché de la question de savoir si les décisions d'adjudication en matière d'opérations principales de refinancement visent à équilibrer la liquidité ou non.

Les montants alloués en 2006 par le biais des opérations principales de refinancement ont été compris entre 280 et 338 milliards d'euros. Le nombre moyen de soumissionnaires s'est établi à 377, ce qui représente une légère hausse du taux de participation depuis la mise en œuvre du nouveau cadre en mars 2004. Les liquidités fournies par le biais des opérations principales de refinancement ont représenté, en moyenne, 73 % du montant global net des liquidités fournies par l'Eurosystème dans le cadre des opérations de politique monétaire. L'écart moyen entre le taux marginal et le taux de soumission minimal a atteint 5,5 points de base, contre 5,3 points de base en 2005 et 1,6 point de base en 2004.

Ayant observé une tendance à la hausse de l'écart entre le taux marginal et le taux de soumission minimal, la BCE a commencé à suivre, en octobre 2005, une politique visant à adjuger 1 milliard d'euros de plus que le montant de référence lors de toutes les opérations principales de refinancement, excepté la dernière d'une période de constitution. Par la suite, entre octobre 2005 et mars 2006, l'écart s'est stabilisé à 5 points de base en moyenne. Il a toutefois recommencé à augmenter en avril 2006, atteignant 9 points de base à la fin du mois. En réaction, la BCE a de nouveau fait part de ses préoccupations face à une telle hausse, comme elle l'avait fait en octobre 2005, et elle a relevé de 1 à 2 milliards d'euros le montant alloué en sus du montant de référence. Tout en continuant à viser des conditions de liquidité équilibrées à la fin de la période de constitution des réserves, la BCE a étendu cette mesure à la dernière opération principale de refinancement d'une période de constitution. Cette politique a permis de réduire l'écart, de sorte que la BCE a repris

progressivement l'allocation du montant de référence en septembre 2006. Lorsque l'écart a recommencé à augmenter en octobre, la BCE a alloué 1 milliard d'euros en sus du montant de référence et a poursuivi cette politique jusqu'en décembre 2006. À partir de cette date, elle a continué à relever progressivement le montant alloué au-delà du montant de référence afin de favoriser des conditions harmonieuses sur le marché monétaire à court terme pendant la période des vacances et aux alentours de la fin de l'année.

LES OPÉRATIONS DE RÉGLAGE FIN

À la suite des modifications au cadre opérationnel mises en œuvre en mars 2004, le nombre de jours compris entre la dernière opération principale de refinancement d'une période de constitution des réserves et la fin de cette période a augmenté, entraînant un risque accru d'erreurs dans les prévisions de l'Eurosystème relatives aux facteurs autonomes de la liquidité et donc des déséquilibres de liquidité potentiellement plus élevés. La différence absolue entre les prévisions et le résultat effectif sur huit jours a atteint une moyenne de 7,21 milliards d'euros en 2006. Afin d'éviter que ces erreurs n'entraînent un recours important aux facilités permanentes et de prévenir des écarts importants entre le taux au jour le jour et le taux de soumission minimal, l'Eurosystème a effectué des opérations de réglage fin le dernier jour de la période de constitution des réserves, chaque fois qu'elle prévoyait des déséquilibres de liquidité prononcés. Au total, onze opérations de réglage fin ont été réalisées en 2006, cinq d'entre elles destinées à fournir de la liquidité (17 janvier, 7 février, 11 avril, 10 octobre et 12 décembre) et six destinées à retirer de la liquidité (7 mars, 9 mai, 14 juin, 11 juillet, 8 août et 5 septembre).

LES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME

Les opérations de refinancement à plus long terme sont des opérations d'apport de liquidités effectuées mensuellement. Les liquidités sont généralement allouées le dernier mercredi du

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

Les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté, en moyenne, 27 % de l'ensemble des liquidités nettes fournies en 2006 par le biais d'opérations d'*open market*. La BCE a alloué le montant prévu dans toutes les opérations de refinancement à plus long terme de 2006. Le volume d'adjudication pour chaque opération est passé de 30 à 40 milliards d'euros en janvier 2006 et à 50 milliards d'euros en janvier 2007.

LES FACILITÉS PERMANENTES

Les deux facilités permanentes offertes par l'Eurosystème, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, fournissent et retirent de la liquidité au jour le jour, à des taux d'intérêt qui constituent un corridor pour le taux interbancaire au jour le jour. En 2006, la largeur du corridor est restée inchangée à 200 points de base, autour du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. Au cours de l'année, les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont tous deux été relevés d'un total de 125 points de base et ont terminé l'année respectivement à 4,50 % et 2,50 %.

En 2006, le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 126 millions d'euros, tandis que le recours journalier moyen à la facilité de dépôt a atteint 171 millions d'euros. Cette faible utilisation des facilités permanentes en 2006 a été conforme aux années précédentes et est le signe de l'efficacité élevée du marché interbancaire,

ainsi que des déséquilibres plus réduits de liquidité observés le dernier jour de chaque période de constitution des réserves. Cette diminution des déséquilibres de liquidité est cohérente avec le recours aux opérations de réglage fin dans le cas d'erreurs importantes dans les prévisions de la liquidité.

LE SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Les établissements de crédit de la zone euro doivent détenir des réserves obligatoires sur des comptes ouverts auprès des BCN. Les réserves obligatoires s'élèvent à 2 % de l'assiette des réserves d'un établissement de crédit. Celle-ci est déterminée par rapport à des éléments du bilan de l'établissement de crédit. L'obligation en matière de réserves doit être remplie en moyenne sur une période de constitution des réserves. Le système remplit deux fonctions : d'abord stabiliser les taux du marché monétaire à court terme par le mécanisme de constitution des réserves en moyenne, et ensuite élargir le déficit de liquidité, c'est-à-dire le besoin global de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème. Le montant des réserves obligatoires a progressivement augmenté en 2006, atteignant 174,3 milliards d'euros durant la dernière période de constitution de l'année, contre 153,3 milliards d'euros durant la période correspondante de l'année précédente.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

L'Eurosystème doit effectuer ses opérations de crédit sur la base de garanties appropriées. Cette disposition vise à couvrir l'Eurosystème contre des pertes éventuelles et à assurer que des garanties suffisantes sont disponibles pour une utilisation potentielle par des contreparties. Les opérations de crédit doivent également être réalisées d'une manière efficace et transparente et permettre un accès égal aux contreparties de l'Eurosystème. C'est pour ces raisons qu'une large gamme d'actifs est acceptée en garantie par l'Eurosystème.

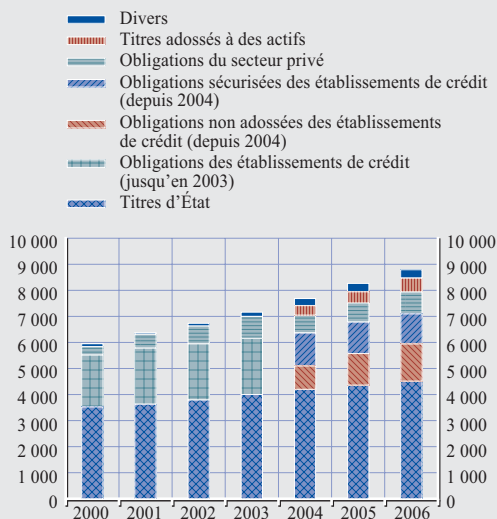
En 2006, la valeur moyenne des garanties négociables éligibles a augmenté de 6 % par rapport à 2005, atteignant un montant total de

8 800 milliards d'euros (cf. graphique 41). Les titres publics ont représenté 52 % du total, soit un montant de 4 500 milliards d'euros, le reste prenant la forme d'obligations sécurisées (c'est-à-dire de titres du type *Pfandbriefe*) ou non, émises par les établissements de crédit (2 600 milliards d'euros ou 29 %), d'obligations émises par les entreprises (800 milliards d'euros ou 9 %), de titres adossés à des actifs (500 milliards d'euros ou 6 %) et d'autres obligations, telles que les titres émis par des institutions supranationales (300 milliards d'euros ou 4 %). La valeur moyenne des actifs négociables déposés par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'est établie à 930 milliards d'euros en 2006, contre 866 milliards d'euros en 2005 (cf. graphique 42).

Le graphique 43 illustre la différence entre les actifs éligibles pouvant être utilisés en garantie (mais pas nécessairement leur importance dans le bilan des contreparties) et ceux effectivement livrés en garantie des concours de l'Eurosystème, répartis par type d'actifs. Les titres publics ont représenté 52 % des garanties négociables disponibles, mais seulement 28 %

Graphique 41 Actifs négociables éligibles

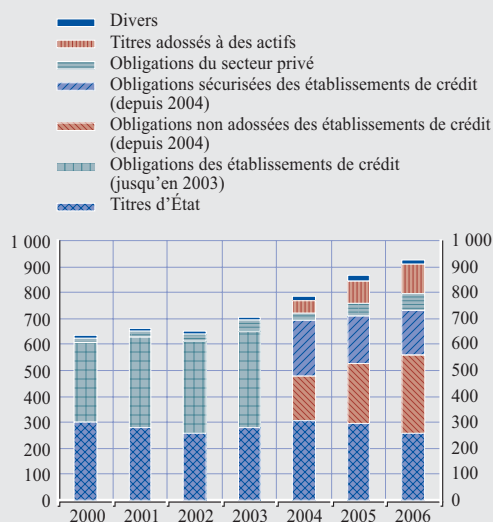
(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 42 Actifs négociables livrés en garantie

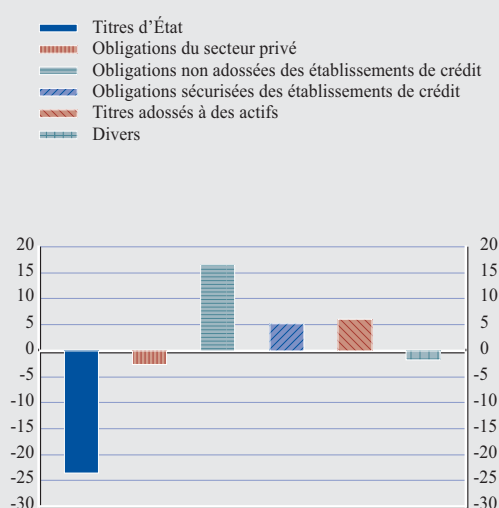
(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 43 Différence entre la part des actifs négociables éligibles et la part des actifs livrés en garantie en 2006

(en points de pourcentage)



Source : BCE

des actifs livrés. À l'inverse, les obligations non adossées émises par les établissements de crédit ont représenté 16 % des garanties négociables disponibles, mais 32 % des actifs livrés. Quant aux titres adossés à des actifs, ils représentent 6 % des garanties négociables disponibles, mais 12 % des actifs livrés.

L'Eurosystème a continué à améliorer le cadre des garanties en 2006. En particulier, les travaux préparatoires à l'introduction progressive d'un cadre unique pour les garanties éligibles (aussi appelé « liste unique »), commun à toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème, ont été finalisés dans les délais annoncés par le Conseil des gouverneurs en février 2005.

La première étape de cette introduction progressive, incluant les actifs négociables, a été terminée en 2005. Les travaux préparatoires de la seconde étape se sont achevés en 2006, et une classe distincte d'actifs, à savoir les actifs non négociables, comprenant en particulier les créances sous forme de crédits (aussi appelés « prêts bancaires ») a été introduite⁴ le 1^{er} janvier 2007. Le système de garanties à deux niveaux, mis en place depuis le lancement de l'Union

monétaire, sera entièrement remplacé par la liste unique le 31 mai 2007.

Le cadre unique de garanties a été introduit en réponse aux inconvénients du système de garanties à deux niveaux, dans le cadre d'une intégration croissante des marchés financiers dans la zone euro. Celui-ci a pour objectif de promouvoir l'égalité de traitement dans la zone euro, assurant un traitement égal aux contreparties et aux émetteurs et renforçant la transparence globale du cadre des garanties. Le cadre unique de garanties prend également en considération la demande croissante de recours à des garanties sur les marchés de professionnels privés ainsi que l'utilisation accrue de garanties par l'Eurosystème. De façon plus générale, en augmentant la liquidité d'une classe entière d'actifs, telle que les créances sous forme de crédits, le cadre unique de garanties favorise le fonctionnement harmonieux du système financier de la zone

4 On trouvera des informations détaillées dans la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : documentation générale sur les instruments et les procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, septembre 2006.

euro et reflète plus étroitement l'actif du bilan des contreparties.

L'Eurosystème a défini des critères d'éligibilité spécifiques et un cadre d'évaluation des crédits qui sont applicables aux actifs non négociables dans la zone euro. Ils garantissent que ces actifs répondent à des normes de garanties similaires à celles des actifs négociables. Pour les prêts bancaires, une période intermédiaire est prévue jusqu'au 31 décembre 2011, durant laquelle un nombre limité de critères opérationnels et d'éligibilité continueront à différer au sein de la zone euro. En particulier, durant cette période transitoire, les BCN pourront déterminer le seuil minimum au-delà duquel elles admettront les prêts bancaires en garantie et décider si une commission de gestion doit être appliquée pour leur utilisation. Les actifs de niveau deux qui ne satisfont pas aux critères d'éligibilité du cadre unique perdront leur éligibilité au 31 mai 2007.

De nouveaux critères d'éligibilité pour les titres adossés à des actifs ont été appliqués depuis mai 2006. Les nouveaux critères limitent l'éligibilité aux types d'instruments « assortis d'une cession effective » et visent donc principalement à exclure les titres adossés à des actifs, qu'ils soient de capitalisation ou de distribution, pour lesquels le risque de crédit a été transféré de façon synthétique par un recours à des dérivés de crédit. En outre, seules les tranches non subordonnées⁵ sont éligibles. Les titres adossés à des actifs qui avaient été éligibles auparavant mais qui ne remplissaient pas les nouveaux critères sont restés éligibles jusqu'au 15 octobre 2006. Les fonds communs de créance français resteront éligibles pour une période transitoire allant jusqu'à la fin de 2008.

En septembre 2006, l'Eurosystème a décidé que le marché des titres européens à court terme (STEP) serait admis comme marché non réglementé à des fins de garanties pour les opérations de crédit de l'Eurosystème, dès que les statistiques STEP relatives aux rendements seraient publiées sur le site Internet de la BCE. Les titres à court terme émis dans le cadre de



programmes observant les normes STEP devront respecter les critères généraux d'éligibilité relatifs aux actifs négociables.

En outre, pour pouvoir être acceptés comme garanties éligibles, les titres de créance internationaux sous forme globale au porteur doivent, depuis le 1^{er} janvier 2007, être émis sous la forme de nouveaux certificats d'émission globale et être déposés auprès d'un dépositaire commun. Les titres de créance internationaux sous forme globale au porteur qui étaient émis avant le 1^{er} janvier 2007 sous la forme de certificats d'émission globale classiques resteront éligibles jusqu'à leur échéance.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Le cadre de garanties de l'Eurosystème vise, notamment, à traduire les obligations statutaires de constitution de garanties adéquates en outils et procédures concrets assurant une réduction suffisante des risques financiers dans les

⁵ Une tranche (ou sous-tranche) est considérée comme non subordonnée vis-à-vis d'autres tranches (ou sous-tranches) de la même émission si cette tranche (ou sous-tranche) reçoit la priorité (exécution ultérieure) sur d'autres tranches (ou sous-tranches) pour la réception de paiements (principal et intérêts), ou est la dernière à encourir des pertes en rapport avec les actifs sous-jacents.

opérations de cession temporaire. À cette fin, les garanties acceptées pour chaque opération doivent être d'une qualité et d'une quantité telles qu'en cas de défaillance d'une contrepartie et de réalisation subséquente des garanties sur le marché, l'Eurosystème doit être en mesure de recouvrer le montant total de sa créance.

La réduction des risques dans le cadre des opérations de cession temporaire de l'Eurosystème destinées à fournir des liquidités se base sur trois éléments:

- L'Eurosystème utilise des actifs de qualité de crédit élevée pour garantir ses opérations. Le cadre d'évaluation du risque de crédit de l'Eurosystème (ECAF) définit les procédures, les règles et les techniques garantissant que tous les actifs éligibles repris sur la liste unique des garanties répondent aux critères élevés de l'Eurosystème en la matière. S'agissant des garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème, le seuil de qualité du crédit est défini en termes de notation de crédit « simple A »⁶. L'ECAF garantit la cohérence, la précision et la comparabilité des quatre sources d'évaluation de la qualité des crédits⁷ sur lesquelles il se base. En vue du lancement de la liste unique de garanties le 1^{er} janvier 2007, l'Eurosystème a finalisé l'ECAF au cours de 2006 de façon à ce qu'il couvre les actifs tant négociables que non négociables.
- Les garanties doivent être évaluées de façon précise et sur une base journalière. En l'absence d'une valeur de marché acceptable pour un actif donné le jour ouvrable précédant la date de l'évaluation, l'Eurosystème définit un prix théorique. En avril 2006, deux plates-formes au sein de l'Eurosystème ont ainsi commencé à fournir des évaluations théoriques : une gérée par la Deutsche Bundesbank pour l'évaluation des titres de créance complexes à revenu fixe et une gérée par la Banque de France pour l'évaluation des titres adossés à des actifs.

- Afin d'atténuer les risques de marché et de liquidité, des mesures de contrôle des risques sont appliquées aux garanties après leur évaluation. Tout en protégeant l'Eurosystème des risques financiers dans ses opérations, ces mesures visent à éviter de pénaliser les contreparties et à leur permettre d'utiliser leurs actifs éligibles de façon efficace. C'est pourquoi l'Eurosystème a défini en 2006 un cadre méthodologique unifié afin de dériver des tables de décote pour les actifs éligibles tant négociables que non négociables, et ce en vue de la mise en œuvre de la liste unique au 1^{er} janvier 2007.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2006, la BCE n'a procédé à aucune intervention sur le marché des changes pour des raisons de politique monétaire. Ses opérations de change n'ont concerné que son activité de placement. Par ailleurs, la BCE n'a procédé à aucune opération de change dans une des monnaies hors euro participant au MCE II.

L'accord permanent entre la BCE et le FMI, visant à faciliter la réalisation d'opérations en droits de tirage spéciaux (DTS) par le FMI pour le compte de la BCE avec d'autres détenteurs de DTS, a été activé à trois reprises en 2006.

1.3 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

Les activités de placement de la BCE sont organisées de façon à garantir qu'aucune information d'initiés concernant les actions de politique monétaire de banque centrale ne

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

7 Les quatre sources sont : les organismes externes d'évaluation de crédit (ou agences de notation), les systèmes d'évaluation des risques de crédit propres aux BCN, les systèmes internes des contreparties basés sur des notations et les outils de notation fournis par des tiers. Chaque source d'évaluation de la qualité des crédits comprend plusieurs systèmes différents d'évaluation de la qualité des crédits.

puisse être utilisée lors de la prise de décisions concernant des placements. Un ensemble de règles et de procédures, connues sous le nom de « muraille de Chine », séparent les services impliqués dans des activités de placement des autres services.

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Le portefeuille des réserves de change de la BCE reflète les transferts à la BCE des réserves de change des BCN de la zone euro, ainsi que les opérations antérieures sur or et de change de la BCE. Le but principal des réserves de change de la BCE est de garantir que l'Eurosystème dispose, chaque fois qu'il est nécessaire, d'une quantité suffisante de liquidités pour ses opérations de change impliquant des devises de pays ne faisant pas partie de l'UE. Les objectifs de la gestion des réserves de change de la BCE sont, par ordre d'importance, la liquidité, la sécurité et le rendement.

Le portefeuille des réserves de change de la BCE se compose de dollars des États-Unis, de yens japonais, d'or et de DTS. L'or et les avoirs en DTS n'ont pas fait l'objet de placements actifs en 2006. Au cours de l'année, la BCE a effectué des ventes d'or pour un montant d'environ 80 tonnes d'or au total. Ces ventes ont été entièrement conformes à l'accord publié le 8 mars 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire. Les recettes totales des ventes d'or ont été ajoutées au portefeuille en yens japonais.

La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE⁸ au taux de change du moment et aux prix du marché est revenue de 43,5⁹ milliards d'euros à la fin de 2005 à 42,3 milliards d'euros à la fin de 2006, dont 32 milliards d'euros en devises – yen japonais et dollar américain – et 10,3 milliards d'euros en or et en DTS. Sur la base des taux de change en vigueur à la fin de 2006, les actifs libellés en dollars américains ont représenté 83 % des réserves de change, tandis que ceux libellés en yens japonais en ont représenté 17 %. Les variations de la valeur du portefeuille au cours de 2006 ont principalement reflété la dépréciation du dollar

américain et du yen japonais vis-à-vis de l'euro, qui n'a été que partiellement compensée par l'appréciation de l'or ainsi que par les rendements nets positifs (y compris les plus-values et les revenus d'intérêts) générés par les activités de gestion du portefeuille.

Le nouveau cadre opérationnel pour la gestion des réserves de change de la BCE a été mis en œuvre de manière harmonieuse en janvier 2006. Chaque BCN ne peut désormais gérer qu'un seul portefeuille (à savoir, soit un portefeuille en dollars des États-Unis, soit un portefeuille en yens). Toutefois, deux BCN gèrent actuellement chacune deux portefeuilles¹⁰. Ces modifications ont été apportées en vue d'accroître l'efficacité de l'exécution décentralisée des opérations de placement au sein de l'Eurosystème.

L'année 2006 a vu la poursuite des travaux visant à étendre la liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change peuvent être investies. Les *swaps* de change à des fins de placement et les titres scindés américains (STRIP)¹¹ ont été ajoutés à la liste. Des progrès ont également été réalisés au niveau des travaux relatifs à l'introduction des *swaps* de taux d'intérêt, les tests internes des systèmes étant presque terminés. Un projet pilote a été lancé visant à mettre sur pied un programme automatique de gestion de prêts de titres (ASLP), et la BCE engagera un contractant pour développer un ASLP pour le portefeuille en dollars américains.

8 Les avoirs nets de réserve de change se définissent comme les avoirs officiels de change, plus les dépôts en devises auprès des résidents, moins les prélèvements nets futurs prédéterminés sur les encaisses en devises concernant les opérations de pension et les opérations à terme. Pour des informations détaillées, cf. www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

9 Les montants cités dans le Rapport annuel 2005 (41 milliards d'euros) se basaient uniquement sur les chiffres officiels des réserves. La présente publication applique une définition plus fine des réserves nettes, qui est expliquée à la note de bas de page n° 8.

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

11 STRIP est l'acronyme de *Separate Trading of Registered Interest and Principal*, qui est un titre créé en scindant, dans un emprunt public américain, le principal du paiement des intérêts.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

Le portefeuille des fonds propres de la BCE est constitué par la contrepartie investie du capital libéré de la BCE et par les montants détenus de façon épisodique dans son fonds de réserve général, ainsi que par sa provision au titre des risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Ce portefeuille doit fournir à la BCE des revenus destinés à couvrir ses charges d'exploitation. L'objectif de la gestion de ce portefeuille est de générer sur le long terme des rendements supérieurs au taux moyen des opérations principales de refinancement de la BCE. Le portefeuille est investi en actifs libellés en euros.

La valeur du portefeuille aux prix du marché est passée de 6,4 milliards d'euros à la fin de 2005 à 7,5 milliards d'euros à la fin de 2006. L'augmentation de la valeur de marché est, pour une grande part, imputable au placement dans le portefeuille de fonds propres de la provision au titre des risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or constituée par la BCE en 2005. Les rendements des investissements ont également contribué de manière positive à la hausse de la valeur de marché.

Dans le courant de l'année, les obligations zéro-coupon et les billets de trésorerie de première catégorie émis par des entités déjà éligibles pour le placement de fonds propres ont été ajoutés à la liste des options de placement disponibles pour la gestion de ce portefeuille. De plus, la liste des émetteurs éligibles d'obligations sécurisées et d'obligations non adossées privilégiées a été élargie.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Du fait de ses activités de placement, la BCE est exposée à des risques financiers tels que les risques de marché, de crédit et de liquidité. Ces risques sont gérés par le biais de procédures et de politiques strictes, un système exhaustif de limites dont le respect est surveillé et vérifié quotidiennement¹². Le cadre de gestion des risques de la BCE pour les opérations de placement a continué à être développé durant

l'année 2006. En ce qui concerne la gestion du risque de taux d'intérêt, des limites relatives contraignantes de « risque potentiel de perte maximale » (*Value-at-risk – VaR*)¹³ pour le portefeuille par rapport aux portefeuilles de référence (*benchmarks*) ont été introduites, en remplacement des limites de durée.

Le principal risque auquel est exposée la BCE est le risque de marché. Une ventilation du risque potentiel de perte maximale des portefeuilles de placement de la BCE fait apparaître que, à n'importe quel seuil de confiance conventionnel, plus de neuf dixièmes des risques de marché sont imputables à des risques de variation du cours des devises et de l'or, le reste découlant du risque de taux d'intérêt. Les estimations VaR du risque de crédit de la BCE sont même inférieures à celles du risque de taux d'intérêt, le risque de crédit étant atténué par des critères d'éligibilité stricts et par des limites sur les pays, les émetteurs et les contreparties.

Les risques financiers sont largement déterminés par la taille et la composition en devises des réserves de change de la BCE et, dans une moindre mesure, par la répartition des actifs dans les différents portefeuilles en devises. Néanmoins, le faible risque de taux d'intérêt reflète également la durée modifiée relativement courte des portefeuilles de placement de la BCE.

¹² Cf. note de bas de page n° 10

¹³ Le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk – VaR*) à un seuil de confiance α et à un horizon T se définit comme le niveau de perte qui sera dépassé à la fin de l'horizon T avec une probabilité de $1-\alpha$. Le calcul des chiffres de VaR pour le risque de crédit est plus difficile et soumis à davantage d'hypothèses que le calcul des chiffres VaR pour le risque de marché.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème a pour mission statutaire de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Le principal instrument dont il dispose pour mener à bien cette mission – outre sa fonction de surveillance (cf. la section 4 du chapitre 4) – est l'offre de dispositifs permettant d'assurer l'efficacité et la solidité des systèmes de compensation et de paiement. Pour ce faire, l'Eurosystème a créé le Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, appelé *Target*, pour les paiements de montant élevé en euros. Les travaux en vue de la mise au point d'un système de deuxième génération, baptisé *Target 2*, sont déjà bien avancés. La migration du premier groupe de pays vers *Target 2* est prévue pour le 19 novembre 2007.

En ce qui concerne le règlement des titres, l'Eurosystème et le marché proposent plusieurs canaux qui facilitent l'utilisation transfrontière des garanties. De plus, l'Eurosystème étudie actuellement les possibilités de fournir aux dépositaires centraux de titres des services de règlement de titres en monnaie de banque centrale sur une plate-forme unique par le biais de procédures harmonisées en matière de services de paiement (*Target 2 Titres*).

2.1 LE SYSTÈME TARGET

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

En 2006, *Target* a continué à contribuer au fonctionnement harmonieux du marché monétaire en euros et à jouer un rôle de premier plan dans la mise en œuvre de la politique monétaire unique, étant donné que les opérations de crédit de l'Eurosystème sont traitées par le biais de ce système. Du fait qu'il offre un service de règlement en temps réel en

monnaie de banque centrale et une large couverture de marché, *Target* attire également une grande diversité d'autres paiements. *Target* a fonctionné sans heurt et avec succès en 2006 et a assuré le règlement d'un nombre toujours croissant de paiements de montant élevé en euros, conformément à l'objectif de l'Eurosystème, qui est de promouvoir le règlement en monnaie de banque centrale, un moyen de paiement extrêmement sûr. En 2006, 89 % du volume total des paiements de gros montant en euros ont été traités par *Target*. Le système est disponible pour tous les virements en euros entre banques connectées, et ce sans qu'aucune limite minimale ou maximale ne soit imposée à la valeur des paiements traités. Ce type de transferts peut aussi bien être effectué entre des banques établies dans un même État membre (flux nationaux) qu'entre celles établies dans des États membres différents (flux transfrontières).

Une enquête menée en 2006 a fait apparaître que *Target* comptait 10 564 participants le 31 décembre 2005. Au total, des messages *Target* peuvent être adressés à quelque 53 000 établissements, et plus précisément à des succursales de participants, grâce à un code d'identification bancaire (BIC – *Bank Identifier Code*).

À la suite de sa décision de ne pas prendre part à *Target 2*, la Sveriges Riksbank s'est préparée à la déconnexion de sa composante *Target*, E-RIX, effective depuis le 2 janvier 2007.

LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

En 2006, le volume et la valeur des paiements effectués par *Target* se sont accrus tous deux de 10 % en moyennes journalières. Le tableau 12 compare les flux de paiements effectués par *Target* en 2006 aux transactions de l'année précédente. En 2006, la disponibilité globale du système *Target*, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les participants ont eu la possibilité d'utiliser le système sans incident pendant les heures d'ouverture de celui-ci a atteint 99,87 %. Les paiements transfrontières ont été effectués

Tableau I2 Flux de paiements dans Target¹⁾

En volume (nombre de transactions)	2005	2006	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	76 150 602	83 179 996	9
Moyenne quotidienne	296 306	326 196	10
Paievements Target intra État membre²⁾			
Total	58 467 492	64 162 211	10
Moyenne quotidienne	227 500	251 617	11
Paievements Target inter États membres			
Total	17 683 110	19 017 785	8
Moyenne quotidienne	68 806	74 580	8
En valeur (en milliards d'euros)			
Ensemble des paiements			
Total	488 900	533 541	9
Moyenne quotidienne	1 902	2 092	10
Paievements Target intra État membre²⁾			
Total	324 089	348 764	8
Moyenne quotidienne	1 261	1 368	8
Paievements Target inter États membres			
Total	164 812	184 777	12
Moyenne quotidienne	641	725	13

Source : BCE
 1) 257 jours de fonctionnement en 2005 et 255 jours en 2006
 2) Y compris les flux de paiements des participants à distance

à raison de 96,75 % dans un délai de cinq minutes.

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

Compte tenu du rôle clé de *Target* sur le marché et de sa large couverture de marché, une protection efficace contre une large palette de risques est essentielle à la fiabilité et au bon fonctionnement du système. Il est primordial que les paiements d'importance systémique, c'est-à-dire les paiements qui impliquent un risque systémique s'ils ne sont pas traités dans les délais voulus, soient effectués sans délai, même dans des circonstances exceptionnelles. L'Eurosystème a mis en place des procédures de secours afin de garantir que ces paiements soient traités de manière ordonnée, même en cas

de dysfonctionnement du système *Target*. En 2006, les banques centrales ont procédé à des essais (impliquant souvent des banques commerciales), qui ont prouvé l'efficacité des procédures de secours du système *Target* et ont confirmé que l'Eurosystème était à même de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et des marchés financiers en cas de crise.

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

En octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, à la suite de l'élargissement de l'UE en 2004, les BCN des nouveaux États membres pouvaient, si elles le souhaitaient, être connectées à l'actuel système *Target*. Vu la courte durée de vie restante du système *Target* actuel et afin de réduire les coûts, l'Eurosystème a mis en place d'autres solutions que la pleine intégration, qui permettent aux BCN des États membres qui ont rejoint l'UE en 2004 de se connecter au système *Target* actuel.

Suivant l'exemple de la Narodowy Bank Polski, qui s'est connectée à *Target* en 2005 par l'intermédiaire du système RTGS de la Banca d'Italia, le système RTGS en euros de l'Eesti Pank a été connecté à *Target* le 20 novembre 2006 par le biais de celui de la Banca d'Italia. Les banques slovènes peuvent utiliser *Target* depuis juillet 2005 grâce à un accès à distance à la composante allemande de *Target*. S'agissant de l'entrée de la Slovénie dans la zone euro en janvier 2007, la Banka Slovenije a décidé, pour des motifs d'efficacité, de ne pas développer son propre système RTGS en euros, mais d'utiliser celui de la Deutsche Bundesbank afin de se connecter à *Target*. La Banka Slovenije a commencé à effectuer des opérations en tant que membre de l'Eurosystème le 2 janvier 2007.

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

Le SEBC entretient d'étroites relations avec les utilisateurs de *Target* afin que leurs besoins reçoivent l'attention nécessaire et qu'une réponse adéquate y soit apportée. En 2006,

comme les années précédentes, des réunions entre les BCN reliées à *Target* et les groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont régulièrement eu lieu. En outre, des réunions mixtes du *Working Group* du SEBC sur *Target 2* et du *Target Working Group*, qui rassemble des représentants de banques européennes, ont été organisées pour discuter de questions opérationnelles liées à *Target*. Les questions stratégiques ont été examinées au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy*, une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales. En tant qu'opérateur du système RTGS le plus important au monde en termes de valeur des transactions effectuées, l'Eurosystème a entretenu en 2006 des contacts étroits avec les opérateurs de systèmes RTGS d'autres zones monétaires. Les interconnexions croissantes, dues par exemple aux activités du système *Continuous Linked Settlement (CLS)*, nécessitent des échanges de vue sur toutes les questions pratiques.

2.2 TARGET 2

Le 21 juillet 2006, le Conseil des gouverneurs a publié une « Communication relative à *Target 2* », qui explique les légères modifications apportées à la structure tarifaire du tronc commun de services, décrit les éléments de base de la tarification des services des systèmes exogènes et fournit des informations sur les différents modes de participation à *Target 2*. La communication précise en outre la nouvelle structure tarifaire pour le service facultatif de *pooling* de la liquidité ainsi que plusieurs nouveautés en matière de tarification. Ces caractéristiques assurent que la tarification couvre tous les types d'accès au système.

Le Conseil des gouverneurs a en outre publié son troisième rapport d'étape sur *Target 2* le 22 novembre 2006. Ce rapport informe les intervenants de marché des décisions de l'Eurosystème sur les questions d'ordres tarifaire et juridique en suspens, de même que des procédures de secours et des tests et

migrations planifiés. Il signale également que les travaux préparatoires se déroulent comme prévu et confirme la date du 19 novembre 2007 pour le démarrage de *Target 2*. Les dates des deux vagues de migration suivantes, à l'issue desquelles l'ensemble des banques centrales et des utilisateurs de *Target* auront migré vers *Target 2*, sont aussi confirmées (les 18 février et 19 mai 2008).

S'agissant de la structure tarifaire du tronc commun, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajouter à la structure de commission dégressive une tranche supplémentaire en volume de 12,5 centimes d'euro applicable à chaque paiement à partir de 100 000 paiements par mois. Ce changement apporté à la structure tarifaire du tronc commun a été rendu possible par une révision à la hausse des attentes en termes de volume après qu'une analyse des tendances passées du volume des paiements dans le système *Target* actuel a fait entrevoir une croissance durable plus élevée que prévu.

Le Conseil des gouverneurs a par ailleurs fixé les trois éléments de la structure tarifaire appliquée aux systèmes exogènes. Premièrement, une commission fixe de 12 000 euros par an sera facturée à chaque système exogène qui effectue ses règlements en monnaie de banque centrale, qu'il utilise pour ce faire le système RTGS ou les comptes domestiques de la banque centrale. Une deuxième commission annuelle fixe comprise entre 5 000 et 50 000 euros sera facturée aux systèmes exogènes sur la base de leur valeur brute sous-jacente. Enfin, les systèmes exogènes devront s'acquitter d'une commission par transaction, qui sera, à leur convenance, forfaitaire ou dégressive (les deux types de commissions comprendront aussi une composante fixe).

Il a également été décidé de réduire le prix du *pooling* de la liquidité afin de le rendre plus attractif pour les banques¹⁴. Le *pooling* de la

¹⁴ Pour de plus amples informations, cf. la « Communication relative à TARGET 2 », que la BCE a publié le 21 juillet 2006 (http://www.banque-france.fr/fr/sys_mone_fin/telechar/communicationtarget2200607.pdf).

liquidité est considéré comme une fonction utile car il permet de pallier la fragmentation de la liquidité inhérente à la détention décentralisée de comptes dans l'Eurosystème. De plus, une tarification par groupe s'appliquera à un même groupe de comptes, ce qui signifie que la commission dégressive s'appliquera à tous les paiements de ce groupe, comme s'ils provenaient d'un seul compte.

En termes de participation, *Target 2* prévoit les options « classiques » de participation directe et indirecte. La participation peut également être organisée par le biais d'un « accès pour destinataires multiples » (*multi-addressee access*), qui permet à un participant direct d'autoriser ses succursales et/ou filiales, si elles sont établies dans l'EEE et font partie du groupe, à utiliser son système RTGS pour procéder à des paiements, sans que leur participation ne soit requise. En outre, tout client d'un participant direct ayant un code d'identification bancaire peut envoyer des ordres de paiement ou recevoir des paiements par l'intermédiaire de son participant direct à *Target 2* (*addressable BIC access*). D'un point de vue technique et opérationnel, cet accès s'apparente à une participation indirecte, à ceci près que, dans ce dernier cas, le participant indirect est reconnu par le système et bénéficie dès lors de dispositions protectrices inscrites dans la loi nationale concernée mettant en œuvre la directive sur le caractère définitif des opérations de règlement, pour autant que le champ d'application de ladite loi soit étendu aux participants indirects.

Outre les évolutions technologiques de la plate-forme partagée unique (*Single Shared Platform – SSP*), les travaux se sont principalement concentrés en 2006 sur le cadre légal de *Target 2*, la mise au point de procédures opérationnelles internes et la définition des tests pour les utilisateurs. Les tests pour les utilisateurs devraient démarrer en mai 2007, alors que le premier groupe de pays migrera vers *Target 2* le 19 novembre 2007. Un planning axé sur les utilisateurs a été communiqué à la communauté bancaire le 11 juillet 2006 afin

de préciser les principales étapes du projet *Target 2*.

Des informations pertinentes et à jour concernant *Target 2* sont régulièrement publiées sur les sites Internet de la BCE et des BCN:

- Le 17 février 2006, l'Eurosystème a fourni des informations sur le chevauchement entre la migration vers *Target 2* et la migration vers *SWIFTNet Phase 2*. Il a été recommandé que la migration vers *SWIFTNet Phase 2* soit accomplie avant d'entamer la migration vers *Target 2*, même s'il n'existe aucune dépendance technique entre les deux migrations.
- Les profils de migration nationaux ont régulièrement été mis à jour entre les mois d'avril et de novembre 2006. Ces profils présentent, pour chaque banque centrale, les modules SSP qui seront utilisés et la manière dont les systèmes exogènes procéderont à partir du premier jour suivant la migration vers *Target 2*. Pour compléter ces profils, une synthèse de l'utilisation des *proprietary home accounts* par les banques centrales a été publiée le 30 octobre 2006.
- Une version finale du manuel de l'utilisateur du module d'information et de contrôle de la SSP (*Information and Control Module of the SSP*) a été publiée le 7 décembre 2006, tandis que des mises à jour intermédiaires du quatrième tome des spécifications fonctionnelles détaillées pour l'utilisateur (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*) portant sur les messages XML et les fichiers de schéma XML correspondants ont été publiées tout au long de l'année.
- Une version préliminaire du guide des tests des utilisateurs de *Target 2*, qui esquisse les procédures de test et les scénarios de certification pour les participants, a été publiée le 7 novembre 2006. En outre, une application en ligne a été mise à la disposition des futurs participants à

Target 2 le 31 janvier 2007 afin que ceux-ci puissent obtenir des informations relatives aux tests.

2.3 TARGET 2 TITRES

Le 7 juillet 2006, la BCE a annoncé que l'Eurosystème évaluait les possibilités d'offrir des services de règlement pour les opérations sur titres en euros qui sont effectuées en monnaie de banque centrale.

En vertu des arrangements actuels, les dépositaires centraux de titres de la zone euro utilisent la composante RTGS locale du système *Target* pour la part des opérations sur titres en euro effectuée en monnaie de banque centrale. Pour que cette procédure de règlement soit possible, les dépositaires centraux de titres participants doivent également prendre part au système RTGS national du pays où ils sont établis. En d'autres termes, les établissements qui, en qualité d'opérateurs de règlement, participent à plus d'un dépositaire central de titres doivent détenir un compte de règlement dans chaque composante *Target* concernée.

Avec l'introduction de *Target 2*, chaque participant à *Target 2* sera techniquement en mesure de régler, par l'intermédiaire d'un compte *Target 2* unique, des transactions effectuées via tout dépositaire central de titres qui procède à des règlements de titres en euros en monnaie de banque centrale. La possibilité offerte par *Target 2* de centraliser les règlements en espèces sur un compte unique pourrait renforcer la demande du marché d'également centraliser le règlement des titres sur un compte-titres unique. Les participants à *Target 2* pourraient ainsi optimiser la gestion de leur liquidité pour les opérations du marché monétaire garanties ou non et, par voie de conséquence, exploiter pleinement les bénéfices de *Target 2*. La possibilité pour les participants à *Target 2* de gérer leurs portefeuilles de titres au moyen d'un compte-titres unique intégré au compte-espèces de *Target 2* sera offerte si un dispositif commun géré par l'Eurosystème pour

le règlement des opérations sur titres en euros est mis en place. Cette plate-forme ne fournirait aux dépositaires centraux de titres que des services de règlement, tandis que les autres fonctions des dépositaires centraux de titres (comme les décisions d'entreprise, les fonctions de conservation et l'administration) continueraient d'être proposées par ceux-ci. Des synergies pour le marché seront recherchées avec les autres outils gérés par l'Eurosystème, notamment en liaison avec le système *Target 2*.

Un nouveau service potentiel, baptisé *Target 2 Titres*, a été annoncé par l'Eurosystème et des discussions ont ensuite été menées aux niveaux national et européen avec les dépositaires centraux de titres et les autres intervenants de marché. Le 28 septembre, les premières réactions du marché vis-à-vis de *Target 2 Titres* ont été publiées sur le site Internet de la BCE. Même si l'ensemble de l'industrie a demandé à l'Eurosystème de lui fournir de plus amples informations sur cette initiative, les banques ont dans l'ensemble davantage perçu les opportunités du système que les dépositaires centraux de titres. Le projet est fermement soutenu par la Commission européenne.

Le 20 octobre 2006, la BCE a annoncé que le Conseil des gouverneurs avait invité son Comité sur les systèmes de paiement et de règlement à préparer une étude de faisabilité détaillée afin d'évaluer la viabilité opérationnelle, économique, juridique et technique de *Target 2 Titres*. Dans le cadre des préparatifs liés à la décision du Conseil des gouverneurs de lancer ou non le projet *Target 2 Titres*, la BCE a établi des contacts avec les intervenants et les infrastructures de marché afin de leur présenter les principales options techniques envisagées pour *Target 2 Titres*. À compter de la mi-décembre 2006, plusieurs réunions se sont tenues avec les différentes parties prenantes en vue d'examiner un grand nombre de questions liées à l'initiative.

La mise en œuvre du dispositif *Target 2 Titres*, qui serait entièrement détenu et géré par l'Eurosystème, permettrait des réductions de

coûts importantes grâce au degré élevé d'efficacité et d'harmonisation technique qu'il entraînerait pour tous les intervenants de marché, particulièrement pour les opérations transfrontières. *Target 2 Titres* représenterait une étape décisive vers une interface unique de l'Eurosystème avec le marché. De plus, il pourrait également devenir l'interface du système de gestion des garanties de l'Eurosystème et, dès lors, faciliter la gestion paneuropéenne des liquidités. Des synergies avec d'autres outils gérés par l'Eurosystème – en particulier *Target 2* et les solutions pour l'utilisation transfrontière de garanties – peuvent être attendues.

2.4 LES PROCÉDURES DE RÈGLEMENT POUR LES GARANTIES

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

Le montant des garanties transfrontières conservées par l'Eurosystème est passé de 444 milliards d'euros en décembre 2005 à 514 milliards d'euros en décembre 2006. Globalement, à la fin de 2006, les garanties transfrontières ont représenté 52,3 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème et dépassent ainsi pour la première fois les garanties utilisées au niveau national. Ces chiffres confirment la tendance au renforcement de l'intégration des marchés financiers de la zone euro observée ces dernières années et la volonté croissante des contreparties de détenir dans leurs portefeuilles des actifs émis dans un autre pays de la zone euro.

LE MODÈLE DE BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE

Le MBCC est demeuré le principal canal utilisé pour le transfert de garanties transfrontières dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier. Il a représenté 39,7 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2006. Les actifs détenus en dépôt par le biais du MBCC sont passés de 353 milliards d'euros à la fin de 2005 à 414 milliards d'euros fin 2006.

Les activités de révision des cadres technique et opérationnel du MBCC, qui ont tenu compte de la mise en œuvre du nouveau dispositif de garanties de l'Eurosystème approuvé par le Conseil des gouverneurs en juillet 2005, ont été finalisées en 2006. Le cadre du MBCC a également été revu afin de permettre l'intégration des nouveaux États membres de la zone euro. Dans ce contexte, l'Accord MBCC avec la Banka Slovenije a été signé le 21 décembre 2006.

Dans la mesure où il n'existe pas d'autre solution d'ensemble de marché que le service du MBCC, conçu à l'origine comme un arrangement provisoire en l'absence d'une solution de marché applicable à l'ensemble de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a décidé le 3 août 2006 de maintenir ce service au-delà de 2007. La BCE analyse également les possibilités d'harmoniser le cadre opérationnel de gestion des garanties dans l'Eurosystème.

LES LIENS ÉLIGIBLES ENTRE LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES NATIONAUX

Il est possible de relier les systèmes de règlement de titres nationaux par des dispositions contractuelles ou opérationnelles pour permettre le transfert transfrontière de titres éligibles entre les systèmes. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres via ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés au moyen de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Cinquante-neuf liens sont actuellement à la disposition des contreparties,

mais seul un nombre limité est activement utilisé. De plus, ces liens ne couvrent qu'une partie de la zone euro. Les liens deviennent éligibles au concours de l'Eurosystème s'ils satisfont les neuf normes d'utilisation de l'Eurosystème¹⁵. L'Eurosystème évalue tous les nouveaux liens ou améliorations de liens éligibles par rapport à ces normes. En 2006, trois liens éligibles existants ont été améliorés et jugés conformes. En outre, l'utilisation potentielle de certains liens reliés, c'est-à-dire ceux qui impliquent plus de deux dépositaires centraux de titres, est à l'examen.

Le nombre de garanties détenues par des liens a crû, passant de 91 milliards d'euros en décembre 2005 à 99 milliards d'euros en décembre 2006, mais n'a représenté que 10,5 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, détenues par l'Eurosystème en 2006.

¹⁵ Normes relatives à l'utilisation des systèmes de règlement de titres dans l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC, janvier 1998.

3 LES BILLETS ET PIÈCES

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

LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

À la fin de 2006, le nombre de billets en euros en circulation se chiffrait à 11,3 milliards, pour une valeur de 628,2 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 9,5 % en termes de volume et de 11,2 % en termes de valeur en comparaison des niveaux enregistrés à la fin de 2005 (10,4 milliards de billets pour une valeur de 565,2 milliards d'euros). La valeur des billets en circulation a continué d'augmenter depuis le passage à l'euro en 2002, quoiqu'à un rythme annuel décroissant (cf. graphiques 44 et 45). Selon les estimations, en termes de valeur, 10 à 20 % des billets en euros en circulation sont détenus par des non-résidents de la zone euro, principalement au titre de réserve de valeur, voire en tant que devise parallèle.

La croissance soutenue du nombre de billets de 50, 100 et 500 euros en circulation s'est poursuivie en 2006, atteignant des taux respectifs de 12,5, 9,6 et 13,2 %. Le nombre des autres coupures en circulation a progressé à des taux compris entre 2,7 et 8,2 % (cf. graphique 46).

En 2006, le nombre total de pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors

stocks détenus par les BCN) a crû de 10,4 % pour s'établir à 69,5 milliards, tandis que la valeur des pièces en circulation a progressé de 7,4 % pour atteindre 17,9 milliards d'euros. La hausse comparativement forte du nombre de pièces est essentiellement due au maintien de la forte demande de pièces de faible valeur, qui découle de taux de perte relativement élevés et de la thésaurisation.

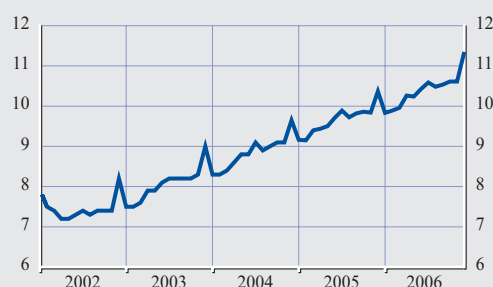
LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

Les émissions et retraits des billets en euros ont poursuivi la légère tendance haussière observée au cours des années précédentes. En 2006, les BCN de la zone euro ont émis 32,5 milliards de billets, tandis que 31,5 milliards de billets leur ont été retournés. La fréquence de retour¹⁶ des billets en circulation a légèrement reculé, de 3,17 en 2005 à 3,03 en 2006. Afin de maintenir la qualité des billets en circulation, les BCN authentifient tous les billets en euros qui leur sont retournés et vérifient s'ils sont propres à la circulation à l'aide de machines permettant un traitement entièrement automatisé des billets. Dans ce contexte, quelque 5,2 milliards de billets (une augmentation de 26,2 % par rapport

¹⁶ Définie comme le nombre total de billets retournés aux BCN pendant une période donnée divisé par le nombre moyen de billets en circulation pendant cette période.

Graphique 44 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2006

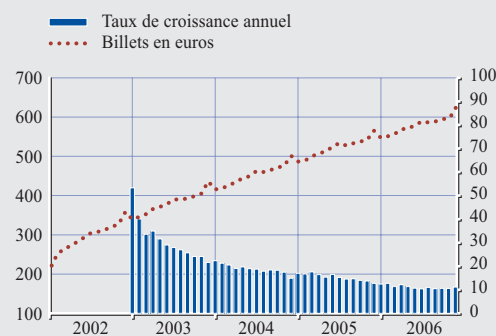
(en milliards d'unités)



Source : BCE

Graphique 45 Valeur totale des billets en euros en circulation entre 2002 et 2006

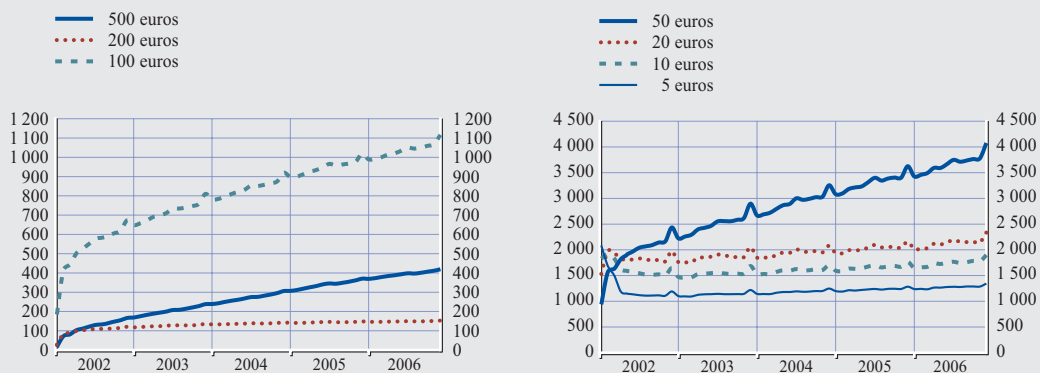
(montants en milliards d'euros, échelle de gauche ; en pourcentage, échelle de droite)



Source : BCE

Graphique 46 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2006 par coupure

(en millions d'unités)



Source : BCE

à l'année précédente) ont été jugés impropres à la circulation et ont été remplacés par les BCN.

3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

Après être resté stable pendant deux années, le nombre de billets contrefaits retirés de la circulation a affiché un léger recul en 2006. Le graphique 47 qui présente des chiffres semestriels depuis le lancement des billets en euros, met en évidence la tendance caractérisant les contrefaçons retirées de la circulation. Le nombre total de faux qu'ont reçus les Centres nationaux d'analyse¹⁷ en 2006 s'est élevé à environ 565 000¹⁸. Une évolution significative apparue en 2006 réside dans le changement de la répartition des coupures contrefaites. Avant 2006, le billet de 50 euros était la cible favorite des faussaires. Or, la proportion de faux billets

de 50 euros détectés a nettement chuté, tandis qu'une hausse correspondante du nombre de faux billets de 20 euros et, dans une moindre mesure, de 100 euros a été enregistrée (cf. tableau 13). En conséquence, la valeur nominale totale des contrefaçons retirées de la circulation, et donc le préjudice financier résultant de la contrefaçon, ont baissé en 2006.

Le public peut avoir confiance en la sécurité de l'euro: la sophistication de ses signes de sécurité et l'efficacité des autorités européennes et nationales responsables de la répression en font une devise particulièrement bien protégée. Cette confiance ne doit cependant jamais engendrer un sentiment de complaisance et la BCE n'en recommande pas moins au public de rester vigilant et de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder, incliner »¹⁹.

LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

L'Eurosystème a continué en 2006 de travailler en étroite collaboration avec Europol et la Commission européenne (en particulier l'Office de lutte anti-fraude ou OLAF) afin de combattre la contrefaçon. L'Eurosystème joue un rôle actif

Tableau 13 Répartition des faux billets par coupure

	5 euros	10 euros	20 euros	50 euros
Pourcentage	1	4	40	34
	100 euros	200 euros	500 euros	Total
Pourcentage	18	2	1	100

Source : Eurosystème

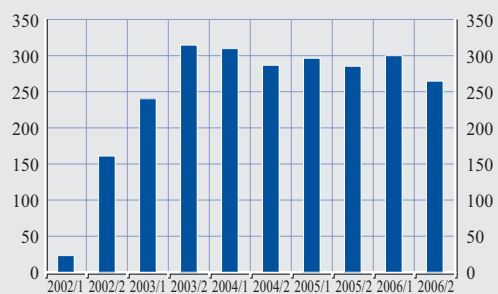
17 Centres établis dans chaque État membre de l'UE afin d'assurer l'analyse initiale des faux billets en euros au niveau national.

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

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

Graphique 47 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2006

(en milliers d'unités)



Source : Eurosysteme

dans la formation des professionnels qui manipulent des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, dans le domaine de la reconnaissance et du traitement des faux billets.

Le Centre international de lutte contre la contrefaçon continue d'apporter son soutien au Groupe international de dissuasion de la contrefaçon (un groupe réunissant vingt-sept banques centrales, qui collaborent sous les auspices du G10) et agit comme centre technique pour tous les membres. Sa mission principale consiste à fournir un soutien technique et à gérer un système centralisé de communication au service de toutes les parties impliquées dans les systèmes de lutte contre la contrefaçon.

3.3 L'ÉMISSION ET LA PRODUCTION DES BILLETS

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

Le Cadre relatif au recyclage des billets (*Banknote Recycling Framework*) couvre la détection des billets contrefaits et le tri des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces. Il définit une politique commune pour la remise en circulation des billets en euros au sein du secteur du crédit et fixe des règles uniformes et des normes minimales en matière

de traitement des billets, qui doivent être respectées par les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces. À la suite d'une décision prise par le Conseil des gouverneurs en décembre 2004, toutes les BCN de la zone euro, à l'exclusion de deux d'entre elles, ont à présent transposé ce cadre dans des dispositions nationales.

Les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces disposeront d'une période transitoire allant jusqu'à fin 2007 pour se conformer aux nouvelles exigences relatives aux automates de traitement des billets. Eu égard aux différences importantes qui caractérisent les infrastructures nationales de traitement des espèces, le Conseil des gouverneurs a pris la décision en décembre 2006 de prolonger la période transitoire fixée à un an dans un certain nombre de pays de la zone euro. La période transitoire sera ainsi prolongée de deux ans en France, où elle se clôturera à la fin de 2009, et de trois ans en Grèce, en Espagne, en Irlande, en Italie et au Portugal, où elle s'achèvera à la fin de 2010.

Un élément clé du cadre réside dans l'obligation de vérifier l'authenticité et la qualité des billets livrés par les distributeurs automatiques de billets au moyen de machines à l'usage des professionnels, conformes aux normes de l'Eurosysteme. Les machines de dépôt et de recyclage des espèces à l'usage de la clientèle doivent également être conformes à certaines normes techniques concernant la vérification et le traitement ultérieur des billets. La plupart des BCN de la zone euro ont fourni aux fabricants des machines les résultats des tests menés sur leurs équipements. La BCE a par ailleurs consacré une page de son site Internet à l'énumération de toutes les machines qui ont passé avec succès la procédure de test commune de l'Eurosysteme et sont donc adaptées au recyclage.

En juillet 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en place un régime transitoire pour la mise en œuvre future du cadre dans les nouveaux pays membres de la zone euro.

Ce régime exige que les BCN des États membres qui adopteront l'euro avant 2010 mettent en œuvre le cadre au plus tard dans les douze mois suivant leur adhésion à la zone euro. Une période transitoire d'un an débutera alors pour les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces. Les BCN des États membres qui rejoindront la zone euro à partir de 2010 devront mettre le cadre en œuvre avant leur adhésion, mais les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces disposeront toujours d'une période transitoire d'un an pour adapter leurs équipements.

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

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé en 2006 de lancer un programme pilote d'*extended custodial inventory* (ECI) en Asie. Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée (la banque dépositaire), qui conserve des devises. L'Eurosystème espère que le programme d'ECI facilitera la distribution internationale des billets en euros et améliorera le contrôle de leur circulation à l'extérieur de la zone euro. Étant donné que, selon des estimations, entre 10 et 20 % de la valeur totale des billets en circulation sont détenus hors de la zone euro, l'Eurosystème juge nécessaire d'être mieux informé sur ces billets. À l'issue d'une procédure d'adjudication publique, deux grandes banques commerciales actives sur le marché de gros des billets ont été sélectionnées

pour procéder chacune à un ECI, l'un à Hong Kong et l'autre à Singapour. La Deutsche Bundesbank agira en qualité de contrepartie logistique et administrative pour les deux banques dépositaires. Les deux ECI seront opérationnels dans la première moitié de 2007. Le programme pilote d'ECI sera utilisé afin d'évaluer le fonctionnement des ECI, leur contribution à l'obtention d'informations sur les billets en euros en circulation à l'extérieur de la zone euro, et leur incidence sur le marché de gros des billets. En fonction des résultats de ce programme pilote, le Conseil des gouverneurs décidera en 2008 de poursuivre ou non le programme d'ECI.

LE DIALOGUE AVEC LE CONSEIL EUROPÉEN DES PAIEMENTS ET LES AUTRES PARTIES PRENANTES AU TRAITEMENT DES ESPÈCES

Il est important de disposer d'informations sur les besoins en tant qu'utilisateurs des différents intervenants – l'industrie bancaire étant la principale contrepartie des BCN – afin de pouvoir assurer un fonctionnement harmonieux du traitement des espèces en euros et une prestation de services adéquats par l'Eurosystème. Les questions d'actualité concernant les espèces, comme la réduction générale des coûts, sont examinées avec les parties prenantes au niveau européen au sein de divers forums, tels que le Groupe des utilisateurs de l'euro et le Groupe de travail sur les espèces du Conseil européen des paiements.

Le mode d'organisation de la chaîne d'approvisionnement en espèces diffère d'un pays à l'autre, en fonction des différents environnements nationaux (par exemple la structure des systèmes de banque centrale et banques commerciales, le régime légal, le comportement du grand public en matière de paiement, l'infrastructure du transport de valeurs et les considérations d'ordre géographique). Par conséquent, il n'est pas souhaitable de mettre au point un modèle unique pour l'approvisionnement en espèces dans l'ensemble de la zone euro. Cependant, le Conseil des gouverneurs a décidé en septembre 2006 qu'un calendrier et une feuille de route

devraient être établis afin de parvenir à plus de convergence à moyen terme entre les services de traitement des espèces des BCN.

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

Au total, 7 milliards de billets en euros ont été produits en 2006, un chiffre qui ne s'était élevé qu'à 3,63 milliards en 2005. Le volume inférieur de billets produits en 2005 est dû en majeure partie à l'utilisation des surplus de billets accumulés depuis 2002, étant entendu que les incertitudes concernant l'introduction de l'euro ont justifié des volumes de production considérables pour l'approvisionnement initial.

L'accélération de la production en 2006 tient aux facteurs suivants: (a) une augmentation de la circulation, (b) une hausse du nombre de billets impropres à la circulation, (c) la diminution des niveaux des stocks des BCN et (d) la décision de produire d'ores et déjà en 2006 une partie des besoins futurs en billets.

La production de billets en euros a de nouveau été attribuée selon le scénario de *pooling* décentralisé adopté en 2002. Selon ce scénario, chaque BCN est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux pour des coupures déterminées (cf. tableau 14).

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

À l'issue d'une phase préparatoire consacrée à la définition des exigences auxquelles devra se conformer la nouvelle série de billets et à l'inventaire des améliorations techniques possibles, le Conseil des gouverneurs a

approuvé en 2006 le planning de l'ensemble du projet portant sur la création d'une nouvelle série de billets et sur le lancement de la phase de validation industrielle. Au cours de cette dernière, les différentes caractéristiques de sécurité seront testées afin d'évaluer leur performance et d'identifier les éventuels problèmes qui pourraient survenir dans un environnement de production à grande échelle. La majorité des activités de validation industrielle ont été confiées à des papeteries et à des imprimeries accréditées par la BCE pour la production de la série actuelle. En fonction des résultats de la phase de validation industrielle, les caractéristiques générales de la nouvelle série de billets seront définies et les travaux de conception pourront démarrer.

La conception des nouveaux billets se basera sur le thème des « époques et des styles » de la première série, dont un certain nombre d'éléments conceptuels seront utilisés pour les nouveaux billets. Un concepteur a été chargé de retravailler la série actuelle.

Le premier billet de la nouvelle série devrait être émis d'ici quelques années. Le calendrier et la séquence exacts d'émission dépendront cependant des progrès réalisés dans le développement de nouvelles caractéristiques de sécurité et de la situation de la contrefaçon. La période de lancement des différentes coupures de la nouvelle série s'étalera sur plusieurs années.

Tableau 14 Répartition de la production des billets en euros en 2006

Coupures	Quantité (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	1 080,0	ES, FR, IE, AT, FI
10 euros	1 780,0	DE, GR, FR, NL
20 euros	1 940,0	DE, ES, FR, IT, PT
50 euros	1 920,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euros	280,0	IT, LU, AT
200 euros	-	-
500 euros	-	-
Total	7 000,00	

Source : BCE

4 LES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques qui sont utiles à la politique monétaire de la zone euro ainsi qu'à diverses missions du SEBC mais qui sont également utilisées par les marchés financiers et le grand public. À l'instar des années précédentes, la fourniture des statistiques – y compris celles relatives aux préparatifs à l'élargissement de la zone euro et de l'UE en 2007 – s'est déroulée sans heurt en 2006. Une importante étape de la stratégie à moyen terme de la BCE en matière de statistiques a été franchie fin mai, lorsqu'une série de comptes annuels intégrés financiers et non financiers des secteurs institutionnels de la zone euro ont pour la première fois été publiés conjointement par la BCE et Eurostat. La diffusion des statistiques de la zone euro s'est également sensiblement améliorée à la suite du lancement du nouveau service de mise à disposition en ligne des statistiques de la BCE, le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques). En outre, la BCE, en étroite collaboration avec le Comité des statistiques du SEBC, a continué de contribuer à la poursuite de l'harmonisation des concepts statistiques en Europe et à la révision des principales normes statistiques internationales.

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

Fin mai 2006, la BCE et Eurostat ont publié conjointement, pour la première fois, une série de comptes annuels intégrés des secteurs financier et non financier de la zone euro pour les années 1999-2004. Ces comptes de la zone euro peuvent être considérés comme des « comptes nationaux » pour la zone euro. Ils permettent entre autres de procéder à une analyse approfondie des liens qui existent entre les évolutions financières et non financières au sein de l'économie et des interrelations entre les différents secteurs de l'économie (ménages, sociétés non financières, sociétés financières et administrations publiques) et entre ces secteurs et le reste du monde. Ces comptes annuels ont

ouvert la voie à la publication de tout un système de comptes sectoriels trimestriels intégrés de la zone euro à la mi-2007. L'Eurosystème prépare ces statistiques en collaboration avec Eurostat et les instituts de statistique nationaux (ISN).

En septembre 2006, les premières statistiques mensuelles sur l'encours des titres européens à court terme (*Short-Term European Paper – STEP*) ont été publiées sur le site Internet de la BCE. En 2007, elles devraient être complétées par des statistiques journalières sur les volumes et les rendements (cf. section 3 du chapitre 4).

Le cadre juridique de la collecte des statistiques monétaires a été renforcé grâce à un nouveau règlement à l'adresse des offices de chèques postaux qui reçoivent des dépôts et font partie du secteur des sociétés non financières. Le Conseil des gouverneurs a également amendé les orientations de la BCE relatives aux comptes financiers trimestriels et aux statistiques sur les finances publiques. Conformément à l'usage établi de compléter les actes juridiques de la BCE par des guides de collecte pratiques, la BCE a également publié un « *Government finance statistics guide* » (Guide des statistiques de finances publiques).

Des travaux sont en cours dans plusieurs domaines en vue d'améliorer encore les statistiques de la zone euro dans les années à venir. En particulier, l'Eurosystème a poursuivi en 2006 la mise en place d'un cadre de collecte de statistiques harmonisées sur les non-IFM qui jouent un rôle important sur les marchés financiers, comme les fonds de placement et les véhicules *ad hoc* (*financial vehicle corporations*). Des progrès substantiels ont été réalisés à cet égard, et un règlement de la BCE relatif aux obligations de déclaration statistique des fonds de placement est en cours de préparation. En outre, l'Eurosystème examine la nécessité et la faisabilité d'une réforme des statistiques relatives aux sociétés d'assurance et fonds de pension. Le cadre réglementaire des statistiques relatives au bilan des IFM et aux taux d'intérêt pratiqués par les IFM est

également à l'étude, l'objectif étant de satisfaire les nouvelles exigences des utilisateurs tout en s'adaptant aux évolutions financières et économiques. Les statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro ont été intégrées dans un seul et même cadre, où les évolutions des positions en fin de période sont définies non seulement en termes d'opérations, mais également d'effets de valorisation dus aux variations des prix et des taux de change ainsi qu'à d'autres ajustements.

Lorsqu'il établit les statistiques de la zone euro demandées par les utilisateurs internes et externes, le SEBC veille tout particulièrement à limiter la charge de déclaration au minimum. Dans ce contexte, le SEBC a continué de travailler en 2006 à la mise en place d'une base de données centralisée sur les titres, dont les effets devraient apparaître au cours des prochaines années. La base de données centralisée sur les titres, un projet statistique qui concerne l'ensemble du SEBC et dont la BCE comme les BCN sont parties prenantes, est une base de données unique présentant des informations de référence pour tous les titres de la zone euro satisfaisant les objectifs statistiques du SEBC. Elle doit servir d'outil de collecte et renforcer la qualité d'une large gamme de statistiques financières du SEBC.

En janvier 2007, la BCE a publié pour la première fois des indicateurs de compétitivité harmonisés pour les pays de la zone euro, sur la base des indices des prix à la consommation. Ces indicateurs ont été élaborés selon la même méthodologie et en recourant aux mêmes sources de données que pour l'établissement du taux de change effectif réel de l'euro.

Enfin, des estimations du stock de capital de la zone euro et du patrimoine immobilier des ménages de la zone euro ont été intégrées au *Bulletin mensuel* de la BCE.

4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

En septembre 2006, la BCE a lancé sur son site Internet un service plus convivial et plus complet de mise à disposition en ligne des statistiques du SEBC, le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques)²⁰. Celui-ci présente des interfaces faciles à utiliser et qui permettent aux utilisateurs de trouver, afficher et télécharger rapidement des données concernant la zone euro, y compris dans certains cas des ventilations nationales. En outre, des tableaux supplémentaires de statistiques de la zone euro, de même que les données nationales correspondantes, sont désormais disponibles sur les sites Internet de la BCE comme des BCN. Les tableaux des taux d'intérêt harmonisés que les IFM appliquent aux dépôts des et aux prêts aux ménages et aux sociétés non financières en sont un exemple.

Depuis novembre 2006, les utilisateurs des statistiques de la zone euro peuvent également accéder à une description détaillée des données et métadonnées sur le tableau d'affichage des normes de diffusion des données²¹ (*Dissemination Standards Bulletin Board – DSBB*) du FMI. Les descriptions des statistiques de la zone euro ont été préparées par la BCE et Eurostat, avec l'assistance du FMI. La page consacrée à la zone euro du tableau d'affichage des normes de diffusion des données donne également accès à un calendrier de publication anticipé et aux statistiques de la zone euro pour diverses catégories de données.

À l'instar des années précédentes, la BCE a édité plusieurs publications statistiques, comme « *ECB Statistics: an overview* » (Vue d'ensemble des statistiques de la BCE), le procès-verbal de la troisième conférence de la BCE sur les statistiques (« *Financial statistics for a global economy* » – Statistiques financières de l'économie mondiale), qui s'est tenue les 4 et 5 mai 2006, et « *Differences in MFI interest rates across euro area countries* »

²⁰ <http://sdw.ecb.int/>

²¹ <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

(Différences entre les pays de la zone euro en ce qui concerne les taux d'intérêt pratiqués par les IFM). Une étude spécifique de la BCE intitulée « *Revision analysis for general economic statistics* » (Analyse des révisions des statistiques économiques générales) a fourni une évaluation détaillée de la fiabilité des principales statistiques macroéconomiques de la zone euro.

D'autres publications de la BCE ont été étayées par des informations statistiques plus complètes, comme l'addendum statistique aux « *Systèmes de paiement et de règlement de titres de l'Union européenne et des pays adhérents* » (connu sous le nom de Livre Bleu). À la suite d'une révision complète des données collectées, des améliorations ont été apportées à la définition et à la collecte des données relatives aux paiements et aux titres, lesquelles ont également donné lieu à un avancement de plusieurs mois du délai de publication. La gamme des indicateurs d'intégration financière repris dans le rapport semestriel de la BCE intitulé « *Les indicateurs de l'intégration financière dans la zone euro* » a également été élargie (cf. section 3 du chapitre 4).

En février 2007, la BCE a publié son troisième rapport annuel sur la qualité des statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro. Ce rapport comporte des évaluations qualitatives et des indicateurs quantitatifs qui peuvent aider les utilisateurs à analyser ces statistiques²².

La BCE a continué de coopérer étroitement avec Eurostat et d'autres organisations internationales, et elle s'est activement impliquée dans la mise à jour en cours des normes statistiques internationales (le Système de comptabilité nationale – SCN 93 – et le Manuel de la balance des paiements du FMI), ainsi que dans les révisions de la définition de référence des investissements directs internationaux de l'OCDE et de la nomenclature CITI²³. De même, elle soutient et met en œuvre plusieurs normes techniques internationales pour l'échange de données²⁴.

4.3 LES PRÉPARATIFS DE L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO

Les statistiques jouent également un rôle important au niveau de la surveillance de la convergence des États membres de l'UE qui ne font pas encore partie de la zone euro, et donc de la préparation des rapports de convergence (cf. section 1.2 du chapitre 5).

Les données statistiques nécessaires pour évaluer les progrès des États membres quant au respect des critères de convergence en matière de stabilité des prix, de position budgétaire, de taux de change et de taux d'intérêt à long terme sont fournies par Eurostat. La BCE, en collaboration avec les BCN des États membres concernés, aide Eurostat dans le cadre de la mise à disposition de statistiques sur les taux d'intérêt à long terme, et elle collecte et établit des données statistiques supplémentaires qui viennent compléter les quatre indicateurs de convergence principaux.

Dans la mesure où l'évaluation du processus de convergence dépend dans une très large mesure de la qualité et de l'intégrité des statistiques sur lesquelles elle s'appuie, la BCE suit attentivement les évolutions en matière d'établissement et de déclaration de ces statistiques, notamment celles relatives aux finances publiques. La BCE se réjouit des initiatives de la Commission européenne de mettre en œuvre un code de bonne pratique à l'intention d'Eurostat et des ISN. Le respect de ce code devrait renforcer l'indépendance, l'intégrité et la responsabilité de ces institutions, ce qui est essentiel à la production de statistiques fiables et de grande qualité dans l'UE.

22 http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf

23 Classification internationale type des industries de toutes les activités économiques

24 Par exemple le *Statistical Data and Metadata Exchange* (SDMX – Échange de données et métadonnées statistiques), une initiative soutenue par la BRI, la BCE, Eurostat, le FMI, l'OCDE, les Nations unies et la Banque mondiale en vue de favoriser des normes internationales pour l'échange d'informations statistiques

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

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

5.1 PRIORITÉS DE LA RECHERCHE

À la BCE, les activités de recherche économique sont principalement menées au sein de la Direction générale des Études et de la Recherche, mais d'autres sphères de compétence de la BCE s'y adonnent également, en particulier la Direction générale des Questions économiques. Un Comité de coordination de la recherche (*Research Coordination Committee* – CCR) coordonne la recherche en fixant des priorités et en rassemblant les domaines de compétence qui sont concernés par la recherche économique en tant que demandeurs ou fournisseurs. Conformément à un nouveau mandat approuvé en 2006, le CCR adopte un Rapport prospectif annuel sur les priorités de la recherche (*Priorities Report*) et une Revue rétrospective annuelle (*Annual Review*) des activités de recherche menées au niveau de la BCE dans son ensemble, tous deux approuvés par le Directoire. Le Rapport sur les priorités explique, pour chaque domaine prioritaire, en quoi les connaissances actuelles sont lacunaires, définit les objectifs et arrête la répartition du travail entre les diverses sphères de compétence. La Revue annuelle évalue les résultats de la recherche en termes de qualité scientifique et de pertinence pour la politique monétaire et mesure les résultats à l'aune des objectifs définis dans le Rapport sur les priorités précédent.

Le programme de recherche pour 2006 a couvert les six domaines suivants : la prévision et la modélisation, l'analyse de la politique monétaire, le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la stabilité financière, l'efficacité du système financier européen et les questions internationales. Quelques-uns de ces domaines prioritaires sont brièvement commentés ci-dessous.

En ce qui concerne la prévision et la modélisation, deux grands axes de recherche ont été approfondis en 2006. D'une part, le nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, un modèle d'équilibre général stochastique dynamique de pointe pour la zone euro, a été perfectionné, et ses capacités prédictives seront pour la première fois prochainement testées. D'autre part, des modèles factoriels dynamiques ont été mis en œuvre avec succès en vue de produire des prévisions à court terme (trimestre en cours et trimestre suivant) du PIB. Une évaluation quasiment en temps réel de leurs capacités prédictives a montré que ces modèles donnent de très bons résultats si on les compare à des approches plus traditionnelles.

Compte tenu du rôle prédominant que joue l'analyse monétaire dans la stratégie de la BCE en matière de politique monétaire, le développement de modèles et d'outils utilisés pour extraire la teneur informative des agrégats monétaires a été analysé en profondeur. Les résultats de cette recherche ainsi que d'autres recherches connexes ont été examinés en novembre 2006 lors de la quatrième Conférence des banques centrales de la BCE, dont le thème était « *The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century* » (Le rôle de la monnaie : la monnaie et la politique monétaire au XXI^e siècle). Une publication reprenant les études présentées et un résumé des débats tenus dans le cadre de la conférence sera disponible au cours de l'été 2007.

À la suite d'une requête adressée par les responsables en matière de recherche au sein des banques centrales de l'Eurosystème, le

Conseil des gouverneurs a approuvé en février 2006 la création d'un réseau de recherche sur la dynamique des salaires. Des chercheurs de vingt BCN de l'UE et de la BCE participent à ce réseau, dont l'horizon a été fixé à deux ans. Les travaux du réseau s'organisent autour de quatre axes de recherche. Le premier axe explore la caractérisation empirique de la dynamique des agrégats, des pays et des secteurs en ce qui concerne le salaire et les autres coûts (hors salaire) du travail dans la zone euro, ainsi que l'analyse structurelle de leurs déterminants et leur interaction avec la dynamique de l'inflation. Le deuxième axe implique le recours à des micro-données sur les salaires et poursuit l'objectif de déterminer la nature et l'ampleur des éventuelles rigidités des salaires et des autres rigidités du marché du travail entre les différents pays et secteurs de la zone euro, de même que le lien entre salaire et fixation des prix au niveau des entreprises. Le troisième axe envisage le lancement d'une étude ad hoc sur les salaires, les autres coûts du travail et le comportement en matière de fixation des prix au niveau des entreprises. Le quatrième axe vise à procéder à une analyse globale combinant les résultats des autres domaines de compétence du réseau, l'objectif étant de faire apparaître les implications pour la politique monétaire de la zone euro. Les résultats de ces quatre axes de recherche devraient être communiqués aux organes de décision de la BCE mi-2008.

À la demande de la présidence finlandaise de l'UE, la BCE a produit une étude afin d'alimenter les débats lors de l'Ecofin informel qui s'est tenu à Helsinki les 28 et 29 septembre 2006. Cette étude, intitulée « *The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe* » (Le rôle des marchés financiers et de l'innovation dans la productivité et la croissance en Europe), reconnaissait que des progrès significatifs avaient été réalisés en matière d'intégration financière européenne et que ceux-ci avaient des effets bénéfiques sur la productivité et la croissance économique. Elle suggérait toutefois également qu'il serait utile d'associer aux politiques d'intégration financière des politiques favorisant la



modernisation du système financier, c'est-à-dire améliorant le cadre de référence des marchés financiers. Une telle modernisation impliquerait de promouvoir les innovations financières ainsi que des améliorations institutionnelles et organisationnelles en vue de renforcer l'efficacité du système financier, par exemple en réallouant le capital aux industries présentant les meilleures perspectives de croissance. L'étude concluait que le cadre de référence pouvait être amélioré en Europe, par exemple en ce qui concerne les aspects spécifiques du gouvernement d'entreprise, la capacité de certains systèmes juridiques à résoudre les conflits financiers et les caractéristiques structurelles de certains secteurs bancaires en Europe, comme les tendances à la concentration au sein des marchés de détail locaux et l'ampleur de l'actionnariat des banques publiques. L'étude de la BCE étayait également le travail de suivi sur le financement du capital-développement et les tendances à la titrisation.

Dans le cadre de la deuxième phase du *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe* (Réseau de recherche sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe) géré par la BCE et le *Centre for Financial Studies* (CFS – Centre d'études financières), deux conférences ont été organisées en 2006. La septième conférence sur la modernisation du système financier et la croissance économique en Europe, organisée par la Deutsche Bundesbank, s'est tenue à Berlin en septembre. L'une des conclusions de la conférence était que les économies dotées de marchés de capitaux plus grands réagissaient mieux et s'adaptaient plus rapidement aux innovations technologiques. Cet effet lié à la taille des marchés des capitaux continuait d'être pertinent même après avoir pris en compte la part de l'actionnariat des banques publiques et

l'efficacité du système juridique. En outre, des lois inappropriées en matière de valeurs mobilières ont affecté l'évolution et la liquidité des marchés boursiers. La huitième conférence a traité de l'intégration et de la stabilité financières en Europe ; elle a été organisée par le Banco de España à Madrid fin novembre. Une conclusion notable de cette conférence était que la corrélation entre les risques des banques individuelles en Europe s'était récemment accrue, en particulier au niveau des grandes banques. En outre, en ce qui concerne les pays industrialisés, il est apparu que les fusions bancaires transfrontières, à l'inverse des fusions domestiques, pourraient accroître le niveau de risque des banques acquéreuses. Dans le même temps, les estimations disponibles ont toutefois suggéré qu'un niveau de concurrence plus élevé entre les banques serait en fait de nature à accroître la stabilité financière.

En février 2006, le Conseil des gouverneurs, à la suite d'une proposition formulée par les responsables en matière de recherche au sein des banques centrales de l'Eurosystème, a autorisé la création d'un groupe de travail chargé d'examiner la nécessité et la faisabilité d'une collecte de données par voie d'enquête sur les finances et la consommation des ménages. En décembre, ce groupe de travail a présenté au Conseil des gouverneurs un rapport expliquant l'utilité de telles données d'enquête à des fins d'analyse et de formulation de la politique dans les domaines des principales fonctions politiques de l'Eurosystème, notamment la politique monétaire, la stabilité financière et les systèmes de paiement. L'enquête fournirait de nouvelles informations sur, entre autres, la vulnérabilité du secteur des ménages aux prix des actifs, leur propension à consommer leur richesse, les effets de l'intégration et de l'innovation financières et l'incidence du vieillissement et des réformes des retraites sur les profils d'épargne et de consommation des ménages. Des enquêtes sur les finances et la consommation des ménages sont déjà menées dans plusieurs pays de la zone euro, mais on ne dispose pas à l'heure actuelle de données comparables pour l'ensemble de la

zone euro. Le Conseil des gouverneurs a décidé de constituer un réseau qui préparerait une véritable proposition d'enquête, y compris une description exhaustive du questionnaire à utiliser ainsi que les modalités de sa mise en œuvre. Cette proposition servira de base à une analyse coûts-bénéfices finale qui permettra au Conseil des gouverneurs de déterminer si l'enquête sera menée.

5.2 PUBLICATIONS ET CONFÉRENCES

La plupart des résultats des activités de recherche menées à la BCE ou en collaboration avec les services de la BCE sont présentés dans la série des documents de travail de la BCE et, dans une moindre mesure, dans la série d'études concernant des sujets spécifiques, ainsi qu'à l'occasion de diverses conférences et ateliers. La BCE a publié 137 documents de travail en 2006. Parmi ceux-ci, 87 ont été écrits avec la participation des services de la BCE, tandis que 50 ont été rédigés par des auteurs ne faisant pas partie du personnel de la BCE, dans le cadre de programmes d'accueil de chargés de mission, de réseaux de recherche de l'Eurosystème ou de conférences organisées par la BCE. Des copies papier de chaque document de travail sont publiées et distribuées, principalement aux bibliothèques et aux institutions, mais le principal canal de diffusion de ces séries est le site Internet de la BCE, à partir duquel quelque 280 000 téléchargements de documents de travail ont été effectués chaque mois en 2006.

Outre de telles mesures de la demande de documents de travail, il existe aussi d'autres manières de mesurer leur qualité. Les documents de travail doivent stimuler le débat sur les résultats de la recherche avant qu'ils ne soient publiés dans des revues ou des ouvrages. Les ventes des publications sont toutefois un important indicateur de la qualité scientifique de celles-ci. Parmi les documents de travail qui ont été publiés entre 1999 et 2002, 50 % l'ont été dans une revue scientifique de référence et 13 % dans des ouvrages. L'incidence de la série des documents de travail peut également être

mesurée au nombre de références à ces documents que l'on trouve dans d'autres publications. Selon des statistiques fondées sur les données des études consacrées à l'économie, chaque document de travail de la BCE est cité en moyenne 3,4 fois dans des publications scientifiques.

Depuis novembre 2004, la Direction générale des Études et de la Recherche de la BCE publie un Bulletin de la recherche (*Research Bulletin*) qui est mis à la disposition du grand public depuis sa cinquième édition, en décembre 2006. L'objectif de ce Bulletin de douze pages est d'informer un vaste public d'experts et de non-spécialistes quant aux recherches menées par les services de la BCE ou en collaboration avec ceux-ci et qui concernent des thèmes intéressant les banques centrales. Alors que la série des documents de travail s'adresse surtout à des spécialistes, l'objectif des articles du Bulletin de la recherche, qui traduisent les points de vue des différents auteurs, est de faire part des résultats des recherches en cours de manière concise et accessible.

Outre les publications et événements mentionnés ci-dessus, la BCE a interagi avec le monde scientifique tout au long de l'année en accueillant plusieurs conférences et ateliers de recherche, comme un colloque qu'elle a organisé en mars en l'honneur de Otmar Issing, qui était alors membre du Directoire, sur le thème « *Monetary policy: a journey from theory to practice* » (La politique monétaire : de la théorie à la pratique) ; une conférence consacrée aux « *Issues related to central counterparty clearing* » (Les questions liées à la compensation avec contrepartie centrale) en avril ; un atelier intitulé « *Corporate finance and monetary policy* » (Le financement des entreprises et la politique monétaire) en mai ; une conférence sur le thème « *Financial globalisation and integration* » (La mondialisation et l'intégration financières) en juillet ; le septième atelier du Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro sur « *Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis* »

(L'estimation et la validation empirique de modèles structurels pour l'analyse du cycle conjoncturel) en août ; une conférence sur « *Monetary policy, asset markets and learning* » (La politique monétaire, les marchés d'actifs et l'apprentissage) en novembre ; la quatrième conférence du Forum de recherche international sur la politique monétaire en décembre, et l'atelier conjoint sur le marché du travail organisé avec le *Centre for Economic Policy Research* (Centre de recherche sur la politique économique) et consacré au thème « *Wage and labour cost dynamics* » (La dynamique des salaires et des coûts du travail), également en décembre.

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

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

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

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

En 2006, le Conseil des gouverneurs a relevé deux cas de non-respect des obligations imposées par le Traité et les règlements correspondants du Conseil susmentionnés. La Banca d'Italia et la Deutsche Bundesbank ont fait état d'achats sur le marché primaire d'instruments de dette émis par la Banque européenne d'investissement (BEI). Le 10 janvier 2006, la Banca d'Italia a acheté des titres de la BEI libellés en dollars pour un montant de 50 millions de dollars à des fins de

gestion des réserves de change. Dans le cadre de tests menés en vue d'acquérir une certaine expérience opérationnelle dans le domaine des instruments de dette émis par des institutions supranationales, la Deutsche Bundesbank a effectué trois transactions sur le marché primaire (le 9 janvier 2006 pour un montant de 50 millions de dollars, le 20 avril 2006 pour un montant de 15 millions de dollars et le 16 mai 2006 pour un montant de 10 millions de dollars), acquérant des titres de la BEI libellés en dollars pour un montant de 75 millions de dollars. Étant donné que la BEI est un organe de la Communauté, de tels achats constituent une infraction à l'interdiction du financement monétaire suivant l'article 101 du Traité et le règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. Dans le cas de la Banca d'Italia, les instruments de dette de la BEI achetés sur le marché primaire ont été vendus le 8 mars 2006. La Deutsche Bundesbank a vendu le 6 septembre 2006 les instruments de dette de la BEI achetés sur le marché primaire. De plus, les deux BCN ont pris des mesures immédiates afin d'éviter que de tels événements ne se reproduisent à l'avenir.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

L'article 105 (4) du Traité stipule que la BCE est consultée sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence²⁵. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site Internet.

La BCE a adopté soixante-deux avis en 2006, dont dix en réponse à des consultations par le Conseil de l'UE et cinquante-deux à la demande d'autorités nationales. La BCE avait délivré soixante et un avis en 2005. Une liste des avis adoptés en 2006 est annexée au présent *Rapport annuel*.

À la suite d'une décision prise par les organes de décision de la BCE en 2005, le format et la

²⁵ Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole contenant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, tel qu'annexé au Traité (JO C 191, 29.7.1992, p. 18).

structure des avis de la BCE portant sur des projets de législation communautaire ont été rationalisés afin de les rendre plus conviviaux et d'accroître leur efficacité.

Les cinq avis suivants de la BCE relatifs à des projets de législation communautaire sont particulièrement importants.

À la suite de l'abrogation de la dérogation accordée à la Slovaquie conformément à la procédure définie à l'article 122 (2) du Traité, la BCE a été invitée à se prononcer sur une proposition de règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro, ainsi que sur une proposition de règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 concernant les taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro²⁶.

Dans son avis sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux services de paiement au sein du marché intérieur et modifiant les directives 97/7/CE, 2000/12/CE et 2002/65/CE²⁷, la BCE a salué cette initiative qui vise à mettre en place un cadre juridique exhaustif pour les services de paiement au sein de l'UE, à faciliter la mise en œuvre de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA) et à tendre vers une harmonisation des règles d'accès au marché des services de paiement. Dans le même temps, la BCE a relevé certains éléments devant faire l'objet d'une plus ample réflexion, comme la réception et la détention par les institutions de paiement de fonds présentant des caractéristiques économiques et juridiques similaires à celles des dépôts ou de la monnaie électronique, certains manquements du régime réglementaire et de surveillance envisagé, la nécessité d'assurer une meilleure protection des fonds des utilisateurs des services de paiement, l'absence d'exigences en matière de fonds propres et certaines ambiguïtés dans la liste des activités autorisées.

La BCE a également été consultée et invitée à émettre un avis²⁸ au sujet d'une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil

modifiant la directive 92/49/CEE²⁹ du Conseil et les directives 2002/83/CE³⁰, 2004/39/CE³¹, 2005/68/CE³² et 2006/48/CE³³ en ce qui concerne les règles de procédure et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et augmentations de capital dans des entités du secteur financier³⁴ (cf. section 2.2 du chapitre 4).

La BCE a émis, de sa propre initiative, un avis³⁵ sur un projet de directive de la Commission mettant en œuvre la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)³⁶ et visant à clarifier certaines définitions³⁷. Il

26 CON/2006/36. Les autorités nationales de Slovaquie, d'Estonie, de Chypre et de Malte ont également interrogé la BCE au sujet d'actes législatifs nationaux visant à faciliter l'introduction ultérieure de l'euro dans ces États membres (cf. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 et CON/2006/43).

27 BCE/2006/21

28 CON/2006/60 du 18 décembre 2006 (JO C 27, 7.2.2007, p. 1)

29 Directive 92/49/CEE du Conseil du 18 juin 1992 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et modifiant les directives 73/239/CEE et 88/357/CEE (troisième directive « assurance non vie ») (JO L 228, 11.8.1992, p. 1). Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2005/68/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

30 Directive 2002/83/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 novembre 2002 concernant l'assurance directe sur la vie (JO L 345, 19.12.2002, p. 1). Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2005/68/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

31 Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (JO L 145, 30.4.2004, p. 1). Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2006/31/CE (JO L 114, 27.4.2006, p. 60).

32 Directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et modifiant les directives 73/239/CEE et 92/49/CEE du Conseil ainsi que les directives 98/78/CE et 2002/83/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

33 Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte) (JO L 177, 30.6.2006, p. 1).

34 COM (2006) 507 final

35 CON/2006/57 du 12 décembre 2006 (JO C 31, 13.2.2007, p. 1).

36 Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (JO L 375, 31.12.1985, p. 3). Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2005/1/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 79, 24.3.2005, p. 3).

37 Document de travail de la Commission ESC/43/2006

s'agissait là du premier avis que la BCE émettait sur un projet de mesures de mise en œuvre adopté selon la procédure de comitologie. La BCE a donné son avis sur les dispositions relatives à l'éligibilité des instruments du marché monétaire à des fins de placement dans des OPCVM et a plus particulièrement suggéré d'imposer les mêmes exigences, en termes de publication et d'information, aux institutions financières supervisées et aux émetteurs d'instruments du marché monétaire, de manière à promouvoir la transparence et l'harmonisation du marché européen des instruments du marché monétaire.

Enfin, le 15 février 2007, la BCE a adopté un avis³⁸ sur des propositions de modifications de huit directives relatives au secteur financier, en vue d'introduire une nouvelle « procédure de réglementation avec contrôle » dans les procédures de comitologie de ces directives et d'abroger les dispositions qui prévoient une limitation de durée pour la délégation des compétences d'exécution à la Commission. Dans son avis, la BCE a souligné le fait que les actes d'exécution du processus Lamfalussy de niveau 2 constituent des « propositions d'actes communautaires » au sens de l'article 105 (4) du Traité à propos desquels il y a lieu de consulter la BCE³⁹.

Des autorités nationales ont encore consulté la BCE sur des sujets se rapportant aux BCN, en particulier sur des amendements aux statuts des BCN belge, tchèque, française, italienne, chypriote, lettone, luxembourgeoise, hongroise, maltaise, néerlandaise, polonaise et slovène⁴⁰, de même que sur des actes législatifs nationaux visant à faciliter l'introduction ultérieure de l'euro⁴¹. La Lettonie a consulté la BCE à propos d'un projet de loi modifiant la Constitution lettone et confirmant le statut de la Latvijas Banka dans la Constitution. Même si elle a réservé un accueil favorable à ce projet de loi, la BCE a souligné l'importance de veiller à ce que les modifications envisagées n'entraînent aucun changement quant aux statuts et fonctions de la Latvijas Banka mais rétablissent simplement sa position dans la hiérarchie

des différentes institutions au niveau constitutionnel. La BCE a également été consultée par la Finlande à propos d'une réforme de la loi sur les pouvoirs d'urgence⁴². Comme dans l'avis précédent qu'elle avait émis sur les questions relatives aux pouvoirs d'urgence⁴³, la BCE a recommandé de modifier le projet de loi de manière à ce que les pouvoirs qui relèvent de la compétence exclusive du SEBC ne puissent être exercés par les autorités nationales qu'en présence d'une situation d'urgence telle que prévue à l'article 297 du Traité.

En ce qui concerne la politique monétaire, la BCE a été consultée à propos du régime des réserves obligatoires par l'Estonie, la Lettonie et la Slovénie⁴⁴. Dans ses avis, la BCE a souligné les avantages d'une mise en conformité progressive avec le régime des réserves obligatoires de la BCE. Dans ce contexte, la BCE a observé que, à la suite de l'introduction de l'euro, les caisses de crédit mutuel de Lettonie devraient être soumises aux exigences de la BCE en matière de réserves. Des autorités nationales ont également interrogé la BCE à propos de l'introduction d'une liste unique de garanties, et plus particulièrement à propos des modifications apportées aux statuts de la Banque nationale de Belgique⁴⁵.

S'agissant de la surveillance financière, la BCE a émis, pour la première fois de sa propre initiative, un avis relatif à un projet de législation nationale à la suite du défaut de consultation de la BCE, par le ministre

38 CON/2007/4

39 CON/2007/4 du 15 février 2007

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 et CON/2006/58

41 En particulier, les autorités nationales de Slovénie, d'Estonie, de Chypre et de Malte ont interrogé la BCE au sujet d'actes législatifs nationaux visant à faciliter l'introduction ultérieure de l'euro dans ces États membres (cf. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 et CON/2006/43).

42 CON/2006/6

43 CON/2002/27

44 CON/2006/3, CON/2006/11 et CON/2006/41

45 CON/2006/40

néerlandais des Finances, à propos de la seconde partie d'un projet de loi instaurant un modèle de surveillance fonctionnelle⁴⁶. La BCE a également émis un avis à propos d'un projet de loi polonais instaurant un nouveau cadre institutionnel pour le contrôle des banques, des marchés de capitaux, des sociétés d'assurance et des fonds de pension en Pologne⁴⁷. À l'instar des avis antérieurs de la BCE relatifs aux réformes de la surveillance bancaire et financière, cet avis était favorable à l'implication des banques centrales dans la surveillance prudentielle, jugeait le modèle de surveillance existant conforme et insistait sur la nécessité de maintenir l'expertise bancaire et financière au sein du nouveau cadre de surveillance. Dans un avis ultérieur, la BCE a recommandé que la mission de surveillance des systèmes de règlement et de compensation de titres soit expressément confiée à la Narodowy Bank Polski, arguant que cette mission de surveillance est inhérente à la mission des banques centrales de promouvoir une infrastructure de marché saine, de manière à sauvegarder l'efficacité de la politique monétaire et la stabilité globale du système financier⁴⁸.

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

En vertu de l'article 123 (2) du Traité et de l'article 9 du règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002, la BCE continue de gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme. En 2006, la BCE n'a accompli aucune tâche administrative. Il n'existait pas d'arriéré à la fin de l'année 2005 et aucune nouvelle opération n'a été effectuée en 2006.

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

En 2006, un large éventail de services a continué à être offert dans le cadre introduit en janvier 2005 pour la gestion des avoirs de réserve libellés en euros des clients de l'Eurosystème. L'éventail complet des services – qui est accessible aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux agences gouvernementales établies à l'extérieur de la zone euro, de même qu'aux organisations internationales – est offert selon des modalités harmonisées conformes aux normes générales du marché par des banques centrales individuelles de l'Eurosystème (les prestataires de services de l'Eurosystème), qui agissent en tant que prestataires de services spécialisés. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, tout en veillant au bon fonctionnement du cadre. Le nombre de clients ayant conservé une relation professionnelle avec l'Eurosystème en 2006 est resté stable par rapport à 2005. En ce qui concerne les services eux-mêmes, on a observé une légère augmentation de l'ensemble des liquidités et/ou des portefeuilles de titres des clients.

46 CON/2006/20

47 CON/2006/15

48 CON/2006/53



CHAPITRE 3

L'ENTRÉE DE LA SLOVÉNIE DANS LA ZONE EURO

I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN SLOVÉNIE

Le 11 juillet 2006, le Conseil Ecofin a adopté une décision autorisant la Slovénie à rejoindre la zone euro et à adopter l'euro comme monnaie officielle à compter du 1^{er} janvier 2007. Le Conseil a fondé sa décision sur les rapports sur la convergence publiés par la BCE et la Commission européenne en mai 2006, un avis du Parlement européen et une proposition de la Commission européenne. Le même jour, le Conseil Ecofin a adopté un règlement déterminant le taux de conversion irrévocable entre le tolar slovène et l'euro. Celui-ci a été fixé à SIT 239,640 pour 1 euro, c'est-à-dire le cours pivot du tolar convenu le 28 juin 2004, au moment de son entrée dans le MCE II. Le tolar est resté proche de son cours pivot durant toute sa participation au MCE II et s'échangeait à ce taux le jour où le taux de conversion a été défini.

Si l'on examine les évolutions des dix dernières années, la Slovénie a accompli des progrès remarquables en matière de taux d'inflation. Partant d'un niveau élevé de 8,3 % en 1997, la hausse des prix à la consommation a diminué progressivement pour s'établir à 6,1 % en 1999. Après une interruption temporaire due, entre autres, à l'introduction d'une taxe sur la valeur ajoutée, à une vive progression de la demande intérieure, à une forte hausse des salaires et à une augmentation des prix des importations, l'inflation s'est de nouveau orientée à la baisse après 2000 pour revenir à 2,5 % en 2005. En 2006, la progression moyenne de l'IPCH est demeurée à 2,5 %, en dépit de l'instabilité relativement importante résultant de l'évolution des cours du pétrole. Dans l'ensemble, la composante des produits manufacturés hors énergie a atténué les évolutions récentes de l'inflation, alors que l'énergie et les services ont exercé l'incidence à la hausse la plus forte.

Le recul de l'inflation s'inscrit dans un contexte de croissance économique vigoureuse. Au cours des dix dernières années, la progression du PIB en volume est ressortie à 4,1 % en moyenne, soit un niveau supérieur à la moyenne de la zone euro. Si elle a été relativement modérée entre 2001 et 2003, la croissance du PIB en volume s'est de nouveau redressée depuis 2004. Elle a

atteint 5,2 % en 2006, contre 4,0 % en 2005 (cf. tableau 15). Cette évolution a entraîné des progrès significatifs en matière de convergence réelle, le PIB par habitant de la Slovénie (en termes de parité de pouvoir d'achat) passant de 65 % de la moyenne de la zone euro en 1997, soit le niveau le plus élevé parmi les pays d'Europe centrale et orientale ayant adhéré à l'UE en mai 2004, à 78 % en 2006. S'agissant des évolutions extérieures, la Slovénie a affiché un déficit cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital de 1,6 % du PIB en moyenne au cours des dix dernières années. En 2006, ce déficit est passé à 3,4 %, après 2,4 % en 2005.

La situation sur le marché du travail est demeurée relativement stable ces dix dernières années, le taux de chômage oscillant aux alentours de 6 %-7 %. En liaison avec le renforcement de l'activité économique en 2006, la croissance de l'emploi s'est également accentuée, à 0,6 % contre 0,3 % en 2005. Parallèlement, le taux de chômage a diminué, revenant à 6,0 % après 6,5 % en 2005. Sous l'effet des ajustements structurels que le marché du travail a connus ces toutes dernières années, l'emploi a augmenté dans le secteur des services, alors qu'il a diminué dans l'industrie manufacturière. On constate une inadéquation accrue, sur le marché du travail, entre la demande de travailleurs hautement qualifiés et l'offre de travailleurs faiblement qualifiés.

Le processus de convergence a été favorisé par la politique budgétaire. Entre 2000 (première année pour laquelle des données de déficit public comparables sont disponibles) et 2005, le ratio déficit/PIB est revenu de 3,8 % à 1,4 %. En 2006, il est ressorti à 1,6 %, niveau globalement conforme à celui présenté dans la mise à jour de 2005 du programme de convergence, en dépit d'une croissance plus vigoureuse que prévu et d'une évolution plus favorable du déficit en 2005. Le ratio de dette publique devrait s'être légèrement accru, selon les estimations, passant de 28,0 % en 2005 à 28,5 % en 2006. Selon le programme de stabilité actualisé, le ratio de dépenses totales a continué

de diminuer en 2006, de plus de 0,5 % du PIB. Les dépenses au titre des retraites, qui s'établissaient à 10,9 % du PIB en 2005, sont assez élevées par rapport à d'autres pays de l'UE et devraient augmenter de manière substantielle d'ici à 2050 ; il est prévu que l'incidence budgétaire à long terme de cette évolution soit parmi les plus importantes dans l'UE.

La convergence a été également renforcée par la politique monétaire. En 2001, la Slovénie a adopté un nouveau cadre de politique monétaire, et l'objectif principal de stabilité des prix a été inscrit dans la loi relative à la Banka Slovenije. Le précédent objectif intermédiaire de croissance monétaire a été abandonné au profit d'un cadre de politique monétaire fondé sur deux piliers, recouvrant à la fois les évolutions monétaires et les évolutions économiques réelles. Parallèlement, la politique monétaire a été complétée par une politique de change motivée par des considérations relatives à la

parité non couverte des taux d'intérêt. Cette stratégie a entraîné une baisse progressive du taux de change du tolar contre euro, ce qui a permis à la Banka Slovenije de maintenir les taux d'intérêt à un niveau suffisamment élevé pour favoriser la désinflation. Après le 28 juin 2004, date à laquelle la Slovénie a adhéré au MCE II, la politique monétaire a été axée sur le maintien de la stabilité du taux de change vis-à-vis de l'euro.

En 2006, la politique monétaire de la Banka Slovenije a continué d'être axée sur la réalisation de la stabilité des prix dans le cadre du MCE II, tout en maintenant la stabilité du taux de change vis-à-vis de l'euro. Parallèlement, la Banka Slovenije a progressivement abaissé les taux d'intérêt afin de garantir le bon déroulement du passage à l'euro. En janvier 2006, le taux sur les bons à 60 jours en tolar s'établissait à 4,0 %. En juillet, lorsque le Conseil Ecofin a confirmé que la Slovénie remplissait les conditions

Tableau 15 Slovénie : Principaux indicateurs économiques

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Croissance du PIB en volume	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume</i>										
Demande intérieure (y compris les stocks)	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Exportations nettes	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
IPCH	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Rémunération par tête	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Coûts salariaux unitaires nominaux (ensemble de l'économie)	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Déflateur des importations (biens et services)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Solde des comptes de transactions courantes et de capital (en pourcentage du PIB)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Emploi total	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Taux de chômage (en pourcentage de la population active) ¹⁾	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Dette brute des administrations publiques	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) ²⁾	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Rendement des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel) ²⁾	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Taux de change contre euro ^{2),3)}	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Sources : BCE et Eurostat

Note : La dette publique antérieure à 1999 n'est pas comparable à la dette postérieure à cette date en raison de changements dans la méthodologie et les sources. Le déficit public antérieur à 2000 n'est pas comparable avec le déficit postérieur à cette date en raison de changements dans la méthodologie et les sources.

1) Données corrigées des variations saisonnières

2) Moyenne annuelle

3) Jusqu'à fin 1998, les données font référence au taux de change du tolar slovène contre écu.

nécessaires à l'adoption de la monnaie unique, la Banka Slovenije avait ramené le taux d'intérêt sur les bons à 60 jours en tolars à 3,25 %. En août, elle a relevé ses taux d'intérêt de 25 points de base, parallèlement à la hausse des taux directeurs de la BCE intervenue le même mois. Le taux d'intérêt sur les bons à 60 jours en tolars n'a pas été modifié durant le reste de l'année. Après les relèvements des taux directeurs de la BCE en octobre et en décembre, le taux d'intérêt sur les bons à 60 jours en tolars a été aligné, vers la fin de l'année, avec le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème.

Durant l'année 2006, le taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire slovène a évolué en liaison avec les taux d'intérêt officiels de la banque centrale. La convergence progressive des taux à court terme en Slovénie vers le niveau de la zone euro était achevée, pour l'essentiel, en octobre. Les taux d'intérêt à long terme, en revanche, étaient déjà proches des niveaux de la zone euro depuis mi-2004, reflétant la confiance des marchés dans les évolutions économiques et budgétaires générales en Slovénie et la crédibilité de la politique monétaire et de change de la Slovénie.

Après l'adoption de l'euro, le principal défi pour la Slovénie consiste à veiller à mettre en œuvre des politiques nationales appropriées pour soutenir une croissance économique vigoureuse et garantir un degré élevé de convergence durable. Étant donné que le pays ne peut plus recourir à des politiques monétaire et de change indépendantes pour atteindre ses objectifs économiques, la conduite appropriée des politiques structurelle et budgétaire est devenue encore plus importante. À cet égard, il est essentiel de remédier aux rigidités structurelles qui subsistent sur le marché du travail et d'améliorer la flexibilité du marché des biens. Il est souhaitable que les salaires progressent moins vite que la croissance de la productivité du travail afin de préserver la compétitivité de l'économie. Il est également nécessaire de mettre fin à l'indexation des salaires qui subsiste et de supprimer certains transferts sociaux. La mise en œuvre d'un processus d'assainissement budgétaire ambitieux jouera un rôle central pour prévenir l'émergence d'éventuelles tensions inflationnistes induites par la demande dans les années à venir. En outre, l'approfondissement continu des marchés financiers en Slovénie, lié notamment à la croissance rapide du crédit, nécessitera une surveillance financière efficace.

Encadré 8

LES INCIDENCES STATISTIQUES DE L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À LA SLOVÉNIE

L'élargissement de la zone euro à la Slovénie à compter du 1^{er} janvier 2007 constitue la deuxième occasion nécessitant la modification des séries statistiques de la zone euro pour inclure un pays membre supplémentaire. L'élaboration des statistiques couvrant la zone euro élargie a été coordonnée, dans les cas où cela s'est révélé nécessaire, avec la Commission européenne.

Avec l'entrée de la Slovénie, les résidents de ce pays sont devenus des résidents de la zone euro. Cela affecte les agrégats monétaires, de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro, dans la mesure où ces statistiques ne résultent pas d'une simple addition des données nationales, ainsi que les comptes financiers, parce qu'il faut désormais consolider les transactions entre la Slovénie et les autres résidents de la zone euro.

Depuis janvier 2007, la Slovénie a donc l'obligation de respecter l'ensemble des exigences statistiques de la BCE, c'est-à-dire de fournir des données nationales totalement harmonisées

et comparables¹. L'élaboration de nouvelles statistiques nécessitant un long délai, la Banka Slovenije et la BCE ont commencé à s'y employer bien avant que la Slovénie ne rejoigne l'UE. La Banka Slovenije ayant intensifié ses préparatifs pour satisfaire aux exigences de la BCE après être devenue membre du SEBC, elle était donc en mesure de respecter les obligations relatives aux statistiques monétaires, bancaires, de balance des paiements et autres statistiques financières au moment de l'intégration de la Slovénie dans la zone euro. De plus, la Banka Slovenije a dû procéder aux préparatifs nécessaires en vue de l'intégration des établissements de crédit slovènes dans le système de réserves obligatoires de la BCE et se conformer aux exigences statistiques correspondantes.

En raison de l'élargissement de la zone euro, les organismes soumis à déclaration et les BCN des pays déjà membres de la zone ont dû déclarer, à compter de janvier 2007, leurs transactions (ou flux) et leurs encours sur les résidents de la Slovénie comme des statistiques ressortissant à la zone euro, et non plus comme des opérations avec des non-résidents de la zone.

En outre, la Slovénie et les autres pays de la zone euro ont tous dû fournir des données rétrospectives présentant un degré de détail suffisant sur les plans géographique et sectoriel, et remontant au moins à 2004, année où la Slovénie a rejoint l'UE.

En ce qui concerne la publication des statistiques de la zone euro, la BCE offre aux utilisateurs un accès en ligne à deux ensembles de séries chronologiques, l'un contenant des données relatives à la zone euro actuelle (intégrant la Slovénie) remontant aussi loin que le permettent les données disponibles, et l'autre se rapportant aux différentes compositions de la zone euro, en commençant par les onze pays qui la constituaient en 1999.

¹ Les exigences statistiques de la BCE sont résumées dans le document intitulé *ECB statistics: an overview*, avril 2006.

2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE LA BANKA SLOVENIJE DANS L'EUROSISTÈME

En vertu de l'article 122 (2) du Traité, la BCE a examiné les statuts de la Banka Slovenije et d'autres aspects de la législation slovène sous l'angle de leur conformité à l'article 109 du Traité. La BCE a porté une appréciation favorable sur la compatibilité de la législation slovène avec le Traité et les statuts du SEBC, ainsi qu'il est indiqué dans son *Rapport sur la convergence* pour la Lituanie et la Slovénie publié en mai 2006.

La BCE et la Banka Slovenije ont mis en place un certain nombre d'instruments juridiques visant à assurer l'intégration de la Banka Slovenije dans l'Eurosystème le 1^{er} janvier 2007. Le cadre juridique de l'Eurosystème a été adapté suite à la décision prise par le Conseil Ecofin le 11 juillet 2006 d'abroger la dérogation accordée à la Slovénie¹. L'introduction de l'euro en Slovénie et l'intégration de la Banka Slovenije dans l'Eurosystème ont également nécessité des modifications de certains instruments juridiques slovènes. Le 30 mars 2006, les statuts de la Banka Slovenije ont été mis en conformité avec les recommandations du *Rapport sur la convergence* de la BCE de 2004. La Slovénie avait consulté la BCE sur des projets de modification des statuts de la Banka Slovenije le 13 mars 2006. La BCE a adopté un avis proposant d'autres modifications, qui ont été reprises dans la version définitive des statuts de la Banka Slovenije². Au cours de l'année 2006, la BCE a également été consultée sur des modifications touchant d'autres parties de la législation slovène, dans des domaines comme les activités bancaires³, la constitution de réserves obligatoires⁴ et les garanties⁵.

La décision du Conseil Ecofin du 11 juillet 2006 a entraîné des modifications du règlement (CE) n° 974/98 du Conseil pour permettre l'introduction de l'euro en tant que monnaie de la Slovénie⁶, et l'adoption du règlement (CE) n° 1086/2006 du Conseil portant modification du règlement (CE) n° 2866/98, qui a déterminé le taux de change irrévocable du tolar slovène contre euro⁷. Le Conseil a consulté la BCE sur ces deux propositions de règlements, pour lesquelles la BCE a adopté un avis⁸.

Pour faciliter l'introduction de l'euro en tant que monnaie de la Slovénie, la BCE a adopté deux orientations. L'orientation BCE/2006/10 garantit que les billets libellés en tolar pourront être échangés contre des billets et pièces en euros dans tous les pays de la zone euro⁹. L'orientation BCE/2006/9 a permis l'approvisionnement en billets et pièces en euros avant le passage à l'euro fiduciaire¹⁰. La BCE a également été consultée sur certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire¹¹.

S'agissant de la préparation juridique à l'intégration de la Banka Slovenije dans l'Eurosystème, la BCE a adopté les instruments juridiques nécessaires à la libération du capital et au transfert à la BCE d'avoirs de réserve de change de la Banka Slovenije. Conformément à l'article 27.1 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs a adopté une orientation relative au commissaire aux comptes extérieur chargé de la vérification des comptes annuels de la Banka Slovenije à compter de l'exercice 2007¹². La BCE a également révisé son cadre juridique et introduit, quand cela était

1 Décision du Conseil 2006/495/CE du 11 juillet 2006 conformément à l'article 122, paragraphe 2 du Traité pour l'adoption par la Slovénie de la monnaie unique le 1^{er} janvier 2007, JO L 195 du 15.07.2006

2 CON/2006/17

3 CON/2006/48

4 CON/2006/41

5 CON/2006/24

6 Règlement (CE) n° 1647/2006 du Conseil du 7 novembre 2006 modifiant le règlement (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro, JO L 309 du 09.11.2006

7 Règlement (CE) n° 1086/2006 du Conseil du 11 juillet 2006 modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 concernant les taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro, JO L 195 du 15.07.2006

8 CON/2006/36, JO C 163 du 14.07.2006

9 Orientation BCE/2006/10 du 24 juillet 2006 concernant l'échange des billets après la fixation irrévocable des taux de change à l'occasion de l'introduction de l'euro, JO L 215 du 05.08.2006

10 Orientation BCE/2006/9 du 14 juillet 2006 relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et concernant la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro, JO L 207 du 28.07.2006

11 CON/2006/29

12 Recommandation BCE/2006/14 du 9 octobre 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banka Slovenije, JO C 257 du 25.10.2006



nécessaire, des modifications liées à la participation de la Banka Slovenije à l'Eurosystème à compter du 1^{er} janvier 2007. Ces modifications incluaient le régime de répartition du revenu monétaire des BCN de la zone euro¹³. En outre, la BCE a examiné la réglementation slovène transposant le cadre juridique de l'Eurosystème pour la politique monétaire et *Target*. Les contreparties slovènes ont été par conséquent habilitées à participer aux principales opérations de refinancement de l'Eurosystème à compter du 3 janvier 2007. La BCE a également adopté un règlement portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Slovénie¹⁴. Enfin, il a été mis fin à l'accord relatif à la participation de la Banka Slovenije au MCE II¹⁵.

13 Décision BCE/2006/7 du 19 mai 2006 modifiant la décision BCE/2001/16 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002, JO L 148 du 02.06.2006

14 Règlement BCE/2006/15 du 2 novembre 2006 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Slovénie, JO L 306 du 07.11.2006

15 Accord du 21 décembre 2006 entre la BCE et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro, modifiant l'accord du 16 mars 2006 fixant entre la BCE et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro les modalités de fonctionnement d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'Union économique et monétaire, JO C 14 du 20.01.2007

3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE LA BANKA SLOVENIJE DANS L'EUROSYSTÈME

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 11 juillet 2006, relative à l'adoption de l'euro par la Slovénie le 1^{er} janvier 2007, la BCE a procédé aux préparatifs techniques en vue de la pleine intégration de la Banka Slovenije dans l'Eurosystème. Conformément aux dispositions du Traité, la Banka Slovenije a rejoint l'Eurosystème avec des droits et des obligations identiques en tous points à ceux des banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'UE qui avaient déjà adopté l'euro.

Les préparatifs techniques pour l'intégration de la Banka Slovenije dans l'Eurosystème ont été effectués en étroite coopération avec la banque centrale slovène, et, en tant que de besoin, sur une base multilatérale avec les douze BCN de la zone euro. Ces préparatifs ont couvert un large éventail de domaines, notamment l'information financière et la comptabilité, les opérations de politique monétaire, la gestion des réserves de change et les opérations de change, les systèmes de paiement, des statistiques et de la production des billets. En ce qui concerne les aspects opérationnels, les préparatifs ont comporté des essais à grande échelle des instruments et procédures relatifs à la mise en œuvre de la politique monétaire et aux opérations de change de l'Eurosystème.

3.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Du fait de l'introduction de l'euro en Slovénie le 1^{er} janvier 2007, les établissements de crédit situés dans ce pays ont été assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème à compter de cette date. Toutefois, comme le 1^{er} janvier 2007 se situait pratiquement au milieu de la période normale de constitution des réserves de l'Eurosystème comprise entre le 13 décembre 2006 et le 16 janvier 2007, des dispositions transitoires ont été nécessaires pour permettre l'application du système de réserves obligatoires en Slovénie pendant cette période de constitution. Des dispositions transitoires ont également été nécessaires pour le calcul de l'assiette de réserve des contreparties slovènes. La liste des 27 établissements de crédit slovènes

soumis à ce dispositif a été publiée pour la première fois sur le site internet de la BCE le 29 décembre 2006.

L'entrée de la Slovénie dans la zone euro a accru de 0,3 milliard d'euros le montant global des réserves obligatoires à constituer par les établissements de crédit de la zone euro. Les facteurs autonomes de la liquidité bancaire au bilan de la Banka Slovenije ont contribué, en moyenne, à un apport global de liquidité de 3,5 milliards d'euros sur la période comprise entre le 1^{er} janvier et le 16 janvier 2007. Pour obtenir un tableau complet des effets sur la liquidité résultant de l'entrée de la Slovénie dans la zone euro, il a fallu prendre en compte le fait que certaines opérations de politique monétaire effectuées par la Banka Slovenije en 2006 n'arriveraient à échéance qu'en 2007. Elles recouvrent des reprises de liquidité en blanc effectuées auprès des contreparties et des émissions de certificats de dette par la Banka Slovenije. La valeur moyenne de ces instruments s'est élevée à 2,3 milliards d'euros au cours de la période comprise entre le 1^{er} janvier et le 16 janvier 2007. En conséquence, la Slovénie a contribué à hauteur de 0,9 milliard d'euros à l'excédent de liquidité net enregistré en moyenne dans la zone euro pendant cette période.

La BCE a pris en compte l'incidence exercée sur les conditions de la liquidité dans la zone euro en ajustant en conséquence le montant des adjudications dans le cadre de ses opérations principales de refinancement à compter de début 2007.

Le 1^{er} janvier 2007, la Banka Slovenije a également adopté le dispositif unique de garanties de l'Eurosystème et déclaré un montant de 6,3 milliards d'euros d'actifs slovènes éligibles. Ces actifs avaient été ajoutés à la liste des actifs éligibles publiés sur le site internet de la BCE le 29 décembre 2006 et sont devenus éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème à compter du 1^{er} janvier 2007.

3.2 LA CONTRIBUTION AU CAPITAL, AUX RÉSERVES ET AUX AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE DE LA BCE

Lors de son adhésion au SEBC le 1^{er} mai 2004, la Banka Slovenije a libéré 7 % de sa part du capital souscrit à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE. Conformément à l'article 49 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a libéré le reliquat de sa contribution le 1^{er} janvier 2007. Le montant total de la part du capital souscrit de la Banka Slovenije s'élève à 18,4 millions d'euros, soit 0,3194 % du capital souscrit de la BCE, porté à 5,761 milliards le 1^{er} janvier 2007.

Début 2007, conformément aux articles 30 et 49.1 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a transféré à la BCE 191,6 millions d'euros d'avoires de réserve de change, ce montant, calculé à partir de sa part dans le capital souscrit de la BCE, étant proportionnel à celui des réserves de change déjà transférées par les autres BCN de la zone euro. Sur le total, 15 % des avoires transférés étaient en or et 85 % des actifs libellés en dollars des États-Unis. La Banka Slovenije et la Banque centrale du Luxembourg gèrent ce portefeuille d'actifs libellés en dollars pour le compte de la BCE, formant ainsi le premier portefeuille de réserves de change mis en commun de la BCE. En liaison avec le transfert de ses avoires de réserve de change à la BCE, la Banka Slovenije a reçu de la BCE une créance libellée en euros.

4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN SLOVÉNIE

Le 1^{er} janvier 2007, les billets et pièces en euros ont été mis en circulation en Slovénie. À l'issue d'une période de double circulation de deux semaines, ces espèces avaient totalement remplacé les billets et pièces en tolar slovènes.

Pour préparer ce passage, le Conseil des gouverneurs a adopté le 14 juillet 2006 une orientation relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et concernant la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro¹⁶. Cette orientation, qui reflète largement le cadre juridique adopté pour le passage à l'euro fiduciaire de 2002, a constitué pour la Banka Slovenije le socle du cadre national du passage à l'euro fiduciaire.

La Banka Slovenije a établi le cadre juridique applicable aux acteurs impliqués dans la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros en Slovénie. Des procédures et des méthodes ont également été mises en place pour l'échange des billets et pièces en tolar, et les conditions de transport, de stockage, de sécurité, de fourniture de garanties et du suivi statistique ont été établies.

En prévision du passage à l'euro fiduciaire et afin de répondre à la demande nationale prévue pour l'ensemble de l'année 2007, l'Eurosystème a fourni à la Banka Slovenije un total de 94,5 millions de billets en euros, pour une contre-valeur de 2 175 millions d'euros, provenant de ses stocks. Pour des raisons géographiques et logistiques, l'Oesterreichische Nationalbank a assuré la livraison physique des coupures pour le compte de l'Eurosystème. À la suite d'un appel d'offres public, les pièces slovènes en euros ont été produites par l'hôtel de la monnaie de Finlande. Au total, 296,3 millions de pièces en euros ont été frappées, pour une contre-valeur de 104 millions d'euros.

La Banka Slovenije a commencé à préalimenter les établissements de crédit en pièces en euros le 25 septembre 2006 et en billets en euros le 29 novembre 2006. La sous-préalimentation, c'est-à-dire la livraison par les établissements

de crédit de billets et de pièces en euros à d'autres professionnels (tels que les commerçants et les sociétés gérant des distributeurs automatiques), est intervenue courant décembre. Parallèlement, 150 000 fonds de caisse standard pour le commerce, d'une valeur unitaire de 201 euros, et 450 000 sachets premiers euros destinés aux particuliers, d'une valeur unitaire de 12,52 euros, ont été préparés afin d'assurer une large distribution de pièces de monnaie avant le lancement. Fin 2006, la Banka Slovenije avait livré aux banques 100 % des billets et pièces nécessaires au passage à l'euro fiduciaire, ce qui a facilité une transition harmonieuse et rapide.

La conversion rapide des distributeurs automatiques de billets (DAB) et des terminaux points de vente est un autre facteur ayant contribué au bon déroulement du passage à l'euro fiduciaire en Slovénie : tous les DAB accessibles au public et tous les terminaux points de vente avaient été convertis pour le premier jour du passage à l'euro. La conversion des distributeurs automatiques a été réalisée dans un délai de 15 jours.

L'article 52 des statuts du SEBC exige que le Conseil des gouverneurs prenne les mesures nécessaires pour garantir que les billets libellés en monnaies dont les taux de change contre euro ont été irrévocablement fixés soient échangés au pair par les BCN de la zone euro. Conformément à cette exigence et en application de l'orientation BCE/2006/10 du 24 juillet 2006 concernant l'échange des billets après la fixation irrévocable des taux de change à l'occasion de l'introduction de l'euro¹⁷, les BCN de la zone euro se sont assurées que, au cours des deux premiers mois de 2007, les billets libellés en tolar, pour un montant inférieur ou égal à 1 000 euros en une opération effectuée un jour donné, pourraient faire l'objet d'un échange contre euros au pair dans au moins un lieu du territoire national. La Banka Slovenije remboursera les billets en tolar

¹⁶ JO L 207 du 28.07.2006

¹⁷ JO L 215 du 05.08.2006

pendant une durée illimitée et les pièces pendant dix ans.

LA CAMPAGNE D'INFORMATION SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO

En 2006, la BCE a organisé, en collaboration avec la Banka Slovenije, une campagne d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro en Slovénie le 1^{er} janvier 2007. Cette campagne d'information visait à familiariser les professionnels manipulant régulièrement des espèces et le grand public avec l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros, ainsi qu'avec les modalités du passage à l'euro fiduciaire. Dans le cadre de cette campagne, plus de 700 000 dépliants d'information produits par la BCE, sur les billets et pièces en euros, ainsi qu'un convertisseur fourni par la Banka Slovenije, ont été adressés aux ménages slovènes. Des affiches et un dépliant au format carte de crédit décrivant les signes de sécurité des billets en euros ont été distribués, de même que des guides destinés aux professionnels manipulant régulièrement des espèces. En outre, les entreprises slovènes ont reçu une information directe sur l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et pièces en euros, à utiliser dans leurs propres supports d'information. Une formation de deux jours destinée à des représentants des médias slovènes s'est tenue à la BCE, apportant une information approfondie quant à l'organisation, aux responsabilités et aux activités de la BCE et de l'Eurosystème. Par la suite, une conférence sur l'euro en Slovénie (*€ Conference Slovenia 2007*) a été organisée par la Banka Slovenije avec le concours de la BCE afin d'offrir un forum d'échange d'expériences et de favoriser le dialogue sur les conséquences économiques de l'introduction de l'euro et sur le passage à l'euro fiduciaire. La conférence, qui s'est tenue le 15 janvier 2007, a réuni des représentants du monde des affaires, des autorités publiques et des médias.



CHAPITRE 4

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

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

1.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La BCE, en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire (*Banking Supervision Committee* – BSC) du SEBC, procède à l'analyse des risques pesant sur la stabilité financière afin d'évaluer la capacité du système financier à absorber les chocs¹. Ces activités de surveillance mettent essentiellement l'accent sur les banques, qui continuent à être les principaux intermédiaires financiers et constituent, dès lors, également le principal vecteur potentiel de diffusion des risques au sein du système financier. Dans le même temps, l'importance croissante des autres institutions et marchés financiers et de leurs interactions avec les banques nécessite un suivi des vulnérabilités de ces composantes du système financier par le SEBC.

LES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

En 2006, la situation financière des institutions financières de la zone euro a continué de s'améliorer, renforçant la tendance favorable observée depuis 2003. Les institutions financières ont bénéficié d'un environnement macroéconomique et financier satisfaisant, malgré un début de resserrement de l'offre mondiale de liquidité, et, en ce qui concerne les sociétés d'assurance, de l'absence de catastrophes naturelles majeures. La vulnérabilité des institutions financières de la zone euro à des évolutions défavorables a considérablement diminué en raison de résultats durablement positifs, et les perspectives restent favorables, même si certains risques subsistent. Malgré un certain rééquilibrage international des profils de croissance et les récentes baisses

des cours du pétrole, les importants déséquilibres financiers mondiaux constituent toujours une source de risques à moyen terme ; de plus, l'éventualité d'une évolution négative du cycle de crédit pourrait s'être accentuée, tout comme celle d'un dénouement brutal de positions spéculatives à effet de levier. Parallèlement, l'exposition des banques de la zone euro aux risques de crédit a augmenté sous l'effet de la croissance du crédit bancaire, bien que les banques aient eu recours à des instruments de transfert du risque de crédit en vue de s'en prémunir. L'exposition de certaines banques en matière de crédit à court terme a également augmenté, tout particulièrement en raison des opérations de capital-investissement, la concurrence induite par la réalisation de montages de plus en plus importants ayant pu exercer des tensions sur les critères d'octroi des crédits bancaires. Enfin, la persistance d'une faible volatilité sur les marchés financiers peut également avoir incité les banques à renforcer leurs positions dans différentes catégories d'actifs, accroissant leur exposition au risque de marché. Dans ce contexte, l'utilisation accrue d'instruments financiers nouveaux et complexes sur le marché de gros a généré de nouveaux risques de contrepartie liés aux questions juridiques et de réputation.

La rentabilité des grandes banques de la zone euro s'est de nouveau renforcée en 2006. Bien que l'évaluation du secteur soit perturbée par le passage aux normes comptables internationales (*International Financial Reporting Standards* – IFRS), qui s'est effectué de manière hétérogène au sein de la zone euro, les principaux indicateurs de performance demeurent comparables, et les indicateurs de rentabilité indiquent une amélioration générale.

¹ Depuis fin 2004, la BCE publie un rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro intitulé *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière). En 2006, elle a également publié la cinquième édition des rapports intitulés *EU banking sector stability* (La stabilité du secteur bancaire de l'UE) et *EU banking structures* (Rapport sur les structures bancaires de l'UE). Ces publications, qui présentent les principaux résultats du suivi régulier de la structure et de la stabilité du secteur bancaire par le BSC, sont disponibles sur le site internet de la BCE.

Cette rentabilité élevée est essentiellement liée à la forte progression des prêts, à la fois aux ménages et aux sociétés non financières, bien que la croissance des produits nets d'intérêt ait été modérée par la compression persistante des marges d'intérêt et le profil aplati de la courbe des rendements. Les revenus liés aux commissions et à l'activité de marché ont également soutenu la hausse de la rentabilité. De plus, les résultats des banques ont bénéficié de la poursuite des mesures de réduction des coûts et de la modération des charges pour dépréciation exceptionnelle, celles-ci se situant à des minima historiques en raison de l'amélioration de la gestion du risque par les banques et d'un environnement très favorable en matière de crédit. Bien que plusieurs banques prévoient une détérioration du cycle de crédit à brève échéance, la plupart des grandes banques de la zone euro se trouvent en position d'absorber la hausse progressive des charges pour dépréciation exceptionnelle qui devrait en résulter.

Le ratio de solvabilité des banques de la zone euro a légèrement diminué en 2006, en raison d'une forte augmentation des actifs pondérés des risques ; toutefois, leurs niveaux de solvabilité demeurent élevés et dépassent largement les exigences réglementaires. Cette situation résulte de la croissance soutenue des revenus au cours des trois dernières années, qui s'est traduite par une forte hausse des ressources internes, et de la mise en réserve des bénéfices.

Selon les dernières évaluations des contrôleurs européens, la rentabilité du secteur des assurances de la zone euro a continué d'augmenter en 2006, confirmant ainsi l'amélioration de la situation financière du secteur observée depuis 2004. La récente croissance du total des primes réelles a été plus marquée pour les sociétés d'assurance-vie que pour les autres sociétés d'assurance. Les bonnes performances des sociétés d'assurance-vie ont été soutenues par la vigueur des ventes de contrats d'assurance en unités de compte dans un contexte de hausse des cours des actions ainsi que par l'augmentation des ventes d'autres



produits, plus traditionnels. La profonde transformation structurelle du marché de l'assurance-vie de la zone euro, principalement liée à la réforme fiscale en cours et à une augmentation sur le long terme du taux de pénétration des assurances dans l'économie, a également soutenu la croissance des primes. Hors assurance-vie, les hausses des taux de primes, à l'origine de la croissance des primes ces dernières années, se sont récemment ralenties, reflétant, en grande partie, l'intensité de la concurrence dans ce secteur. La situation financière des fonds de pension s'est encore améliorée par rapport aux années précédentes, mais elle a continué d'être affectée négativement par le bas niveau des rendements obligataires en 2006.

Au niveau mondial, le secteur des *hedge funds* et du capital-investissement a poursuivi sa croissance en 2006. Après les rachats nets de parts de *hedge funds* enregistrés au quatrième trimestre 2005, les souscriptions nettes se sont redressées au premier trimestre 2006, pour atteindre des niveaux proches du pic observé en 2004. Certains de ces fonds, notamment ceux suivant des stratégies directionnelles (c'est-à-dire qui reposent sur des anticipations de la tendance des marchés) ont subi des pertes financières, principalement sous l'effet des

perturbations observées en mai et juin 2006 sur les marchés financiers et des évolutions défavorables sur le marché du gaz naturel en août et septembre. L'ensemble du secteur a néanmoins continué d'enregistrer des rendements positifs.

LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Les évolutions structurelles du secteur bancaire peuvent affecter la nature et la stabilité de l'ensemble du système financier. Les tendances à long terme en ce qui concerne la consolidation, l'intégration et l'internationalisation du secteur bancaire de l'UE se sont poursuivies en 2006. Ces évolutions peuvent être bénéfiques pour les consommateurs grâce au renforcement de la concurrence, à l'amélioration de la qualité des services et à l'innovation mais, parallèlement, elles risquent de faciliter la propagation transfrontière des perturbations financières. Bien que les tendances observées soient communes à la plupart des États membres, elles présentent d'importantes différences, en particulier s'agissant de la consolidation, phénomène qui concerne principalement les économies les plus avancées.

La consolidation, attestée par la diminution du nombre d'établissements de crédit, est intervenue parallèlement à une reprise des opérations de fusions et acquisitions transfrontières dans le secteur bancaire de l'UE en 2005 et au premier semestre 2006. La conclusion de plusieurs opérations de grande envergure et l'intensification de l'activité de fusions et acquisitions indiquent probablement que le ralentissement observé depuis 2000 a pris fin. L'activité récente de fusions et acquisitions transfrontières a également concerné de plus en plus des intermédiaires du marché de détail.

La croissance soutenue des actifs bancaires est allée de pair avec un phénomène de désintermédiation, les actifs des intermédiaires financiers non bancaires, tels que les sociétés d'assurance, les OPCVM et les fonds de pension, ayant également fortement augmenté.

Les banques semblent s'être adaptées à cette tendance en développant des activités génératrices de commissions, notamment les services d'investissement et la gestion d'actifs. La diversification des sources de revenus qui en résulte pourrait contribuer à réduire les risques et à stabiliser les bénéfices des banques. Toutefois, le transfert des risques des banques vers d'autres intermédiaires financiers, souvent moins réglementés, pourrait également accroître le niveau global d'incertitude relative aux risques.

Les évolutions démographiques majeures qui se produisent dans l'UE peuvent également exercer une incidence sur le secteur bancaire. Les évolutions de l'espérance de vie, des taux de fécondité et des flux migratoires peuvent exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intermédiation des banques et sur la demande de crédits à la consommation et de prêts immobiliers, réduisant ainsi le produit net d'intérêt. Les banques peuvent réagir à ces évolutions en proposant de nouveaux produits adaptés à une clientèle plus âgée, ainsi que des services de gestion d'actifs et de conseil, conduisant à une augmentation du produit net hors intérêts. Elles peuvent également se diversifier au niveau international, en renforçant leur activité sur les pays émergents qui présentent des structures démographiques différentes.

La base du financement des banques de l'UE continue d'être constituée de dépôts de la clientèle, bien que ces derniers tendent à se diversifier, tant au niveau sectoriel qu'au niveau géographique. La commercialisation accrue d'instruments de dépôt plus complexes auprès d'une large base d'investisseurs peut exposer les banques à des risques de réputation. Un léger glissement vers le financement de marché (principalement à court terme) a pu être observé, les banques utilisant de plus en plus des instruments spécifiques tels que les obligations foncières et la titrisation. Ces instruments offrent des avantages d'échelle, mais sont plus onéreux que le financement *via* les dépôts. Une centralisation croissante de la

gestion de liquidité intragroupe a également été observée, ce qui présente des avantages indiscutables en termes d'efficacité des flux de capitaux internes aux groupes, mais peut aboutir à un renforcement des risques de contagion tant intragroupe que transfrontière.

1.2 LA COOPÉRATION DANS LES SITUATIONS DE CRISE FINANCIÈRE

Les dispositifs de gestion des crises financières entre les autorités responsables du maintien de la stabilité financière au niveau de l'UE ont encore été renforcés courant 2006. La directive relative aux exigences de fonds propres qui a été adoptée en juin 2006 transpose en droit communautaire les nouvelles normes pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement et contient un certain nombre de dispositions exerçant une incidence directe sur les situations de crise. En particulier, elle précise la circulation d'informations entre les autorités potentiellement impliquées dans les crises transfrontières, notamment les autorités de surveillance et les banques centrales.

Le BSC et le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB) ont réalisé des progrès importants dans l'identification des pratiques des banques centrales et des autorités de contrôle s'agissant des échanges d'information et de la coopération dans l'éventualité d'une crise financière transfrontière. Ces travaux ont pour objectif d'améliorer l'efficacité opérationnelle des dispositifs existants et d'identifier les domaines dans lesquels de nouvelles avancées sont nécessaires.

En vue de mieux appréhender la mise en œuvre dans la pratique des dispositifs de l'UE, plusieurs exercices de simulation de crise financière ont été organisés. En avril 2006, un exercice de simulation à l'échelle de l'UE a été effectué sous l'égide du Comité économique et financier en vue de tester le protocole d'accord conclu en 2005². Le SEBC a contribué à la préparation et à la réalisation de cet exercice.

Les banques centrales de la zone euro ont également effectué des exercices de simulation de crise pour tester la capacité de l'Eurosystème à faire face efficacement à une crise financière susceptible d'avoir des implications systémiques transfrontières. L'exercice le plus récent a eu lieu en mai 2006 et a porté sur la conduite des opérations de politique monétaire, la surveillance et le fonctionnement des infrastructures de marché et le maintien de la stabilité financière. Étant donné le degré élevé d'intégration financière au sein de la zone euro, l'exercice a mis l'accent sur les interactions entre les institutions financières, les marchés et les infrastructures de marché, sur une base nationale mais également transfrontière. Cet exercice a confirmé que l'Eurosystème était prêt à faire face à des événements potentiellement d'ordre systémique qui pourraient affecter le système financier de la zone euro.

2 Pour plus de détails sur ce protocole d'accord, cf. le *Rapport annuel 2005* de la BCE

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 QUESTIONS GÉNÉRALES

Le 5 décembre 2005, la Commission européenne a publié son *Livre blanc sur la politique des services financiers 2005-2010*. Ce document, qui déterminera les priorités à moyen terme de la Commission dans le domaine des services financiers, a pour objet de favoriser la poursuite de l'intégration dans le secteur financier de l'UE en renforçant de façon dynamique le cadre réglementaire déjà mis en place par le Plan d'action pour les services financiers. Dans sa contribution à la consultation publique organisée par la Commission sur ce document, l'Eurosystème a apporté un large soutien à l'objectif global du Livre blanc³. Ce rapport étant à présent en cours de mise en œuvre, la BCE continuera de collaborer avec la Commission et de suivre son programme ; elle s'assurera également de l'implication en temps voulu de l'Eurosystème dans les domaines relevant de sa compétence. La BCE apportera également une assistance technique pour les actions de la Commission susceptibles d'avoir une incidence sur la stabilité financière et l'intégration des marchés financiers européens.

En ce qui concerne le dispositif Lamfalussy⁴, la Commission et le Parlement européen ont convenu d'une révision de la comitologie (le système de comités par le biais duquel la législation communautaire est adoptée) qui accorde au Parlement des pouvoirs de contrôle sur les mesures prises par la Commission pour mettre en œuvre la législation cadre de niveau 1. Cela permettra aux comités Lamfalussy de continuer à contribuer de manière efficace au processus d'élaboration de la législation de l'UE relative aux services financiers⁵. L'adoption par le Conseil Ecofin des recommandations formulées par le Comité des services financiers⁶ permettra de poursuivre le développement de certains instruments de contrôle existants afin d'exploiter pleinement le dispositif Lamfalussy. Dans ce contexte, le CECSB a poursuivi ses travaux concernant la mise en œuvre de la directive relative aux exigences de fonds propres afin de parvenir,

dans la pratique, à la convergence prudentielle. Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) a également mis l'accent sur la réalisation d'une convergence effective en matière de surveillance dans le secteur des valeurs mobilières (niveau 3).

Le 23 octobre 2006, la BCE a publié un rapport présentant une vue d'ensemble des modifications récentes des structures de surveillance dans les vingt-cinq États membres de l'UE et les deux pays adhérents⁷. Ce rapport a dégagé les tendances suivantes. Premièrement, il existe un mouvement de consolidation entre les autorités de surveillance au niveau national, dont l'objectif est d'accroître l'efficacité et l'efficacité. Parmi les raisons justifiant l'unification des responsabilités en matière de surveillance, on peut citer la disparition progressive des cloisonnements entre les secteurs financiers ou l'existence d'un marché financier de taille relativement limitée. Toutefois, les États membres n'utilisent pas tous le même modèle en matière de contrôle, la structure institutionnelle retenue dépendant du cadre national spécifique. Deuxièmement, les banques centrales jouent un rôle dans la quasi-totalité des systèmes nationaux de

3 Cf. le *Rapport annuel 2005* de la BCE

4 *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières*, 15 février 2001. Ce rapport est disponible sur le site internet de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel 2003* de la BCE. L'approche Lamfalussy consiste en une procédure à quatre niveaux pour approuver la législation relative aux valeurs mobilières, au secteur bancaire et aux assurances. Le niveau 1 se compose des principes cadres, sous forme de directives ou de règlements, à adopter suivant les procédures législatives normales de l'UE. Le niveau 2 organise la mise en œuvre des mesures détaillées faisant suite aux principes cadres du niveau 1. Le niveau 3 comprend une coopération étendue et des contacts entre les autorités de surveillance de l'UE afin de garantir une transposition cohérente et équivalente des réglementations de niveau 1 et de niveau 2. Le niveau 4 porte sur la mise en œuvre accélérée, notamment par l'action de la Commission pour mettre en application la législation communautaire, grâce à une coopération étendue entre les États membres, leurs autorités de régulation et le secteur privé.

5 Cf. la décision du Conseil du 17 juillet 2006 modifiant la décision 1999/468/CE, JO L 200 du 22.07.2006

6 *Report on financial supervision* (Rapport sur la surveillance financière), Comité des services financiers, février 2006

7 Un examen similaire a été réalisé en 2003. Les deux rapports sont disponibles sur le site internet de la BCE.

surveillance. Dans certains cas, elles exercent des responsabilités directes dans ce domaine ou ont conclu des accords de coopération avec les autorités nationales compétentes dans le cadre desquels elles assurent certaines tâches de contrôle. Dans plusieurs pays, la recherche d'une meilleure efficacité a abouti à des accords aux termes desquels les ressources sont partagées entre les banques centrales et les superviseurs. Enfin, presque tous les États membres évoluent vers des accords formels afin de garantir la coopération et le partage des informations entre les banques centrales et les contrôleurs bancaires. Les accords portant sur les principales questions stratégiques ou la gestion des crises incluent souvent les ministères des Finances.

2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

En 2006, la BCE a continué de contribuer aux travaux du CECB et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) en participant aux principaux comités et à certains de leurs sous-groupes. Après avoir défini les éléments conceptuels du dispositif révisé pour la « Convergence internationale de la mesure des fonds propres et des normes de fonds propres » (Bâle II), le CBCB a convenu, en mai 2006, de ne pas modifier les paramètres quantitatifs et par conséquent de finaliser le dispositif révisé. Cette décision a été motivée par les résultats de la cinquième étude quantitative d'impact (*fifth Quantitative Impact Study – QIS 5*), campagne de collecte de données organisée par le CBCB afin d'évaluer l'incidence sur les banques des nouvelles règles en matière de fonds propres. Le CECB a joué un rôle essentiel dans la réalisation de cette cinquième étude au niveau de l'UE. Dans l'ensemble, les résultats obtenus ont été cohérents avec la structure mise en place dans le dispositif afin d'inciter les établissements de crédit à adopter les approches les plus avancées pour le calcul de leurs exigences de fonds propres.

La directive relative aux exigences de fonds propres a été adoptée en juin 2006, transposant

ainsi en droit communautaire les nouvelles règles en matière de fonds propres. Le processus législatif concernant Bâle II est donc achevé au niveau de l'UE et le dispositif révisé, y compris l'utilisation des approches les plus avancées, sera pleinement opérationnel dans l'UE à partir de janvier 2008. À compter de janvier 2007, les établissements de crédit peuvent déjà adopter les méthodes moins avancées pour le calcul des exigences de fonds propres relatives au risque de crédit et au risque opérationnel. Les dispositions transitoires pour la mise en œuvre programmée du dispositif aux États-Unis sont différentes de celles appliquées dans l'UE, les États-Unis souhaitant mettre uniquement les méthodes les plus avancées à la disposition de leurs banques, dans un délai d'un an. La BCE continue de suivre ces évolutions afin d'évaluer leur incidence éventuelle pour le secteur bancaire de l'UE.

Le 18 décembre 2006, la BCE a émis un avis sur la proposition de la Commission de modifier le dispositif existant pour l'évaluation prudentielle des acquisitions et augmentations de participations qualifiées dans des entités du secteur financier⁸. Cette proposition vise à clarifier la procédure applicable et les critères d'évaluation. La BCE a accueilli favorablement cette proposition, jugeant qu'il s'agissait d'une mesure importante permettant de garantir le strict respect des critères prudentiels par ces évaluations, leur transparence vis-à-vis des intervenants de marché et leur mise en œuvre cohérente dans tous les pays. Dans le même temps, la BCE a fait part de ses préoccupations en ce qui concerne certains points de la proposition. Elle a notamment proposé un meilleur alignement des critères d'évaluation sur ceux examinés au cours de la procédure d'agrément et demandé qu'il soit précisé que l'établissement concerné respecte l'ensemble des exigences prudentielles applicables. En outre, la BCE a suggéré que la Commission réexamine, en étroite collaboration avec les autorités de surveillance, les délais

⁸ CON/2006/60

proposés pour garantir des décisions solides et réfléchies.

2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

Le nouveau cadre réglementaire pour le secteur des valeurs mobilières prévu par le Plan d'action pour les services financiers a été finalisé en 2006 avec l'adoption des mesures de mise en œuvre de niveau 2 s'agissant de la directive relative aux marchés d'instruments financiers et de la directive sur la transparence financière. En outre, début 2007, la Commission a adopté une directive de niveau 2 visant à clarifier certaines dispositions de la directive 85/611/CEE du Conseil définissant les actifs éligibles pour les investissements des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Cette directive garantira une mise en œuvre et une interprétation cohérentes de la législation relative aux OPCVM dans l'ensemble de l'UE. Compte tenu de l'importance de ces mesures pour l'intégration des marchés financiers européens et le renforcement de la stabilité financière, la BCE a suivi avec attention les travaux dans ce domaine et y a concouru par le biais de sa participation au Comité européen des valeurs mobilières.

L'Eurosystème a évalué de façon régulière si les mesures de mise en œuvre de niveau 2 devant être adoptées par la Commission entraient dans le champ des compétences consultatives de la BCE, donnant ainsi lieu, éventuellement, à un avis formel de sa part. Un avis de la BCE a été adopté concernant la directive précitée relative aux actifs éligibles pour les OPCVM, le projet de texte comportant des dispositions susceptibles d'affecter le fonctionnement des marchés monétaires européens, ce qui est important pour la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro.

Enfin, à la suite de la consultation publique organisée en 2005 sur un Livre vert (à laquelle l'Eurosystème a apporté sa contribution) et des travaux des groupes d'experts de marché

auxquels la BCE a également participé, la Commission a publié, en novembre 2006, un Livre blanc sur l'amélioration du cadre de l'UE régissant les fonds d'investissement. Ce rapport a identifié un ensemble de mesures destinées à simplifier l'environnement opérationnel pour les fonds d'investissement. Ces mesures comprendront des modifications ciblées de la directive relative aux OPCVM pour simplifier les règles existantes permettant la commercialisation transfrontière des fonds d'investissement dans l'UE, accroître les libertés dont disposent les OPCVM et leurs gestionnaires et améliorer la coopération en matière de surveillance. Les objectifs et les actions envisagées par le Livre blanc de la Commission reçoivent dans l'ensemble le soutien de la BCE.

2.4 LA COMPTABILITÉ

Au cours de l'année, la BCE a continué de contribuer aux travaux menés dans le domaine de la comptabilité par le biais de sa participation aux sous-groupes comptables du CBCB et au CECB, ainsi qu'au Conseil consultatif des normes (*Standards Advisory Council*) du Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board*).

Conformément à sa mission d'évaluation des évolutions de la réglementation et de la surveillance du point de vue de la stabilité financière, le Comité de la surveillance bancaire (BSC) a rédigé un rapport relatif à l'évaluation des normes comptables⁹. Celui-ci traite plus particulièrement de l'introduction récente en Europe du nouveau cadre comptable fondé sur les normes internationales d'information financière (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) et analyse ses conséquences possibles pour le secteur bancaire et d'autres sociétés financières, ainsi que son bien-fondé sous l'angle de la stabilité financière systémique. Il repose sur l'idée que la comptabilité joue un rôle important en termes

⁹ Le rapport peut être consulté sur le site internet de la BCE.

de stabilité financière et devrait, lorsque cela est possible, contribuer à la renforcer. Le rapport présente dix critères de référence généraux pour évaluer les normes comptables. En analysant dans quelle mesure les normes IFRS respectent ces critères, le rapport met en évidence les aspects positifs de certaines caractéristiques de ces normes ainsi que les sujets de préoccupation et les domaines dans lesquels des améliorations sont possibles du point de vue de la stabilité financière. Ces propositions portent essentiellement sur trois domaines principaux, à savoir la fiabilité des « justes » valeurs (*“fair” values*), le fondement économique de la comptabilité de couverture et le régime de provisionnement du risque de crédit.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème est très attentif à l'intégration financière en Europe, dans la mesure où l'existence d'un système financier bien intégré favorise la transmission rapide et efficace des impulsions de politique monétaire dans la zone euro et a des implications pour la mission de l'Eurosystème consistant à préserver la stabilité financière. L'intégration financière favorise également l'efficacité et le bon fonctionnement des systèmes de compensation et de paiement. En outre, en tant qu'objectif prioritaire de la Communauté, elle peut contribuer à promouvoir le développement du système financier, et permettre ainsi d'élever le niveau de la croissance potentielle.

L'Eurosystème identifie quatre grands axes par le biais desquels il contribue au renforcement de l'intégration financière européenne : (a) la sensibilisation aux progrès en matière d'intégration financière européenne et le suivi de ces avancées, (b) le rôle de catalyseur pour les activités du secteur privé en favorisant l'action collective, (c) la contribution au cadre législatif et réglementaire pour le système financier et l'action de réglementation directe, et (d) la fourniture de services de banque centrale qui favorisent également l'intégration financière européenne. La BCE a poursuivi ses activités dans ces quatre domaines au cours de l'année 2006.

LA SENSIBILISATION AUX PROGRÈS EN MATIÈRE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE ET LE SUIVI DE CES AVANCÉES

En septembre 2006, la BCE a publié un rapport sur les indicateurs de l'intégration financière relatifs aux principaux compartiments de marché de la zone euro¹⁰. Ce rapport élargit le champ de l'analyse menée en 2005, notamment en incluant des indicateurs supplémentaires relatifs aux marchés bancaires et aux infrastructures de marché. L'analyse des marchés bancaires a été renforcée par des indicateurs concernant la présence à l'étranger des banques de la zone euro et les activités de banque d'entreprise. Les indicateurs relatifs aux infrastructures de marché sont reliés au principal marché financier que ces

infrastructures desservent, afin de prendre en compte le rôle important qu'elles jouent dans l'intégration des marchés financiers. En outre, des indicateurs quantitatifs de l'intégration financière ont été systématiquement calculés pour les principaux compartiments de marché. À mesure que de nouveaux progrès sont accomplis en matière de recherche et d'analyse économique et que davantage de statistiques deviennent disponibles, la gamme des indicateurs devrait encore s'élargir à l'avenir, par exemple avec des indicateurs relatifs à l'intégration des marchés de l'assurance. Dans une perspective plus large, la BCE utilisera les indicateurs quantitatifs afin de suivre les progrès accomplis en matière d'intégration financière, d'identifier les domaines dans lesquels celle-ci est insuffisante, et d'étayer son analyse des problèmes d'actualité, pertinents pour la politique monétaire, dans le domaine de l'intégration financière.

En 2006, la BCE a continué de participer au réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe, qu'elle gère aux côtés du *Center for Financial Studies* (CFS). Le réseau a poursuivi sa série de conférences avec des universitaires, des opérateurs de marché et des responsables de la politique économique, avec la participation active des BCN. La septième conférence, qui a eu lieu les 28 et 29 septembre 2006 sous les auspices de la Deutsche Bundesbank, s'intitulait *Financial system modernisation and economic growth* (Modernisation du système financier et croissance économique). La huitième conférence, intitulée *Financial integration and stability in Europe* (Intégration et stabilité financières en Europe), s'est tenue les 30 novembre et 1^{er} décembre 2006 sous les auspices du Banco de España.

Dans le cadre de ce réseau, la BCE fait bénéficier, chaque année, cinq jeunes chercheurs du programme de parrainage

10 *Indicators of financial integration in the euro area* (Indicateurs de l'intégration financière dans la zone euro), septembre 2006. Pour la mise à jour semestrielle des indicateurs, consulter le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>

Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowships*). L'une des raisons expliquant l'intérêt de la BCE à promouvoir les recherches dans ce domaine a trait au fait que l'intégration financière devrait avoir des conséquences sur l'évolution du système financier et sur la croissance économique. Les travaux de la BCE sur l'intégration financière sont donc étroitement liés à son analyse plus large des facteurs propices au bon fonctionnement des systèmes financiers. Les travaux se sont poursuivis dans ce domaine en 2006, avec comme objectif la définition d'un cadre conceptuel destiné à mesurer les performances du système financier.

Le 20 septembre 2006, la BCE a publié un rapport, préparé par le Comité de la politique monétaire et le Comité des statistiques, sur les différences de taux d'intérêt des IFM entre pays de la zone euro. Dans le cadre du suivi de ce rapport, l'Eurosystème publie désormais des tableaux présentant une vue d'ensemble de quinze types de taux moyens créditeurs et débiteurs, pour chaque pays de la zone euro. En diffusant des informations détaillées et très complètes sur les taux d'intérêt moyens des IFM, l'Eurosystème vise à garantir que les comparaisons entre pays soient opérées en toute connaissance de cause. Le 25 octobre 2006, la BCE a publié son rapport annuel sur les structures bancaires de l'UE (cf. également la section 1.1 de ce chapitre).

Enfin, outre les statistiques relatives aux IFM, le SEBC développe également des informations statistiques concernant les non-IFM en tant qu'investisseurs institutionnels (les OPCVM, par exemple). Ces statistiques sont pertinentes du point de vue de la politique monétaire et facilitent également le suivi du processus d'intégration financière. Un règlement de la BCE concernant les exigences statistiques relatives aux OPCVM est en cours de préparation. Des travaux sont également en cours afin d'évaluer la nécessité et la faisabilité d'un projet d'amélioration des informations statistiques disponibles sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension, et plus spécifiquement de la disponibilité des données

financières infra-annuelles (essentiellement trimestrielles).

LE RÔLE DE CATALYSEUR POUR LES ACTIVITÉS DU SECTEUR PRIVÉ

Les progrès réalisés en matière d'intégration financière européenne dépendent dans une large mesure des initiatives prises par le secteur privé pour exploiter les débouchés existants en termes d'activité transfrontière. Les autorités publiques soutiennent ces efforts de coordination privés. En 2006, l'Eurosystème a joué le rôle de catalyseur pour deux initiatives de ce type : l'initiative STEP (*Short-Term European Paper*) et le projet d'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*).

La BCE a soutenu l'initiative STEP depuis son lancement en 2001. L'initiative STEP vise à favoriser l'intégration des marchés européens de titres à court terme par le biais d'une convergence des normes et des pratiques de marché. Le 11 juillet 2006, la BCE a tenu une conférence de presse avec l'ACI, Association des marchés financiers, et la Fédération bancaire européenne pour officialiser le démarrage du marché STEP. La contribution de l'Eurosystème au marché STEP se concentre sur deux activités. En premier lieu, la BCE et neuf BCN de la zone euro apporteront, jusqu'en juin 2008, un soutien technique au secrétariat STEP dans le cadre du processus d'attribution du label, la responsabilité finale de l'attribution ou du retrait du label STEP appartenant à ce secrétariat. En second lieu, la BCE produira régulièrement des statistiques concernant les rendements et les volumes d'activité observés sur le marché STEP, et les publiera sur son site internet.

Les statistiques du marché STEP devraient contribuer de façon importante à l'intégration de ce marché, en favorisant une plus grande transparence. Suivant une approche progressive, la BCE a, dans un premier temps, publié les statistiques du marché STEP sur la base des encours mensuels depuis septembre 2006, avec une couverture complète, avant de préparer la publication de statistiques relatives aux volumes

et aux rendements quotidiens du marché STEP à partir d'une sélection de fournisseurs de données. Il est prévu de publier des statistiques quotidiennes pour l'ensemble des fournisseurs de données à compter de 2008. Le 14 septembre 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé que le marché STEP serait accepté en tant que marché non réglementé aux fins de gestion des garanties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème, dès la publication des statistiques de rendements du marché STEP sur le site internet de la BCE.

Le projet SEPA a été lancé en 2002 par le Conseil européen des paiements (*European Payments Council – EPC*) afin de réaliser un marché entièrement intégré des services de paiement de masse dans la zone euro, et l'Eurosystème a joué le rôle de catalyseur depuis le lancement du projet. En 2006, la BCE a fourni une vue d'ensemble actualisée des progrès accomplis dans la réalisation du SEPA, en précisant ses attentes pour l'avenir¹¹. Le 4 mai 2006, la BCE et la Commission européenne ont publié une déclaration conjointe définissant leur vision commune du SEPA et faisant part de leur intention de coopérer étroitement en vue de sa mise en place. En particulier, le secteur bancaire européen et les autres parties prenantes ont été invités à créer, dès début 2008, les conditions nécessaires à la réalisation du SEPA, et à atteindre une masse critique de transactions au sein de cet espace avant fin 2010. L'Eurosystème a organisé un certain nombre de réunions en 2006 avec les différentes parties prenantes, à savoir des réunions de haut niveau avec le secteur bancaire ainsi que des réunions avec les utilisateurs finaux et les fournisseurs d'infrastructure et de cartes. La BCE a également parrainé le congrès SEPA durant l'*Euro Finance Week* en novembre 2006. En outre, elle a participé en qualité d'observateur aux sessions plénières et aux groupes de travail du Comité européen des paiements. Tout au long de l'année, l'Eurosystème a continué d'apporter son soutien au secteur bancaire pour la conception et la préparation des nouveaux instruments et cadres du marché SEPA, notamment la définition d'une

série de règles communes relatives aux instruments de virement et de prélèvement automatique du SEPA, d'orientations détaillées pour le secteur bancaire concernant les paiements par carte¹², et de normes techniques et principes de mise en œuvre afin d'assurer le bon fonctionnement, en toute sécurité, des différents dispositifs. S'agissant des infrastructures, l'Eurosystème a encouragé le marché à procéder au développement rapide des systèmes de paiement de masse capables de traiter les instruments du SEPA et totalement interopérables. Il a également recommandé que les infrastructures de marché exploitent les économies d'échelle et recourent à la technologie moderne afin de réduire les coûts. L'Eurosystème a également contribué aux préparatifs concernant la mise en œuvre et la migration vers le SEPA, et a continué de soutenir le projet à l'aide de ses outils de communication (communiqués de presse, rapports, discours et, plus récemment, la brochure SEPA).

LA CONTRIBUTION AU DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF DU SYSTÈME FINANCIER ET L'ACTION DE RÉGLEMENTATION DIRECTE

La BCE et l'Eurosystème contribuent de façon régulière au développement du cadre législatif et réglementaire de l'UE en fournissant des conseils au sujet des principales évolutions et initiatives en cours en matière de politique monétaire.

En 2006, l'activité concernant le dispositif de l'UE pour la surveillance financière a consisté essentiellement à assurer la mise en œuvre effective du cadre institutionnel révisé (cf. également la section 2 de ce chapitre). Le *Livre blanc sur la politique des services financiers 2005-2010* de la Commission européenne, auquel l'Eurosystème a contribué, ainsi que le

¹¹ *Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (Fourth Progress Report)* (Vers un espace unique de paiement en euros – objectifs et échéances (quatrième rapport d'étape)), février 2006

¹² Pour de plus amples détails, cf. *The Eurosystem's view of a "SEPA for cards"* (Le point de vue de l'Eurosystème sur un « SEPA pour les cartes »), 20 novembre 2006



rapport intitulé *Report on financial supervision* (Rapport sur la surveillance financière) du Comité des services financiers, auquel la BCE a également contribué, recensent les mesures appropriées des autorités à cet égard. Dans le cadre de son rôle consultatif, conformément à l'article 105 (4) du Traité, la BCE donne régulièrement des avis au sujet des propositions de législation de niveau 2 émanant de la Commission (cf. section 2).

La BCE a poursuivi ses travaux concernant l'intégration des marchés européens du crédit hypothécaire, à la suite de la contribution de l'Eurosystème, fin 2005, au Livre vert de la Commission européenne consacré à ce sujet¹³. La poursuite de l'intégration et du développement des marchés du crédit hypothécaire (et d'autres activités de banque de détail) est à prendre en considération pour la transmission de la politique monétaire dans la zone euro. En outre, l'intégration financière peut avoir d'importantes implications pour la stabilité financière. À la suite de sa consultation sur le Livre vert, la Commission devrait publier un Livre blanc en mai 2007. La BCE contribue à l'intégration dans ce domaine par le biais, notamment, de sa participation au groupe d'experts de la Commission sur le financement hypothécaire et dans le cadre également du groupe des juristes des marchés financiers européens (*European Financial Markets Lawyers Group – EFMLG*), pour ce qui est des obstacles juridiques à la titrisation transfrontière dans l'Union européenne.

Enfin, s'agissant des infrastructures financières, la BCE a apporté sa contribution sur les questions liées à l'intégration des systèmes de règlement-livraison de titres et des systèmes de paiement. La fragmentation actuelle de l'infrastructure européenne de compensation et de règlement-livraison de titres constitue un obstacle majeur à la poursuite de l'intégration des marchés obligataires et boursiers européens. En juillet 2006, la Commission européenne a souligné l'importance des initiatives de marché dans ce domaine, indiquant que le secteur de la compensation et du règlement-livraison devrait s'employer à définir un code de conduite. Ce code de conduite européen pour la compensation et le règlement-livraison a été signé le 7 novembre 2006. Il a pour but de favoriser la concurrence et d'améliorer l'efficacité de ces infrastructures, par exemple en garantissant la transparence des prix et des services. Parallèlement, les efforts des autorités publiques en vue de réduire les obstacles juridiques et fiscaux se sont poursuivis. La BCE est étroitement associée à ces travaux par le biais de sa participation au groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*) ainsi qu'au groupe de sécurité juridique. Elle suit également les travaux du groupe d'experts sur les questions de conformité fiscale en matière de compensation et de règlement-livraison, qui conseille la Commission sur les manières possibles de

¹³ Livre vert de la Commission européenne sur le crédit hypothécaire dans l'Union européenne – Contribution de l'Eurosystème à la consultation publique, 1^{er} décembre 2005

surmonter les obstacles fiscaux à la compensation et au règlement-livraison transfrontières au sein de l'Union européenne. En ce qui concerne l'intégration des services de paiement, les obstacles techniques et commerciaux sont examinés dans le cadre du projet SEPA (cf. ci-dessus), tandis que la BCE a rendu un avis au sujet de la proposition de directive de la Commission concernant les services de paiement au sein du Marché intérieur, qui vise à supprimer les obstacles juridiques¹⁴. La BCE a salué cette proposition de directive dans la mesure où elle définit un cadre juridique complet pour les services de paiement dans l'Union européenne. Elle considère que l'harmonisation des exigences réglementaires en la matière constituerait une sécurité juridique pour la prestation transfrontière étendue de ce type de services, et qu'une adoption et une transposition rapides de la directive soutiendraient les efforts du secteur bancaire en vue d'établir un espace unique de paiement. La BCE a souligné que les prestataires de services de paiement autres que les banques devraient faire l'objet d'une réglementation qui soit en rapport avec le champ de leurs activités. L'adoption de la proposition de directive ne doit pas être retardée, l'introduction de régimes nationaux conformes au SEPA d'ici le 1^{er} janvier 2008 et le passage complet à ces dispositifs d'ici 2010 pouvant sinon être compromis. À cet égard, les titres III et IV de la proposition de directive sont essentiels étant donné qu'ils introduisent une série harmonisée de règles concernant les exigences en matière d'information, les autorisations, les délais d'exécution et la responsabilité au titre des opérations de paiement.

LA FOURNITURE DE SERVICES DE BANQUE CENTRALE FAVORISANT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

Le 21 octobre 2005, l'Eurosystème a confirmé que *Target 2* commencerait à fonctionner le 19 novembre 2007. L'Eurosystème a poursuivi ses travaux sur le nouveau système en 2006 (cf. la section 2.2 du chapitre 2).

Afin d'exploiter tous les avantages liés à la mise en place du système *Target 2*, l'Eurosystème a commencé à étudier la possibilité de fournir aux

dépositaires centraux de titres des services de règlement-livraison en monnaie de banque centrale pour les opérations sur titres en euros. La possibilité qu'offre *Target 2* de centraliser le règlement en espèces sur un compte unique devrait accroître la demande du marché en faveur de la centralisation également du règlement-livraison de titres sur un seul compte-titres. L'objectif de ce nouveau service, dénommé *Target 2 – Titres*, est de fournir une infrastructure technique commune pour le règlement en euros des opérations sur titres en monnaie de banque centrale des dépositaires centraux de titres, et de traiter aussi bien les règlements de titres que les règlements en espèces sur une seule et même plateforme technique (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

Le 20 octobre 2006, la BCE a annoncé que le Conseil des gouverneurs avait étudié les réactions des marchés à la consultation informelle concernant la proposition d'un service de ce type, et qu'il avait demandé au Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de préparer une étude de faisabilité sur le projet.

S'agissant de son dispositif de garanties, l'Eurosystème a précisé en 2006 les critères d'éligibilité des actifs non négociables devant être inclus dans la liste unique de garanties. Ces critères ont été définis dans le document intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, qui a été publié le 15 septembre 2006. L'intégration, depuis le 1^{er} janvier 2007, d'actifs non négociables dans la liste unique constitue l'étape finale du remplacement progressif du système de garanties à deux niveaux de l'Eurosystème.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 3 août 2006, de prolonger au-delà de 2007 le modèle de banque centrale correspondante pour le transfert transfrontière des garanties au sein de l'Eurosystème (cf. également la section 2.4 du chapitre 2).

¹⁴ COM (2005) 603 final

4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

La surveillance des systèmes de paiement est une des missions principales de l'Eurosystème. En surveillant les systèmes de paiement, en particulier ceux qui revêtent une importance systémique¹⁵, l'Eurosystème contribue à la sécurité et à l'efficacité des infrastructures financières et, par conséquent, à l'efficacité des flux de paiement des biens, des services et des actifs financiers dans l'économie. La relation étroite entre les systèmes de paiement et les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres suppose que les banques centrales en général et l'Eurosystème en particulier attachent également un grand intérêt à la compensation et au règlement-livraison de titres. L'objectif général poursuivi par l'Eurosystème est de réduire au minimum le risque systémique.

4.1 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ EN EUROS ET DE LEURS INFRASTRUCTURES

Le rôle de surveillance de l'Eurosystème s'étend à tous les systèmes de paiement et à toutes les infrastructures traitant ou réglant des transactions en euros, y compris ceux qui sont gérés par l'Eurosystème lui-même. L'Eurosystème applique les mêmes normes de surveillance, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ces normes sont les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, définis par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) du G10 et adoptés par le Conseil des gouverneurs en 2001. En 2006, le Conseil des gouverneurs a adopté des préconisations en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique. Elles font désormais partie intégrante du cadre de surveillance de l'Eurosystème et contribuent à garantir un niveau suffisant et cohérent de résistance pour tous les systèmes de paiement d'importance systémique établis dans la zone euro et effectuant des opérations en euros.

LE SYSTÈME TARGET

Conformément au cadre et aux objectifs communs de surveillance de *Target*, la BCE et les BCN assurent des activités de surveillance, sur une base régulière ou en réponse à des changements, relatives aux systèmes RTGS nationaux qui participent ou sont connectés à *Target*, ainsi qu'au mécanisme de paiement de la BCE (*ECB Payment Mechanism – EPM*). Lorsque des changements significatifs sont apportés au système *Target*, les aspects importants font l'objet d'un examen sous l'angle de la surveillance avant de devenir opérationnels. Conformément à sa politique commune de surveillance, l'Eurosystème a procédé en 2006 à une évaluation approfondie des conséquences de la connexion du système de règlement brut en temps réel (RTGS) en euros de l'Eesti Pank à *Target* via le système RTGS de la Banca d'Italia. L'évaluation a conclu que la connexion n'aurait pas de conséquence défavorable sur le bon fonctionnement de *Target*. S'agissant de l'entrée de la Slovénie dans la zone euro, la Banka Slovenije a décidé de ne pas développer de système RTGS propre, mais d'utiliser celui de la Deutsche Bundesbank. Par conséquent, un examen sous l'angle de la surveillance n'a pas été jugé nécessaire en l'absence d'introduction d'une nouvelle infrastructure dans *Target*.

Le futur système *Target 2* devra respecter les normes de surveillance de l'Eurosystème au même titre que tout autre système de paiement d'importance systémique de la zone euro et fera donc l'objet d'une évaluation. Suite à la mise en place du cadre organisationnel général de surveillance de *Target 2*, la BCE a dirigé et coordonné les activités de surveillance de ce système. Les BCN sont principalement responsables de la réalisation des activités de surveillance relatives aux fonctions locales du système, lorsque ces fonctions relèvent uniquement de l'environnement national. Elles contribuent également aux activités de

¹⁵ On considère qu'un système de paiement revêt une importance systémique si une perturbation de son fonctionnement peut déclencher ou transmettre des dysfonctionnements affectant les participants et, finalement, le système financier au sens large.

surveillance liées aux fonctions centrales de *Target 2*. *Target 2* étant toujours en phase de conception, les autorités de surveillance de *Target* ont réalisé en 2006 une évaluation préliminaire du système projeté. Les autorités de surveillance continuent de suivre le développement du système *Target 2* et réaliseront une évaluation complète avant qu'il n'entre en production.

EURO 1

EURO 1 est le plus important des systèmes de paiement opérant dans la zone euro pour les virements en euros et géré par le secteur privé. Sa gestion est assurée par la société de compensation de l'Association bancaire pour l'euro, ABE Clearing. EURO 1 fonctionne sur une base nette multilatérale. Les positions de fin de journée des participants à EURO 1 sont réglées, en définitive, *via* le système *Target*. En 2006, les activités de surveillance de la BCE se sont concentrées sur l'évaluation d'un nouveau mode de gestion de la liquidité, la « liquidité relais » (*liquidity bridge*), préalablement à sa mise en place. La liquidité relais a pour but d'autoriser les banques participantes à apporter leur capacité de paiement à EURO 1, ou à la retirer, sur une base intrajournalière, ce qui leur permet d'adapter leur capacité de traitement dans EURO 1 à leurs besoins propres de paiement. L'évaluation de la liquidité relais n'a pas révélé de conséquence défavorable pour le respect des Principes fondamentaux par EURO 1. La BCE continuera de suivre cette fonctionnalité et toute nouvelle évolution d'EURO 1.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS fournit des services de règlement pour des opérations de change effectuées dans quinze des principales devises. Géré par CLS Bank, il élimine en grande partie le risque de règlement dans les opérations de change en effectuant simultanément le règlement des deux volets en devises de ces opérations, c'est-à-dire sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement, et uniquement lorsque des fonds suffisants sont

disponibles. La permanence de la sécurité et de l'efficacité du système CLS est d'une importance primordiale pour l'Eurosystème, CLS étant, en valeur, le plus important système de paiement pour le règlement des transactions en euros hors de la zone euro. Dans le cadre du dispositif de surveillance de CLS, dont le Système fédéral de réserve, en tant que *lead overseer*, assure la coordination, la BCE est chargée, au premier chef, de la surveillance du règlement des opérations en euros.

En décembre 2006, le système CLS a traité, en moyenne, 290 000 opérations de change par jour pour un montant moyen de 2 600 milliards d'euros¹⁶. Avec une part de 19 % de toutes les opérations réglées par le système CLS, l'euro a continué de représenter la plus importante devise de règlement après le dollar (46 %). Le montant quotidien moyen des opérations CLS réglées en euros était de 489 milliards d'euros.

En 2006, l'Eurosystème a participé à une étude menée par la BRI auprès des principaux opérateurs des marchés de change en vue de recenser les méthodes utilisées pour réduire le risque de règlement dans les opérations de change. Les résultats de cette étude seront disponibles en 2007 et serviront de fondement à une évaluation par les banques centrales de la stratégie appliquée par le G10 pour réduire ce risque, comme prévu dans le rapport intitulé *Settlement risk in foreign exchange transactions* (Risque de règlement dans les opérations de change) publié en 1996 par la BRI.

LA CONTINUITÉ OPÉRATIONNELLE

En mai 2006, le Conseil des gouverneurs a approuvé le rapport sur les préconisations en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique. Ce rapport vise à établir un cadre harmonisé pour la surveillance de la continuité opérationnelle dans la zone euro, favorisant ainsi l'égalité de traitement. Il donne des

¹⁶ Chaque opération de change comporte deux transactions, une dans chaque monnaie concernée. Par conséquent, en décembre 2006, le système CLS a réglé un montant quotidien moyen équivalent à 1 300 milliards d'euros environ.

orientations, du point de vue de la surveillance, aux opérateurs des systèmes d'importance systémique permettant d'atteindre des niveaux de résilience suffisants et homogènes en soutenant les efforts du marché pour améliorer les facultés de rétablissement et de redémarrage. Il présente des exigences spécifiques quant à la mise en place d'un site secondaire totalement opérationnel et souligne la nécessité de tester régulièrement et de former le personnel en charge des fonctions essentielles. Les tests doivent s'appuyer sur un jeu de scénarios vraisemblables et leurs résultats doivent être partagés avec les autres parties prenantes. Enfin, le rapport souligne la nécessité pour les systèmes de paiement d'importance systémique (a) d'établir des procédures claires de gestion de crise et de communication pour répondre aux situations de crise, (b) de disposer de moyens de communication alternatifs pour partager l'information après une crise et (c) de veiller à l'existence de vecteurs de communication appropriés avec les autorités concernées. Certaines de ces préconisations ont une incidence sur les participants majeurs des systèmes de paiement d'importance systémique ainsi que sur les fournisseurs de services critiques externalisés de ces systèmes. Les préconisations en matière de surveillance doivent être mises en place et testées par les systèmes de paiement d'importance systémique en juin 2009 au plus tard et par les participants majeurs et les fournisseurs de services critiques en juin 2010. L'Eurosystème conduira des examens réguliers jusqu'en juin 2009 afin de mesurer les progrès réalisés par les systèmes de paiement d'importance systémique s'agissant du respect de ces préconisations et d'évaluer le risque d'éventuels retards.

En septembre 2006, la BCE a organisé une conférence pour partager les informations et l'expérience en ce domaine et discuter de questions relatives à la continuité de fonctionnement dans une zone euro intégrée. Plusieurs représentants de banques centrales de l'UE et hors UE, d'établissements financiers et d'intervenants sur les infrastructures de marché

de paiement et de titres ont assisté à cette conférence.

SWIFT

SWIFT n'est pas un système de paiement ou de règlement et, à ce titre, n'est pas une entité réglementée. Toutefois, en raison de son importance systémique pour les marchés financiers mondiaux, les banques centrales du G10 ont considéré que SWIFT devait faire l'objet d'un processus de surveillance concertée, la Banque nationale de Belgique assurant la responsabilité première de la surveillance (*lead overseer*). La surveillance de SWIFT est axée sur les objectifs de sécurité, de fiabilité opérationnelle, de continuité de fonctionnement et de résistance de l'infrastructure de SWIFT. Pour vérifier le respect de ces objectifs par SWIFT, les autorités de surveillance évaluent régulièrement si SWIFT a mis en place les dispositifs de gouvernance appropriés, les structures, les processus, les procédures de gestion du risque et les contrôles lui permettant de gérer efficacement les risques potentiels qu'il pourrait faire peser sur la stabilité financière et la solidité des infrastructures financières. La surveillance de SWIFT repose actuellement sur des principes largement acceptés et des pratiques de marché communes. Ces principes et ces pratiques sont à l'origine d'une méthodologie de surveillance fondée sur les risques qui est appliquée aux activités commerciales de SWIFT présentant une importance pour la stabilité financière. Dans le contexte de sa participation à la surveillance concertée de SWIFT, la BCE a œuvré de concert avec les banques centrales du G10 en 2006 pour instaurer un niveau élevé de préconisations en matière de surveillance convenant à l'évaluation de SWIFT, prenant en compte la structure, les processus, les contrôles et les procédures existants de ce système. Les préconisations en matière de surveillance devraient être finalisées et intégrées courant 2007 à la méthodologie fondée sur les risques, utilisée par le groupe de surveillance (cf. également la section 2 du chapitre 6).

4.2 LES SERVICES DE PAIEMENT DE DÉTAIL

La surveillance exercée par l'Eurosystème couvre également les systèmes de paiement de détail. En 2006, la BCE a continué de suivre le bon fonctionnement de la première chambre de compensation automatisée paneuropéenne pour les paiements de masse en euros, STEP 2, qui est dirigée et gérée par ABE Clearing. L'évaluation des systèmes de paiement de détail, qui est du ressort de la mission de surveillance de l'Eurosystème, ayant été menée à bien en 2005, il n'a pas été jugé nécessaire de réaliser une nouvelle campagne d'évaluation concertée en 2006.

4.3 LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

L'Eurosystème porte un grand intérêt au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, des défaillances survenant lors de la compensation, du règlement et de la conservation des garanties pouvant compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire, le bon fonctionnement des systèmes de paiement et le maintien de la stabilité financière.

L'Eurosystème évalue la conformité des systèmes de règlement-livraison de titres de la zone euro ainsi que des liens entre ces systèmes aux « Normes pour l'utilisation des systèmes de règlement-livraison de titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC », connues sous l'appellation de « normes d'utilisation de l'Eurosystème ».

La BCE a participé en 2006 aux travaux entrepris par la Commission européenne et le Conseil de l'UE sur l'examen de la directive sur le caractère définitif du règlement, et au débat sur la signature par la Communauté de la Convention de La Haye sur les titres. La BCE a également contribué à un rapport en cours d'élaboration par le CSPR sur les accords de compensation et de règlement-livraison pour les opérations de gré à gré sur produits dérivés¹⁷. En

avril 2006, la BCE et la Banque fédérale de réserve de Chicago ont organisé conjointement à Francfort une conférence sur les questions de compensation par contrepartie centrale.

L'ÉVALUATION DE SYSTÈMES DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES AU REGARD DES NORMES D'UTILISATION

En 2006, un nouveau dispositif d'émission, de conservation et de règlement des titres de créance internationaux a été mis en place. Ces titres, émis conjointement par les deux dépositaires centraux internationaux de titres, Euroclear Bank (Belgique) et Clearstream Banking Luxembourg, représentent une proportion significative des titres éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. Dans cette nouvelle structure, qui a fait l'objet d'une évaluation par l'Eurosystème, une nouvelle forme de certificat d'émission global (*New Global Note* – NGN) sera représentative de l'émission de titres de créance internationaux au porteur. Les titres de créance internationaux au porteur émis par l'intermédiaire des dépositaires après le 31 décembre 2006 ne seront éligibles en garantie des opérations de l'Eurosystème que si la forme de certificat d'émission global est utilisée. Les titres émis avant cette date et jusqu'à celle-ci continueront d'être éligibles en garantie tout au long de leur durée de vie.

L'évaluation annuelle des systèmes de règlement-livraison de titres de la zone euro, ainsi que des liens entre ces systèmes, a confirmé que le niveau global de conformité avec les normes est élevé, et que les efforts visant à améliorer encore cette conformité des systèmes ont été poursuivis.

En prévision de l'entrée de la Slovénie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2007, le Conseil des gouverneurs a évalué le système de règlement-livraison de titres slovène (KDD). L'analyse détaillée a montré que le système slovène était éligible pour la participation aux opérations de politique monétaire et aux opérations de crédit intrajournalier de l'Eurosystème.

¹⁷ <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>

L'ÉLABORATION DES NORMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES DANS L'UNION EUROPÉENNE

Le Conseil des gouverneurs a approuvé un cadre de coopération relatif aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres entre le SEBC et le CERVM en 2001. Un groupe de travail SEBC-CERVM a établi un projet de rapport sur les « Normes pour les systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'Union européenne » en 2004 en vue d'adapter les recommandations CSPR-OICV en matière de systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres à l'environnement de l'UE. Durant les deux années suivantes, le groupe de travail SEBC-CERVM a poursuivi ses travaux en ce domaine afin d'élaborer une « méthodologie d'évaluation » qui donnerait des orientations pour la mise en œuvre effective de ces normes. Un certain nombre de questions non résolues ont été étudiées en étroite collaboration avec les intervenants de marché et les autorités de surveillance, comme celles des exigences spécifiques appliquées aux dépositaires centraux de titres disposant d'un agrément bancaire et de la coopération entre les autorités concernées. Toutefois, peu de progrès ont été réalisés dans ce domaine en 2006.

Le 11 juillet 2006, la Commission européenne a invité les professionnels à réduire les coûts de compensation et de règlement-livraison dans l'UE. À cet effet, un code de conduite a été signé le 7 novembre 2006 par des représentants de la Fédération européenne des bourses de valeurs, de l'Association européenne des chambres de compensation à contrepartie centrale et de l'Association européenne des dépositaires centraux de valeurs mobilières, ainsi que des institutions membres de ces groupes. L'objectif de ce code est de favoriser la concurrence et d'améliorer l'efficacité de la compensation et du règlement-livraison dans l'UE en garantissant la transparence des prix, les droits d'accès, l'interopérabilité entre les infrastructures, la dissociation des services et la séparation comptable. Toutefois, il ne porte ni sur la stabilité financière ni sur l'harmonisation

de la réglementation, d'où la nécessité toujours présente des normes SEBC-CERVM.



CHAPITRE 5

LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2006, la BCE a continué à entretenir des contacts réguliers avec les institutions et instances européennes, en particulier le Parlement européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe et la Commission européenne (cf. chapitre 6). Le président de la BCE a participé aux réunions de l'Eurogroupe, mais aussi à celles du Conseil Ecofin lorsque des questions relatives aux objectifs et aux tâches du SEBC y étaient examinées. De leur côté, le président de l'Eurogroupe et le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires ont assisté à des réunions du Conseil des gouverneurs lorsqu'ils le jugeaient opportun.

I.1 LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En 2006, cinq États membres de la zone euro (l'Allemagne, la Grèce, la France, l'Italie et le Portugal) et sept États membres ne faisant pas partie de la zone euro (la République tchèque, Chypre, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovaquie et le Royaume-Uni) étaient soumis à des procédures en cours de déficit excessif. L'existence d'un déficit excessif au Royaume-Uni a été confirmée par le Conseil Ecofin en janvier 2006. En revanche, les procédures à l'encontre de Chypre et de la France ont été abrogées respectivement en juin 2006 et janvier 2007, à la suite de la confirmation que ces pays avaient réduit de manière crédible et soutenable leur déficit au-dessous de la valeur de référence de 3 % du PIB.

En mars 2006, en application de l'article 104 (9) du Traité, le Conseil Ecofin a mis l'Allemagne en demeure de prendre des mesures afin de réduire son déficit. Ce n'était que la deuxième fois que le Conseil Ecofin prenait de telles dispositions et la première fois depuis la révision en mars 2005 du Pacte de stabilité et de croissance. Dans ce contexte, le Conseil a décidé de prolonger jusqu'en 2007 le délai dont dispose l'Allemagne pour corriger son déficit excessif. En octobre 2006, le Conseil Ecofin a formulé une recommandation révisée à

l'encontre de la Hongrie aux termes de laquelle le délai qui lui est imparti pour corriger son déficit excessif est reporté de 2008 à 2009, et ce en raison d'une détérioration de la situation budgétaire du pays. En novembre 2006, le Conseil a adopté une décision, en application de l'article 104 (8) du Traité, constatant que les actions entreprises par la Pologne s'avéraient inadéquates pour corriger son déficit excessif d'ici 2007.

Dans tous les autres cas, l'évaluation des actions entreprises par les États membres en réponse aux recommandations et aux mises en demeure qu'ils avaient reçues n'a pas donné lieu à de nouvelles procédures. Néanmoins, dans certains pays (notamment l'Italie et le Portugal), des insuffisances en termes de respect des objectifs intermédiaires de consolidation et/ou des risques pesant sur les trajectoires prévues de consolidation ont été identifiées, plaidant pour le maintien d'un suivi étroit. En février 2007, l'institut allemand de statistiques a confirmé que le déficit budgétaire de l'Allemagne était bien inférieur à 3 % du PIB en 2006, la Grèce, Malte et le Royaume-Uni devant également faire état de déficits inférieurs à 3 % du PIB pour 2006, d'après les dernières indications. Ces résultats doivent toutefois encore être confirmés et leur caractère soutenable évalué avant que les procédures de déficit excessif puissent être abrogées pour ces pays.

De nouveaux progrès ont été réalisés en 2006 dans l'évaluation de la soutenabilité à long terme des finances publiques dans les États membres de l'UE. En février, le Comité de politique économique (CPE) de l'UE et la Commission européenne ont publié un rapport analysant l'incidence budgétaire du vieillissement de la population¹. Ce rapport, qui actualise les rapports du CPE/de la Commission sur le vieillissement de 2001 et de 2003,

¹ « *L'impact du vieillissement sur les dépenses publiques : projections pour les États membres de l'UE25 sur le plan des retraites, des soins de santé, de la prise en charge de la dépendance, de l'éducation et du chômage (2004-2050)* », European Economy, Special Report n° 1/2006, Comité de politique économique et Commission européenne.

présente pour les États membres de l'UE des estimations de la charge budgétaire liée au vieillissement, sur la base d'hypothèses communément admises quant au comportement de variables démographiques et macroéconomiques clés. Pour la zone euro, et pour l'ensemble de l'UE, l'étude indique qu'une amélioration de la situation budgétaire structurelle d'environ 3½ % du PIB par rapport au niveau de 2005 serait nécessaire pour arriver à une situation soutenable. Les calculs réactualisés sont largement tributaires des hypothèses retenues, soulignant dès lors l'importance de continuer à affiner les méthodologies existantes. Les estimations reprises dans le rapport ont été utilisées pour les analyses ultérieures de la soutenabilité budgétaire à long terme dans les États membres de l'UE, à la fois dans le cadre de l'examen des programmes de stabilité et de convergence et dans le premier « rapport de soutenabilité » de la Commission, publié en novembre 2006². Dans ce contexte, les travaux se poursuivent également pour développer une méthodologie adéquate en vue de prendre en considération les engagements implicites lors du calcul des objectifs budgétaires à moyen terme des États membres.

LA STRATÉGIE DE LISBONNE

En automne 2006, les États membres ont présenté des rapports d'avancement sur leurs programmes nationaux de réformes 2005-2008, conformément aux conclusions 2005 du Conseil européen sur la révision de la stratégie de Lisbonne, vaste programme de réformes économiques, sociales et environnementales de l'UE et sur son nouveau cadre de gouvernance³. Ces programmes exposent les stratégies de réforme structurelle des États membres et passent en revue les progrès qu'ils ont réalisés dans le respect de leurs engagements. Ceux-ci comprennent les aspects suivants : assurer la soutenabilité des finances publiques (en particulier par la réforme des systèmes de retraite et de santé), réformer les marchés du travail et des produits, ainsi que les régimes de sécurité sociale, investir dans la recherche et le développement, ainsi que dans l'innovation et

améliorer l'environnement réglementaire des entreprises (cf. également le chapitre 1).

Les rapports d'avancement sur les programmes nationaux de réforme ont été évalués par le Conseil Ecofin, avec l'aide du CPE, ainsi que par la Commission européenne, qui a publié, en décembre 2006, son deuxième « rapport d'avancement annuel sur la croissance et l'emploi ». La BCE attache une grande importance à la mise en œuvre des réformes structurelles et se félicite de la détermination de la Commission et des États membres à mettre en œuvre la stratégie de Lisbonne aux niveaux tant communautaire que national. Il est particulièrement important que les pays de la zone euro adoptent des réformes de grande ampleur, puisqu'ils partagent la responsabilité d'assurer le fonctionnement harmonieux de l'UEM.

LA DIRECTIVE SUR LES SERVICES DANS LE MARCHÉ INTÉRIEUR

Dans le cadre de l'objectif de l'achèvement du marché intérieur, la Commission européenne a proposé, en janvier 2004, une directive visant à supprimer les obstacles juridiques et administratifs à la fourniture transfrontière de services. Après d'importantes révisions au cours du processus législatif, le Parlement européen et le Conseil de l'UE sont arrivés, le 15 novembre 2006, à un accord sur la directive. Celle-ci a été adoptée le 12 décembre 2006.

Si elle est dûment mise en œuvre, la directive bénéficiera clairement tant aux utilisateurs qu'aux fournisseurs de services. La directive interdira certaines restrictions à la fourniture transfrontière de services et établira des critères clairs quant aux exigences que les États membres peuvent imposer aux fournisseurs de services d'autres pays de l'UE. La directive facilitera également la « liberté d'établissement » en permettant aux

2 « La viabilité à long terme des finances publiques dans l'Union européenne », *European Economy* n° 4/2006, Commission européenne

3 Cf. Rapport annuel 2005 de la BCE, pp. 152-153

fournisseurs de services d'exercer plus aisément une activité dans d'autres États membres.

La directive devrait permettre à l'UE de tirer parti d'un potentiel inexploité pour la croissance économique et la relance de l'emploi dans le secteur des services, particulièrement en intensifiant la concurrence transfrontière et en diminuant les coûts liés à l'exercice d'une activité. En conséquence, la directive devrait favoriser la productivité du travail, la croissance de la production et de l'emploi à moyen et à long terme, ainsi que contribuer à réduire les prix dans le secteur des services, le tout au bénéfice des consommateurs. D'autres secteurs de l'économie, qui utilisent les services comme input dans leur processus de production, devraient également pouvoir en retirer des bénéfices⁴.

1.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

LES RAPPORTS DE CONVERGENCE

À la suite des demandes de la Lituanie et de la Slovénie, la BCE et la Commission européenne, en application de l'article 122 du Traité, ont préparé chacune un rapport de convergence sur les progrès réalisés par ces deux pays en termes de respect des critères permettant d'intégrer la zone euro. Sur la base de ces rapports de convergence, qui ont été publiés le 16 mai 2006, et d'une proposition de la Commission, le Conseil Ecofin a adopté, le 11 juillet 2006, une décision autorisant la Slovénie à faire de l'euro sa monnaie à partir du 1^{er} janvier 2007 (cf. chapitre 3). Le 5 décembre 2006, la BCE et la Commission européenne ont publié leurs rapports de convergence réguliers, qui sont préparés tous les deux ans, et y ont procédé à l'examen de la République tchèque, de l'Estonie, de Chypre, de la Lettonie, de la Hongrie, de Malte, de la Pologne, de la Slovaquie et de la Suède. Aucun de ces États membres ne remplissait les conditions pour pouvoir adopter l'euro.

À la suite d'une discussion au Conseil Ecofin, la Commission européenne et la BCE ont clarifié l'interprétation et l'application du critère de stabilité des prix par rapport à l'élargissement de la zone euro. Le 10 octobre 2006, le Conseil Ecofin a réaffirmé que la valeur de référence pour la stabilité des prix devait se calculer comme le taux d'inflation moyen des trois États membres de l'UE ayant enregistré les meilleurs résultats, augmenté de 1,5 point de pourcentage.

LE TRAITÉ CONSTITUTIONNEL

En 2006, la BCE a continué à suivre le processus de ratification du Traité établissant une Constitution pour l'Europe (Traité constitutionnel), dans la mesure où un certain nombre de ses dispositions présentent de l'intérêt pour le SEBC. La BCE a pris note de la poursuite du processus de ratification malgré le rejet du Traité constitutionnel en France et aux Pays-Bas en 2005. Les États membres ayant ratifié le Traité constitutionnel ou ayant presque achevé la procédure formelle du processus de ratification sont actuellement au nombre de dix-huit : la Belgique, la Bulgarie, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, la Hongrie, Malte, l'Autriche, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

La BCE soutient les objectifs du Traité constitutionnel, qui vise à clarifier le cadre légal et institutionnel de l'UE et à accroître sa capacité d'action aux niveaux tant européen qu'international, tout en confirmant le cadre de politique monétaire existant. La discussion sur les nouveaux progrès accomplis dans la réforme institutionnelle de l'UE se poursuivra en 2007 sous les présidences allemande et portugaise de l'UE.

⁴ Pour plus d'informations, cf. le document intitulé *Compétitivité, productivité et prix dans le secteur des services de la zone euro*, Étude concernant des sujets spécifiques de la BCE, n° 44, avril 2006



LA REPRÉSENTATION EXTERNE

Depuis le lancement de l'Union monétaire, la BCE s'est imposée comme un partenaire clé au niveau international et est représentée dans des organismes internationaux de référence.

En ce qui concerne les affaires économiques, les dispositions relatives à la représentation de l'UEM à l'étranger reflètent le fait que les politiques économiques sont largement restées de la compétence des États membres. Des avancées vers une représentation plus unifiée ont néanmoins été réalisées ces dernières années.

L'Eurogroupe et le Conseil Ecofin ont récemment examiné des propositions visant à renforcer la représentation au niveau international sur les questions concernant l'UEM et à améliorer la coordination interne à cet égard. Ils se sont en particulier prononcés pour une implication plus grande du président de l'Eurogroupe dans les réunions du G7 et pour la participation de la Commission européenne dans des enceintes internationales telles que le G20.

LA RÉFORME DES PROCÉDURES DE COMITOLOGIE DE L'UE

En juillet 2006, le Conseil de l'UE, le Parlement européen et la Commission européenne ont donné leur accord sur une réforme du système des comités, par le biais desquels la législation communautaire est adoptée, désigné sous le vocable de « procédures de comitologie ». Le principal élément de la réforme est l'introduction d'une « procédure de réglementation avec contrôle », qui renforce considérablement les pouvoirs de mise en œuvre du Parlement européen.

La réforme revêt une importance particulière pour le cadre Lamfalussy concernant le secteur financier, dont une caractéristique essentielle est la délégation des pouvoirs de mise en œuvre à la Commission. Ceci permettra au processus Lamfalussy de continuer à jouer un rôle important en vue de faciliter et d'accélérer

l'intégration financière au sein de l'UE (cf. aussi le chapitre 4).

1.3 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS ADHÉRENTS ET LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI

La BCE a renforcé sa coopération avec les banques centrales des pays adhérents et des pays candidats à l'adhésion, en vue d'assurer une intégration monétaire harmonieuse dans l'UE. Cette coopération s'est développée en parallèle avec le dialogue institutionnel global entre l'UE et ces pays.

À la suite de la signature, le 25 avril 2005, du Traité d'adhésion par la Bulgarie et la Roumanie, les gouverneurs de la Banca Banca Națională a României et de la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) ont assisté, en qualité d'observateurs, aux réunions du Conseil général de la BCE à partir du 16 juin 2005, tandis que des experts de ces deux banques centrales ont participé, en cette même qualité, aux réunions des Comités du SEBC. De plus, des réunions de haut niveau avec la Banca Banca Națională a României et avec la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) ont eu lieu à Francfort respectivement les 15 novembre et 6 décembre 2006. En octobre 2006, trois BCN de la zone euro (la Banque de France, la Banca d'Italia et la Nederlandsche Bank) ont achevé leur coopération technique avec la Banca Banca Națională a României, sous la forme d'un programme de jumelage financé par l'UE, qui avait démarré au début de 2005. Un dispositif similaire a été mis en place avec la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) en octobre 2006.

Le 26 septembre 2006, la Commission européenne a conclu que la Bulgarie et la Roumanie avaient accompli de nets progrès dans leurs préparatifs en vue d'adhérer à l'UE. La Commission a proposé quelques mesures supplémentaires afin de poursuivre le suivi de la mise en œuvre des critères de l'UE dans un nombre limité de domaines, dont aucun toutefois ne concernait la sphère monétaire. La Bulgarie et la Roumanie sont entrées dans l'UE le 1er janvier 2007 et leurs banques centrales sont devenues des membres à part entière du SEBC.

Après avoir ouvert le 3 octobre 2005, les négociations d'adhésion avec la Turquie, la Commission a entamé, le 12 juin 2006, les négociations sur les chapitres individuels des « acquis communautaires ». Le 29 novembre 2006, la Commission a présenté ses recommandations sur la poursuite des négociations d'adhésion de la Turquie. Elle a recommandé que les chapitres pour lesquels les préparatifs techniques étaient terminés restent ouverts, mais que le début des négociations sur huit autres chapitres soit suspendu jusqu'à ce que la Turquie remplisse ses engagements. Le Conseil européen, lors de sa réunion des 14 et 15 décembre 2006, a décidé de suivre les recommandations de la Commission. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la Banque centrale de la République de Turquie, incluant une visite, le 28 juin 2006, à la BCE au niveau du Directoire. Les discussions se sont concentrées sur les évolutions macroéconomiques et financières récentes en Turquie, sur le passage de la politique monétaire de la Banque centrale de la République de Turquie à un système de véritable stratégie de cible d'inflation, ainsi que sur la situation économique et monétaire dans la zone euro.

Après la décision prise le 3 octobre 2005 par le Conseil de l'UE d'ouvrir des négociations d'adhésion avec la Croatie, la première phase de ces négociations a débuté en juin 2006. La BCE a renforcé ses relations bilatérales avec la Banque nationale de Croatie et a accueilli son

gouverneur en octobre 2006 à Francfort pour le premier dialogue de pré-adhésion de haut niveau.

En décembre 2005, l'ancienne république yougoslave de Macédoine a reçu le statut de pays candidat. Le Conseil européen a toutefois décidé que des négociations ne seraient pas ouvertes tant qu'un certain nombre de conditions ne seraient pas remplies, y compris la mise en œuvre effective de l'Accord de stabilisation et d'association signé avec l'UE. En 2006, les contacts se sont intensifiés entre la BCE et la Banque nationale de la République de Macédoine, comme le fait apparaître, entre autres, la fourniture d'une assistance technique par la BCE, en plus de celle fournie par un certain nombre de BCN.

2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES

2.1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

L'Eurosystème joue un rôle important dans le processus de surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques au niveau international, qui s'effectue principalement lors des réunions des organisations internationales, telles que le FMI, l'OCDE et la BRI, ainsi qu'au sein d'autres instances comme les réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7 et du G20. Dans toutes les institutions et instances internationales concernées, la BCE a reçu soit le statut de membre (par exemple au G20), soit celui d'observateur (par exemple au FMI). La BCE analyse les évolutions de la politique économique internationale, en vue de contribuer à un environnement macroéconomique stable et à des politiques macroéconomiques et financières saines.

Le climat international en matière de politique économique en 2006 a continué à être dominé par la persistance de larges déséquilibres mondiaux des balances courantes⁵. Aux États-Unis, le déficit des transactions courantes a presque atteint 6,6 % du PIB, contre 6,4 % l'année précédente. Les États-Unis absorbent actuellement environ 75 % de l'épargne nette mondiale. Les principales contreparties du déficit américain se trouvent en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. En Asie, les excédents de la balance des transactions courantes sont restés très élevés, atteignant quelque 4,3 % du PIB en moyenne, soit à peu près le même niveau qu'en 2005. Les excédents de la balance des transactions courantes se sont, en particulier, établis à plus de 7,2 % en Chine, à approximativement 3,7 % au Japon et à 2,7 % dans le groupe d'« autres pays émergents d'Asie ». Les pays exportateurs de pétrole ont en moyenne enregistré un excédent des transactions courantes sensiblement plus élevé en 2006 (18,2 % du PIB) qu'en 2005 (15,1 %)⁶. Certaines économies asiatiques et certains pays

exportateurs de pétrole ont aussi continué à accumuler des réserves substantielles. L'accumulation des réserves a été particulièrement importante dans le cas de la Chine, où le niveau des réserves de change a atteint environ 1 000 milliards de dollars.

À plusieurs reprises, l'Eurosystème a continué à insister sur les risques et les incertitudes liés à la persistance de tels déséquilibres et à apporter son plein soutien à une approche concertée sur cette question, comme il a été souligné dans les communiqués du G7 du 21 avril et du 16 septembre 2006. Les principales économies devraient essayer de participer à un ajustement progressif et ordonné des déficits existants, afin de préserver et de renforcer les perspectives de croissance et de stabilité mondiales. Ces objectifs de politique internationale comprennent des politiques visant à accroître l'épargne publique et privée dans les pays en déficit, à poursuivre la mise en œuvre de réformes structurelles tant dans les économies avancées ayant un potentiel de croissance relativement faible que dans les économies émergentes ayant besoin d'accroître l'absorption intérieure et d'améliorer l'allocation du capital, ainsi qu'à encourager la flexibilité du taux de change dans les grands pays et régions où cette flexibilité fait défaut. Bien que plusieurs évolutions et mesures de politique économique soient allées dans la bonne direction en 2006, y compris le fait qu'une plus grande volatilité intrajournalière a été laissée au renminbi chinois depuis le début de l'année, de nouveaux ajustements sont nécessaires si l'on veut réduire de façon significative les déséquilibres mondiaux.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. Tant

5 Les estimations pour 2006 mentionnées dans cette section se basent sur les projections reprises dans les *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, septembre 2006.

6 Exprimés en pourcentages du PIB mondial, les chiffres correspondants pour 2006, basés sur des données du FMI, étaient les suivants : un déficit de quelque 1,8 % pour les États-Unis et des excédents d'environ 0,4 % pour la Chine, de 0,35 % pour le Japon, de 0,2 % pour le groupe d'« autres pays émergents d'Asie » et de 1,2 % pour les pays exportateurs de pétrole.

le FMI que le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE ont procédé à leurs examens réguliers des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en plus de leur analyse des pays de la zone euro pris individuellement. Les consultations au titre de l'Article IV du FMI et l'examen par le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE ont été l'occasion de discussions fructueuses entre ces organisations internationales et la BCE, la présidence de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI et l'OCDE ont tous deux rédigé un rapport⁷ d'évaluation des politiques de la zone euro.

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le FMI progresse dans son examen stratégique qui vise à fixer des priorités à moyen terme et à améliorer l'efficacité des instruments opérationnels du Fonds. Le SEBC suit et contribue à ces discussions qui ont lieu non seulement au sein du FMI lui-même, mais également dans différentes instances internationales, telles que le G7 et le G20. Les grands domaines abordés dans l'examen incluent la surveillance du FMI, son rôle dans les économies de marché émergentes, et des questions de gouvernance telles que les quotes-parts et les voix au sein du FMI.

La réforme du cadre de surveillance du FMI prend forme. Il est largement admis au sein des membres du Fonds que la surveillance devrait couvrir plus en détail les questions relatives aux marchés financiers et des capitaux. En outre, la nécessité d'insister davantage sur les questions multilatérales et sur les répercussions internationales des mesures de politique nationale a été identifiée comme constituant une étape importante pour le futur. En juin 2006, le FMI a lancé une nouvelle procédure, la consultation multilatérale, afin de constituer un forum de discussions entre des parties ayant en commun un problème économique caractérisé par des liens entre ces parties et d'autres économies. Complétant la surveillance bilatérale du FMI, la première consultation multilatérale porte sur la mise en œuvre des

politiques visant à résorber les déséquilibres mondiaux de façon ordonnée, tout en soutenant la croissance mondiale. Les cinq parties prenantes à la consultation sont les États-Unis, le Japon, la Chine, l'Arabie Saoudite et la zone euro, cette dernière étant représentée par la présidence de l'Eurogroupe, la Commission européenne et la BCE. De plus, afin d'accroître l'efficacité de la surveillance, les membres du FMI poursuivent leur réflexion sur la nécessité d'amender ou non les fondements juridiques de la surveillance du Fonds. Enfin, des discussions sont en cours sur la façon dont il conviendrait de traiter les questions de taux de change dans le cadre des activités de surveillance du FMI.

Concernant le rôle du FMI dans les pays émergents, les membres du Fonds discutent de la mise en place d'un nouvel instrument de liquidité et de la définition de ses caractéristiques, pour les pays qui ont accès aux marchés internationaux des capitaux et qui poursuivent des politiques économiques solides.

Des progrès ont également été réalisés sur le plan du renforcement de la gouvernance du FMI, un sujet qui a fait l'objet de larges débats au cours de l'année dernière. L'objectif est de garantir une représentation juste et adéquate à tous les membres du FMI. Plus particulièrement, la répartition des quotes-parts devrait être proportionnelle aux positions relatives des pays dans l'économie mondiale et les voix attribuées aux pays en développement ou en transition devraient être accrues. Lors de l'Assemblée annuelle de septembre 2006, les membres du Fonds se sont mis d'accord sur une augmentation *ad hoc* des quotes-parts de quatre pays (la Chine, la Corée, le Mexique et la Turquie). Les travaux se poursuivront sur la question des quotes-parts et des voix, y compris sur une nouvelle formule pour le calcul des quotes-parts, une deuxième série

⁷ FMI: *Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV consultation* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), juin 2006 ; OCDE : *Étude économique de la zone euro*, janvier 2007. Les deux rapports ont souligné la nécessité d'accélérer le rythme des réformes structurelles dans la zone euro.

d'augmentations *ad hoc* des quotes-parts – qui devront être basées sur la nouvelle formule – pour un plus grand nombre de pays et une majoration des voix de référence de façon à accroître la représentation et la participation au FMI des pays à faible revenu ou en transition. Cet ensemble de réformes doit être terminé au plus tard à l'Assemblée annuelle de 2008. En ce qui concerne les finances du FMI, le Directeur général a désigné, en mai 2006, un comité chargé d'émettre des recommandations spécifiques pour un financement des frais généraux du FMI soutenable à long terme, face à la chute des revenus basés sur les prêts et aux lacunes structurelles du modèle financier actuel. Le Comité a présenté ses conclusions au premier trimestre de 2007.

Enfin, la promotion de la prévention des crises et d'une résolution ordonnée de celles-ci figure, depuis plusieurs années, en bonne place parmi les objectifs de la communauté internationale. Les « Principes pour des flux de capitaux stables et une restructuration équitable de la dette dans les marchés émergents », qui ont été approuvés en 2004 par le G20, bénéficient d'un soutien international croissant, les travaux en cours étant axés sur les aspects de mise en œuvre. L'objectif de ces principes volontaires et fondés sur le marché, est de donner des orientations pour le comportement des émetteurs souverains et de leurs créanciers privés en ce qui concerne le partage d'informations, le dialogue et la coopération renforcée. Aujourd'hui, plus de trente pays émetteurs ont exprimé leur soutien aux Principes et ont montré un intérêt particulier à l'avancement de leur mise en œuvre. Du côté des investisseurs, un nombre croissant d'institutions financières ont soutenu les Principes. Les efforts en cours ont été salués par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G20 lors de leur réunion du 19 novembre 2006 à Melbourne. Le processus de mise en œuvre des Principes se base sur les travaux du groupe consultatif sur les Principes, qui se compose de hauts responsables des ministères des Finances et des banques centrales des pays émergents, ainsi que de hauts représentants de la communauté financière



privée. Un groupe d'administrateurs, comprenant de hauts responsables de la finance mondiale, a été constitué afin de piloter la mise en œuvre et l'évolution des Principes. Lors de la séance d'inauguration à Singapour en septembre 2006, le groupe d'administrateurs a centré ses débats sur un examen des principes et sur leur mise en œuvre dans le cadre de l'architecture financière internationale.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

Dans le cadre de ses activités internationales, l'Eurosystème a continué à développer ses contacts au sein de la communauté des banques centrales hors UE, principalement par l'organisation de séminaires et d'ateliers. L'objectif de ces contacts est de rassembler des données et d'échanger des points de vue sur les évolutions économiques et monétaires dans différentes régions du monde qui pourraient avoir une incidence sur l'environnement économique international et sur la zone euro. Dans ce contexte, l'assistance technique est devenue un outil important de soutien au développement institutionnel, renforçant la capacité à respecter les normes européennes et internationales et favorisant leur respect effectif. L'Eurosystème a renforcé sa

coopération avec les banques centrales des régions voisines de l'UE et la BCE a créé une petite unité ayant pour mission de coordonner l'assistance technique de l'Eurosystème.

L'Eurosystème a tenu, en octobre 2006 à Dresde, son troisième séminaire bilatéral de haut niveau avec la banque centrale de la fédération de Russie (Banque de Russie), séminaire qui était organisé conjointement par la Deutsche Bundesbank et la BCE. L'objectif de ce séminaire était de renforcer le dialogue et d'améliorer les relations entre la Banque de Russie et l'Eurosystème, qui se sont intensifiées ces dernières années. Les participants aux séminaires ont échangé leurs points de vue sur les défis actuels de la politique monétaire et de change en Russie et sur le rôle des règles budgétaires dans la zone euro et en Russie et ont discuté des perspectives de croissance à long terme de l'économie russe. De tels événements continueront à être organisés régulièrement, le prochain séminaire devant se tenir à Moscou à l'automne 2007.

Le troisième séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, avec des gouverneurs de banque centrale des pays partenaires de l'UE dans le bassin méditerranéen, a été organisé à Nauplie le 25 janvier 2006, tandis que le quatrième s'est tenu à Valence le 28 mars 2007. Les discussions à Nauplie ont notamment porté sur le processus de libéralisation des mouvements de capitaux et sur les progrès réalisés dans la modernisation des cadres opérationnels de la politique monétaire. Le troisième séminaire de haut niveau de l'Eurosystème avec des banques centrales d'Amérique latine s'est tenu à Madrid le 4 décembre 2006. Les principaux thèmes abordés étaient les implications financières et monétaires de la mondialisation, la gestion de la politique monétaire et l'accumulation des réserves de change. Enfin, le troisième séminaire de haut niveau de l'Eurosystème avec des banques centrales de la région Asie de l'Est-Pacifique a eu lieu à Sidney le 21 novembre 2006. Les discussions se sont notamment axées sur les déséquilibres

mondiaux et sur la stabilité financière, ainsi que sur l'intégration financière régionale.

Un séminaire de haut niveau de l'Eurosystème avec des banques centrales d'Afrique centrale et de l'Ouest⁸, organisé conjointement par la Banque de France et la BCE, s'est tenu à Paris le 1er février 2007. Ce séminaire a été l'occasion d'échanges de vues fructueux sur les expériences en matière d'intégration économique et monétaire régionale, sur l'incidence de l'évolution des cours des matières premières sur les politiques monétaire et budgétaire dans la région et sur des questions de gouvernance de banque centrale.

La BCE et quatre BCN (la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, la Banque de France et la Banca d'Italia) ont poursuivi leur coopération avec la banque centrale d'Égypte, par le biais d'un programme d'assistance technique, financé par l'UE, dans le cadre du programme MEDA (*Mediterranean aid program*). Ce programme d'assistance technique d'une durée de deux ans a démarré le 1^{er} décembre 2005 et vise à assister la banque centrale d'Égypte dans la réforme globale de son contrôle bancaire. Le programme s'est concentré sur l'introduction de nouveaux outils et procédures de contrôle bancaire, développés et mis en œuvre conjointement par l'Eurosystème et la banque centrale d'Égypte. Il vise également à développer les capacités de la banque centrale d'Égypte dans les domaines du contrôle macroprudentiel, de la réglementation et de la formation. En outre, la BCE a détaché à la banque centrale d'Égypte un expert qui – sous l'égide du FMI – a apporté une

8 Participaient au séminaire des représentants des banques centrales du Cap-Vert, de la République démocratique du Congo, de la Gambie, de la Guinée, du Libéria, de Mauritanie, de São Tome et Príncipe et de Sierra Leone, la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (la Banque centrale de l'union monétaire comprenant le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo) et la Banque centrale des États d'Afrique centrale (la Banque centrale de l'union monétaire comprenant le Cameroun, la République Centrafricaine, le Tchad, le Congo, la Guinée Équatoriale et le Gabon).

assistance dans la réforme du cadre opérationnel de la politique monétaire.

La BCE a poursuivi le renforcement de ses relations avec les pays des Balkans occidentaux. Une conférence de la BCE sur la « Politique monétaire et la stabilité financière en Europe du Sud-Est » a été organisée à Francfort les 10 et 11 avril 2006. Y ont assisté des experts de haut niveau des banques centrales de tous les pays de l'Europe du Sud-Est, ainsi que des représentants de la Commission européenne, d'organisations internationales et des milieux universitaires.

Le 16 février 2007, la BCE a signé, en son nom propre et au nom de huit BCN partenaires (la Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Oesterreichische Nationalbank et la Banka Slovenije), un protocole tripartite avec la banque centrale de Bosnie-Herzégovine et la Délégation de la Commission européenne en Bosnie-Herzégovine, ouvrant ainsi la voie à une coopération rapprochée entre les parties prenantes. Durant une période de six mois à dater de mars 2007, la BCE et ses huit partenaires vont procéder à une évaluation des besoins en vue d'identifier les domaines dans lesquels la banque centrale de Bosnie-Herzégovine devra réaliser des progrès au cours des prochaines années afin d'avancer dans les préparatifs opérationnels pour la mise en œuvre de normes conformes à celles adoptées par le SEBC. Le programme d'évaluation des besoins est financé par la Commission européenne par le biais du « programme d'assistance communautaire à la reconstruction, au développement et à la stabilisation » (programme CARDS) et est coordonné par la BCE.

L'Albanie a signé, en juin 2006, un Accord de stabilisation et d'association avec l'UE, clôturant les négociations qui avaient débuté en 2003. La BCE a participé, avec d'autres institutions internationales et d'autres banques centrales, à un dialogue avec la Banque d'Albanie sur la meilleure façon d'introduire

une stratégie de cible d'inflation pour la politique monétaire.

En février 2006, le Conseil de coopération des États arabes du Golfe (CCG), dont les membres sont le Bahreïn, le Koweït, Oman, le Qatar, l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis, ont approché la BCE avec une demande d'assistance dans le cadre de la réalisation d'une union monétaire au sein des États membres du CCG, incluant la création d'un cadre institutionnel adéquat. La BCE a accédé à cette demande et a établi un document identifiant les principales caractéristiques légales et opérationnelles que devront prendre en considération les autorités compétentes du CCG lorsqu'elles mettront en place un cadre institutionnel pour une union monétaire.



CHAPITRE 6

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Le principe de responsabilité est généralement interprété comme l'obligation impartie à une banque centrale indépendante d'expliquer ses décisions et de les justifier auprès des citoyens et de leurs représentants élus, qui peuvent ainsi la rendre comptable de la réalisation de ses objectifs. En tant que telle, cette responsabilité est une contrepartie importante de l'indépendance de la banque centrale.

La BCE a toujours pleinement reconnu l'importance fondamentale de ses obligations de responsabilité s'agissant des décisions de politique monétaire et a entretenu à cet effet un dialogue régulier avec les citoyens de l'UE et le Parlement européen. La BCE va au-delà des obligations d'information répondant aux exigences statutaires définies par le Traité, par exemple en publiant un *Bulletin mensuel* et non uniquement un trimestriel, comme cela lui est imposé. Elle organise également une conférence de presse à la suite de la première des deux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs. L'engagement de la BCE à respecter le principe de responsabilité est encore illustré par les nombreuses publications parues et le grand nombre de discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs en 2006 pour expliquer ses décisions de politique monétaire.

Au niveau institutionnel, le Parlement européen, en tant qu'organisme tirant sa légitimité directement des citoyens de l'UE, joue un rôle primordial en imposant à la BCE de rendre compte. Conformément aux dispositions de l'article 113 du Traité, le président a présenté en 2006 le *Rapport annuel 2005* de la BCE au Parlement européen réuni en session plénière. Le président a également continué de rendre compte régulièrement de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions lors des auditions trimestrielles devant la Commission économique et monétaire. Il a de même été convié à une audition devant le Parlement européen pour expliquer le rôle de la BCE dans la surveillance de SWIFT (cf. la section 2 de ce chapitre).

D'autres membres du Directoire ont aussi été invités à plusieurs reprises à des auditions devant le Parlement européen. Le vice-président a présenté à la Commission économique et monétaire le *Rapport annuel 2005* de la BCE. Gertrude Tumpel-Gugerell a été entendue deux fois par la Commission pour expliquer les vues de la BCE sur des questions relatives aux systèmes de paiement et sur les évolutions récentes dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison de titres.

Comme au cours des années précédentes, une délégation de membres de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire sur diverses questions. La BCE a également continué de répondre de son plein gré aux questions écrites soumises par des membres du Parlement européen sur des sujets relevant de son domaine de compétence.

L'article 112 du Traité dispose que le Parlement européen doit donner son avis sur les candidats au poste de membre du Directoire avant leur nomination. À cet effet, le Parlement a invité Jürgen Stark à une audition devant la Commission économique et monétaire afin de présenter ses vues et de répondre aux questions des membres de la Commission. À la suite de cette audition, le Parlement a approuvé sa nomination.

2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Lors des échanges de vues entre le Parlement européen et la BCE, un large éventail de sujets ont été examinés. Les principales questions soulevées par le Parlement européen au cours de ces échanges sont présentées ci-après.

LA CONTRIBUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AUX POLITIQUES ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES DE LA COMMUNAUTÉ

La contribution de la politique monétaire aux politiques économiques générales de la Communauté a été l'une des questions abordées durant les auditions du président devant le Parlement européen. Le président a souligné que la stabilité des prix était à la fois un préalable et un moyen d'améliorer la soutenabilité de la croissance économique et le bien-être. En poursuivant de façon crédible un objectif de stabilité des prix et en maintenant solidement ancrées les anticipations d'inflation, la BCE apportait la meilleure contribution possible à la création d'un environnement favorable à la croissance et à l'emploi. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2005*, le Parlement européen a recommandé à la BCE de se concentrer sur le maintien de la stabilité des prix et l'a invitée à poursuivre sa politique d'ancrage solide des anticipations d'inflation à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

LES DIFFÉRENTIELS D'INFLATION ET DE CROISSANCE ENTRE LES PAYS DE LA ZONE EURO

Les membres du Parlement européen ont étudié la question des différentiels d'inflation et de croissance entre les pays de la zone euro. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2005*, le Parlement européen a estimé que ces différentiels « constituent une menace majeure pesant à long terme sur l'UEM ».

Le président a expliqué que les différentiels d'inflation et de croissance existant entre les pays de la zone euro restaient modérés, et n'étaient pas inhabituels en comparaison d'autres grandes zones monétaires. Les différentiels peuvent résulter de processus de rattrapage, de différences d'évolutions démographiques, ou de la poursuite d'ajustements conduisant à une allocation des

ressources plus efficace. Toutefois, la persistance de différentiels d'inflation et de croissance à plus long terme, si elle était due à des rigidités structurelles ou à des politiques inadaptées, serait réellement préoccupante. Dans ce contexte, le président a souligné la nécessité de réformes structurelles appropriées et exprimé son soutien aux gouvernements qui ont entrepris de telles réformes (cf. encadré 5).

L'INTÉGRATION ET LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRES

Le Parlement européen et la BCE ont également poursuivi un dialogue étroit sur des sujets concernant l'intégration et la stabilité financières. Le Parlement a accordé une importance particulière à la forte croissance du secteur des fonds spéculatifs. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2005*, le Parlement a exprimé ses préoccupations à cet égard et a demandé à la BCE d'approfondir son analyse dans ce domaine.

Le président a rappelé le rôle bénéfique des fonds spéculatifs pour l'amélioration de la liquidité de marché et la stimulation de l'innovation financière. En revanche, il a noté les risques potentiels pour la stabilité financière induits par leur très rapide développement au sein du système financier (cf. la section 1 du chapitre 4) et l'intention qui en découle de la part des autorités publiques, y compris la BCE, de continuer de suivre attentivement les évolutions dans ce domaine. Il a également expliqué que toute amélioration du cadre réglementaire existant nécessiterait une approbation au niveau international.

La BCE a également informé le Parlement européen des activités en cours relatives aux systèmes de paiement et aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, et en particulier de l'avancement de *Target 2*. Gertrude Tumpel-Gugerell a été entendue par la Commission économique et monétaire pour expliquer le point de vue de la BCE sur la proposition de directive concernant les services de paiement dans le marché intérieur, la création d'un espace unique de



paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA), et les normes relatives à la compensation et au règlement-livraison de titres développées conjointement par le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. Elle a également informé le Parlement de l'éventuelle création d'une infrastructure de l'Eurosystème pour la fourniture de services de règlement-livraison de titres en monnaie de banque centrale, dénommée *Target 2-Titres*. Le Parlement européen a exprimé son soutien à la mise en œuvre de *Target 2* et du SEPA. Le Parlement a également pris note de l'éventuelle création d'un système *Target 2-Titres* et a demandé à la BCE d'établir un cadre de gouvernance approprié avant l'introduction d'un tel système.

LE RÔLE DE LA BCE DANS LA SURVEILLANCE DE SWIFT

Le 6 juillet 2006, le Parlement européen a adopté une « Résolution relative à l'interception de données bancaires transférées depuis le système SWIFT par les services secrets des États-Unis », dans laquelle il a demandé à la Commission européenne, au Conseil de l'UE et à la BCE d'expliquer dans quelle mesure ils étaient informés d'un accord entre SWIFT et le gouvernement des États-Unis. Le 4 octobre 2006, le président de la BCE a été invité à une audition publique organisée par le Parlement sur ce sujet. Le président a expliqué que SWIFT n'était ni un établissement de crédit ni un système de paiement. Toutefois, au vu de l'importance systémique de SWIFT en tant que système de messagerie financière au niveau mondial, les banques centrales du G10 et la BCE ont décidé, avec l'accord de SWIFT, de

constituer un groupe de surveillance (cf. la section 4.1 du chapitre 4). Le mandat de ce groupe de surveillance consiste à s'assurer de la mise en place d'un cadre de gouvernance approprié pour SWIFT afin d'éviter les risques systémiques. Il ne suivra les activités de SWIFT que dans la mesure où cela est pertinent pour le bon fonctionnement des systèmes de paiement et la stabilité financière. Le groupe de surveillance n'est pas habilité à surveiller SWIFT en ce qui concerne le respect de la législation sur la protection des données, ce qui est du ressort des autorités compétentes en la matière. Le groupe de surveillance a été informé du lien entre le Programme de traque du financement du terrorisme (*Terrorist Finance Tracking Program*) mis en place par les États-Unis, et SWIFT. Il a également été informé que SWIFT avait été conseillé de façon appropriée sur le plan juridique par les États-Unis et l'UE. Le groupe de surveillance a considéré que le respect par SWIFT des injonctions américaines n'aurait pas d'incidence sur la stabilité financière, et n'était pas du ressort de sa surveillance. De plus, la BCE étant soumise à un régime de stricte confidentialité, elle n'est pas autorisée à utiliser à d'autres fins les informations qui lui sont communiquées dans le contexte de son cadre de surveillance, ou à partager de telles informations avec les autorités chargées de la protection des données ou de l'application des lois.



CHAPITRE 7

**LA COMMUNICATION
EXTERNE**

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication de la BCE a pour objectif d'améliorer la compréhension de ses décisions par le public. Elle fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions. Deux éléments clés, l'ouverture et la transparence, guident l'action de la BCE en matière de communication. Ces deux éléments contribuent à l'efficacité, à l'efficience et à la crédibilité de la politique monétaire de la BCE. Ils confortent également les efforts de la BCE pour rendre pleinement compte de ses actions, comme cela est expliqué plus en détail au chapitre 6.

L'idée, introduite en 1999, d'expliquer en temps réel, de façon régulière et en détail, la politique monétaire de la BCE, son diagnostic et ses décisions, constitue une approche ouverte et transparente de la communication d'une banque centrale. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle ces décisions ont été prises. Le président prononce une déclaration introductive détaillée lors de la conférence de presse, qui explique les décisions du Conseil des gouverneurs. Le président et le vice-président se tiennent alors à la disposition des représentants des médias pour répondre aux questions. Depuis décembre 2004, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt sont également publiées chaque mois sur les sites internet des banques centrales de l'Eurosystème.

Les actes juridiques de la BCE sont publiés dans toutes les langues officielles de l'UE, au même titre que la situation financière consolidée de l'Eurosystème¹. Les autres publications statutaires de la BCE, le *Rapport annuel*, la version trimestrielle du *Bulletin mensuel* et le *Rapport sur la convergence*² sont également publiées dans les langues officielles de l'UE³. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis du public, la BCE publie également d'autres documents dans toutes les langues officielles, en particulier des communiqués de

presse sur les décisions de politique monétaire, des projections macroéconomiques et les positions adoptées revêtant un intérêt pour le grand public. L'élaboration, la publication et la diffusion des versions dans les langues nationales des publications clés de la BCE sont réalisées en collaboration étroite avec les BCN.

1 Il existe une dérogation pour l'irlandais.

2 Dans le cas du *Rapport sur la convergence*, seules l'introduction et la synthèse sont disponibles dans toutes les langues.

3 La dérogation temporaire s'appliquant au maltais sera levée en mai 2007.

2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION

La BCE doit s'adresser à des publics très divers, tels que les experts financiers, les médias, les gouvernements, les parlements et le grand public, qui présentent différents niveaux de compréhension de la finance et de l'économie. En conséquence, son mandat et ses décisions sont expliqués au travers d'un ensemble d'actions et d'outils de communication qui sont améliorés en permanence afin de les rendre aussi efficaces que possible.

La BCE publie un certain nombre d'études et de rapports, tels que le *Rapport annuel*, qui présente un compte rendu des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et lui permet ainsi de respecter son obligation de rendre compte de ses actions. Le *Bulletin mensuel* fournit une mise à jour régulière de l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et monétaires ainsi que des informations détaillées sur les facteurs sous-tendant ses décisions, tandis que le rapport intitulé *Financial Stability Review* évalue la stabilité du système financier de la zone euro du point de vue de sa capacité à absorber les chocs défavorables.

Afin de renforcer l'identité de l'Eurosystème et sa perception par le public, le Conseil des gouverneurs a approuvé en 2006 la mise en œuvre d'une signature commune à l'Eurosystème et conforme à la déclaration de mission de l'Eurosystème⁴. En janvier 2007, la BCE et toutes les BCN de la zone euro avaient intégré le mot « Eurosystème » dans leur logo.

Tous les membres du Conseil des gouverneurs contribuent directement à mieux faire connaître et comprendre au public les missions et les politiques de l'Eurosystème par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews accordées aux médias. En 2006, le président de la BCE est intervenu à six reprises devant le Parlement européen. En 2006, les membres du Directoire ont prononcé quelque 200 allocutions, donné de nombreuses interviews et publié également des articles dans des revues, magazines et journaux.



Les BCN de la zone euro jouent un rôle important en assurant la diffusion, au niveau national, de l'information sur l'Eurosystème et des messages de celui-ci auprès du grand public et des parties intéressées. Elles s'adressent à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue et en tenant compte de leur environnement respectif.

De plus, la BCE contribue à la diffusion des résultats de travaux de recherche en publiant des *Documents de travail* et des *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des séminaires, des ateliers et des conférences destinés à un public d'experts. La quatrième Conférence des banques centrales organisée par la BCE s'est déroulée en 2006. Elle a rassemblé des représentants des banques centrales, des universitaires, des opérateurs de marché et des médias du monde entier autour du thème intitulé *The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century* (Le rôle de la monnaie : monnaie et politique monétaire au XXI^{ème} siècle, cf. la section 5.2 du chapitre 2).

En 2006, la BCE a organisé, en collaboration avec la Banka Slovenije, une campagne d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro en Slovénie le 1^{er} janvier 2007. Cette campagne d'information, analogue à celle organisée pour le passage à l'euro fiduciaire en 2002, visait à familiariser les professionnels manipulant régulièrement des espèces et le grand public avec l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros, ainsi qu'avec les procédures du passage à l'euro fiduciaire (cf. chapitre 3).

En 2006, la BCE a accueilli quelque 10 000 visiteurs dans ses locaux de Francfort.

4 La déclaration de mission a été publiée le 5 janvier 2005.

Ces visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de conférences et de présentations données par des membres du personnel de la BCE. Les étudiants et les professionnels de la finance ont constitué la majorité des visiteurs.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont présentés sur le site internet de la BCE. Quelque 90 000 demandes d'information concernant différents aspects des activités de la BCE ont été traitées en 2006.

La BCE organise un programme annuel de journées culturelles dont l'objectif est de permettre au public ainsi qu'à ses propres employés et à ceux de l'Eurosystème de mieux appréhender la diversité culturelle des États membres de l'UE. Chaque année, cet événement met en valeur la richesse de la culture d'un pays de l'UE en particulier, favorisant ainsi une meilleure compréhension des nations de l'UE. En 2006, le programme des journées culturelles a été consacré à l'Autriche, après la Hongrie en 2005 et la Pologne en 2004. Ces manifestations ont été organisées en étroite collaboration avec l'Oesterreichische Nationalbank et se sont déroulées du 18 octobre au 14 novembre.



CHAPITRE 8

LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS

I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

I.1 L'EUROSYSTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banque centrale de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro (treize depuis le 1^{er} janvier 2007). Le Conseil des gouverneurs a adopté le terme d'« Eurosystème » afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme souligne la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres.

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN de tous les États membres de l'UE (vingt-sept depuis le 1^{er} janvier 2007) : il inclut donc les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

La BCE se trouve au cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que leurs missions respectives soient remplies, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des BCN. Elle est dotée de la personnalité juridique de droit public international.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit du pays concerné. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux comités Eurosystème/SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles sont autorisées à exercer,

sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et le règlement intérieur¹. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend les membres du Directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, ses principales responsabilités sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux d'intérêt directeurs et à la fourniture de réserves au sein de l'Eurosystème, et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à une analyse approfondie des évolutions monétaires et

économiques et aux décisions correspondantes, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2006, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par le Banco de España à Madrid et l'autre par la Banque de France à Paris.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de la BCE et de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance et à titre personnel. Cela se reflète dans le principe de « une voix par membre » appliqué au sein du Conseil.

¹ Cf. la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 adoptant le règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.03.2004, la décision BCE 2004/12 du 17 juin 2004 adoptant le règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004, et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**
Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membre du Directoire de la BCE

Jaime Caruana (jusqu'au 11 juillet 2006)

Gouverneur, Banco de España

Vítor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Vincenzo Desario (jusqu'au 15 janvier 2006)

Gouverneur par intérim, Banca d'Italia

Mario Draghi (depuis le 16 janvier 2006)

Gouverneur, Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

(depuis le 12 juillet 2006)

Gouverneur, Banco de España

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Bank of Greece

Mitja Gaspari² (depuis le 1^{er} janvier 2007)

Gouverneur, Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing (jusqu'au 31 mai 2006)

Membre du Directoire de la BCE

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Jürgen Stark (depuis le 1^{er} juin 2006)

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

² En 2006, le gouverneur de la Banka Slovenije a assisté aux réunions du Conseil des gouverneurs en tant qu'« invité spécial », suite à la décision du Conseil Ecofin du 11 juillet 2006 d'abroger la dérogation de la Slovénie à compter du 1^{er} janvier 2007.

1.3 LE DIRECTOIRE

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- préparer les réunions du Conseil des gouverneurs ;
- mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des

gouverneurs et, dans ce cadre, donner les instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- assurer la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- exercer certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Directoire est secondé par un Comité de gestion pour les questions relevant de la gestion de la BCE, de son orientation stratégique et de la procédure budgétaire annuelle. Ce Comité de gestion se compose d'un membre du Directoire, qui en est le président, et d'un certain nombre de responsables de haut niveau.

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

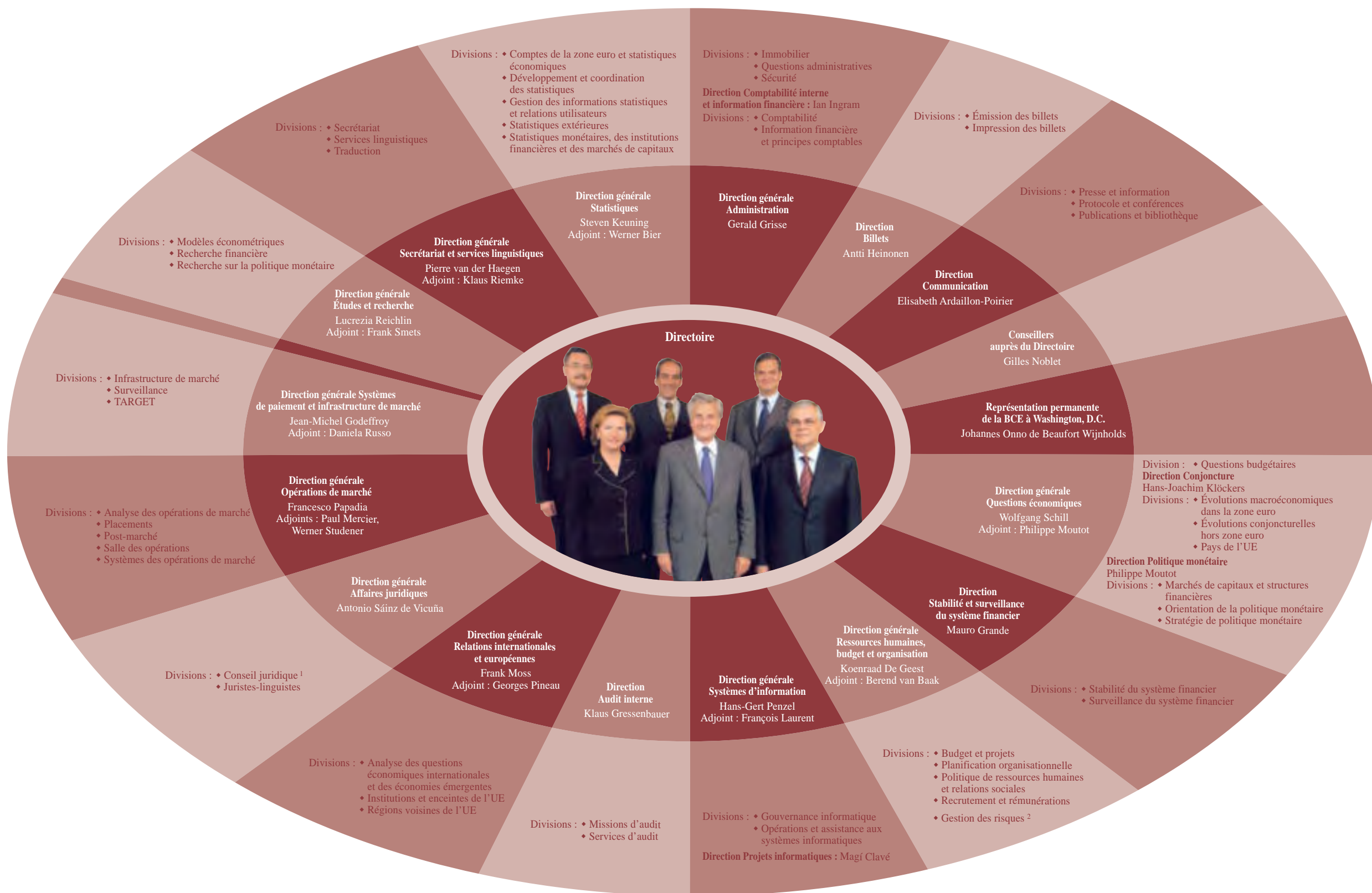
**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Président de la BCE
Lucas D. Papademos
Vice-président de la BCE
Lorenzo Bini Smaghi
Membre du Directoire de la BCE
José Manuel González-Páramo
Membre du Directoire de la BCE

Otmar Issing (jusqu'au 31 mai 2006)
Membre du Directoire de la BCE
Jürgen Stark (depuis le 1^{er} juin 2006)
Membre du Directoire de la BCE
Gertrude Tumpel-Gugerell
Membre du Directoire de la BCE



Directoire

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Au premier rang (de gauche à droite) : Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (président), Lucas D. Papademos (vice-président)

¹ Y compris les activités liées à la protection des données.

² Fait directement rapport au membre du Directoire responsable des opérations de marché.

1.4 LE CONSEIL GÉNÉRAL

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des BCN de tous les États membres de l'UE. Il accomplit, pour l'essentiel, les missions reprises de l'IME. Dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, ces missions doivent toujours être accomplies

par la BCE. En 2006, le Conseil général s'est réuni à six reprises. Depuis janvier 2007, les gouverneurs de la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) et de la Banca Națională a României sont membres du Conseil général. Suite à la signature du traité d'adhésion par leur pays, en avril 2005, ils avaient assisté à ses réunions en qualité d'observateurs.



**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**

Zsigmond Járjai, Ivan Šramko,
Nils Bernstein, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas, Guy Quaden,
Stefan Ingves, Mario Draghi,
Reinoldijus Šarkinas,
Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Erkki Liikanen, Axel A. Weber,
Christian Noyer, Klaus Liebscher,
Vitor Constâncio, John Hurley,
Nout Wellink

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C.
Bonello, Miguel Fernández Ordóñez,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Christodoulos Christodoulou,
Yves Mersch, Andres Lipstok

Note : Mervyn King
n'a pas pu assister à la réunion
lors de laquelle la photo a été prise.

Jean-Claude Trichet Président de la BCE
Lucas D. Papademos Vice-président de la BCE
Leszek Balcerowicz (jusqu'au 10 janvier 2007)
Président, Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein
Gouverneur, Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello Gouverneur, Bank Ċentrali ta'
Malta/Central Bank of Malta
Jaime Caruana (jusqu'au 11 juillet 2006)
Gouverneur, Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Gouverneur, Central Bank of Cyprus
Vitor Constâncio Gouverneur, Banco de Portugal
Vincenzo Desario (jusqu'au 15 janvier 2006)
Gouverneur par intérim, Banca d'Italia
Mario Draghi (depuis le 16 janvier 2006)
Gouverneur, Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez (depuis le 12 juillet 2006)
Gouverneur, Banco de España
Nicholas C. Garganas Gouverneur, Bank of Greece
Mitja Gaspari Gouverneur, Banka Slovenije
John Hurley Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Gouverneur, Sveriges Riksbank
Mugur Constantin Isărescu (depuis le 1^{er} janvier 2007)
Gouverneur, Banca Națională a României

Ivan Iskrov (depuis le 1^{er} janvier 2007)
Gouverneur, Българска народна банка
(Bulgarian National Bank)
Zsigmond Járjai (jusqu'au 2 mars 2007)
Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Gouverneur, Bank of England
Klaus Liebscher
Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok Gouverneur, Eesti Pank
Yves Mersch
Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Gouverneur, Banque de France
Guy Quaden Gouverneur, Banque nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Gouverneur, Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas Président du Conseil
d'administration, Lietuvos bankas
Sławomir Skrzypek (depuis le 11 janvier 2007)
Président, Narodowy Bank Polski
András Simor (depuis le 3 mars 2007)
Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank
Ivan Šramko Gouverneur, Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Gouverneur, Česká národní banka
Axel A. Weber Président, Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Président, De Nederlandsche Bank

I.5 LES COMITÉS EUROSYSTÈME/SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE ET LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES



Les comités Eurosysteme/SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosysteme/SEBC. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro peuvent participer aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Il existe actuellement douze comités Eurosysteme/SEBC, qui ont tous été créés en application de l'article 9 du règlement intérieur de la BCE.

Le Comité budgétaire, créé en application de l'article 15 du règlement intérieur, assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions se rapportant au budget de la BCE. La Conférence sur les ressources humaines, mise en place en 2005 en application de l'article 9 (a) du règlement intérieur, constitue un forum pour l'échange d'expériences, d'expertise et d'informations entre les banques centrales de l'Eurosysteme/SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

I.6 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Outre les organes de décision, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant interne qu'externe, trois codes de conduite ainsi que des règles concernant l'accès du public aux documents de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNE

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux : le commissaire aux comptes extérieur, qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2). Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés sur le site internet de la BCE et au Journal officiel de l'Union européenne. Afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit est appliqué³.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle. Chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité et déterminent le niveau d'acceptation des risques. Par exemple, un ensemble de règles et procédures, qualifié de « muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant des cercles responsables de la politique monétaire, parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres. Outre les contrôles mis en place par chaque unité organisationnelle, différentes divisions de la Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation suivent le processus de contrôle et font des propositions pour améliorer l'efficacité de l'identification, de l'évaluation et de la réduction des risques touchant la BCE dans son ensemble.

Indépendamment de la structure de contrôle et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la Direction de l'Audit interne sous la responsabilité du Directoire. Conformément au mandat défini dans la Charte d'audit de la BCE⁴, les auditeurs internes de la

BCE évaluent, sur une base *ad hoc*, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne de la BCE et les performances de cette dernière dans l'accomplissement des responsabilités qui lui sont dévolues. Les auditeurs internes de la BCE se conforment aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne et au Code de déontologie élaborés par l'Institut de l'audit interne.

Un comité Eurosysteme/SEBC, le Comité des auditeurs internes, qui se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN, est chargé d'assurer la coordination de la couverture des projets et des systèmes opérationnels communs à l'Eurosysteme/SEBC par des procédures d'audit.

Afin de renforcer encore le cadre de gouvernance de la BCE et de l'Eurosysteme, le Conseil des gouverneurs a décidé de créer à compter de février 2007 un Comité d'audit de la BCE qui sera composé de trois de ses membres.

LES CODES DE CONDUITE

Trois codes de conduite sont en vigueur à la BCE. Le premier concerne les membres du Conseil des gouverneurs et reflète leur responsabilité en matière de sauvegarde de l'intégrité et de la réputation de l'Eurosysteme et de maintien de l'efficacité de ses opérations⁵. Il fournit des orientations et établit des normes d'éthique professionnelle à l'intention des membres du Conseil des gouverneurs et de leurs suppléants dans l'exercice de leurs fonctions en cette qualité. Le Conseil des gouverneurs a également nommé un conseiller chargé de donner à ses membres des orientations s'agissant de certains aspects relatifs au

3 À l'issue d'une procédure d'appel d'offres en 2002, le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été nommé commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour un mandat de cinq ans couvrant les exercices 2003 à 2007.

4 La Charte d'audit de la BCE est publiée sur le site internet de la BCE afin de favoriser la transparence concernant les dispositions en vigueur à la BCE en matière d'audit.

5 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002, son amendement, JO C 10 du 16.01.2007, et le site internet de la BCE

comportement professionnel. Le deuxième code est le Code de conduite de la BCE, qui fournit des orientations et établit des références à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous appelés à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions⁶. Conformément aux règles relatives aux délits d'initiés, il est interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de tirer profit des informations internes lorsqu'ils se livrent à des activités financières à titre personnel et pour compte propre, ou au titre de et pour le compte de tiers⁷. Le troisième code est le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire⁸ : il complète les deux autres codes en détaillant les règles de déontologie que les membres du Directoire doivent respecter. Un conseiller pour les questions d'éthique, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente de ces règles.

LES MESURES ANTIFRAUDE

En 1999, le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté un règlement⁹ visant à renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés. Ce règlement permet notamment à l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, de procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes et organismes de la Communauté.

Le règlement OLAF prévoit que chaque institution, organe et organisme adopte des décisions permettant à l'OLAF de mener ses enquêtes au sein de chacun d'entre eux. En juin 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision¹⁰, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2004, concernant les conditions et modalités selon lesquelles devaient être exécutées les enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents¹¹ adoptée en mars 2004 est conforme aux objectifs et aux normes

adoptés par les autres institutions et organes de la Communauté dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE¹².

En 2006, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

6 Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne édité conformément à l'article 11.3 du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO C 76 du 08.03.2001, et le site internet de la BCE

7 Cf. la partie 1.2 du règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnels, JO C 92 du 16.04.2004, et le site internet de la BCE

8 Cf. le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire, JO C 230 du 23.09.2006, et le site internet de la BCE

9 Cf. le règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 136 du 31.05.1999

10 Cf. la décision BCE/2004/11 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, JO L 230 du 30.06.2004. Cette décision a été adoptée à l'issue du jugement de la Cour européenne de justice du 10 juillet 2003 dans l'affaire C-11/00 opposant la Commission à la Banque centrale européenne, Rec. 2003.

11 JO L 80 du 18.03.2004

12 Conformément à l'engagement de la BCE en faveur de l'ouverture et de la transparence, une nouvelle section « Archives » a été créée sur le site internet de la BCE en 2006, permettant l'accès à la documentation historique.

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LES RESSOURCES HUMAINES

LES EFFECTIFS

L'effectif total budgété pour 2006 était de 1 343 personnes (en postes équivalent temps plein)¹³, contre 1 369,5 personnes en 2005, soit une réduction de 26,5 postes résultant de la procédure de budget base zéro engagée en 2005.

Tous les recrutements externes destinés à occuper des emplois permanents ont été réalisés sur la base de contrats à durée déterminée de cinq ans pour les postes de direction, et de trois ans pour tous les autres postes. Les contrats à durée déterminée offerts pour des emplois permanents peuvent être convertis en contrats à durée indéterminée, en fonction d'une procédure d'examen qui tient compte de considérations organisationnelles et des performances individuelles.

En 2006, la BCE a proposé 99 contrats d'une durée inférieure à un an (contre 106 en 2005) pour couvrir des besoins d'emplois temporaires (remplacements d'agents en congé de maternité, en congé parental ou sans solde, par exemple).

La BCE a également proposé 93 contrats de courte durée à des experts des BCN (y compris Българска народна банка (Bulgarian National Bank) et la Banca Națională a României), d'autres institutions de l'UE et d'organisations internationales. En 2005, 80 contrats de cette nature avaient été proposés. Ces affectations de courte durée donnent aux agents de la BCE et des BCN une occasion de s'enrichir mutuellement de leurs expériences, favorisant ainsi un esprit d'équipe à l'échelle du SEBC. Elles ont également permis de contribuer à l'intégration de Българска народна банка (Bulgarian National Bank) et de la Banca Națională a României dans le SEBC.

En septembre 2006, les six premiers candidats au *Graduate Programme* de la BCE, destiné à de jeunes diplômés ayant une formation universitaire générale, ont rejoint la Banque sur la base de contrats de deux ans non convertibles.

La BCE a également proposé des stages à des étudiants et diplômés ayant une formation en économie, en statistiques, en administration des entreprises, en droit et en traduction. Pour l'ensemble de la BCE, 173 stages ont été accordés en 2006.

La BCE a également offert deux postes de recherche au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes à des jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

LA MOBILITÉ INTERNE

La mobilité représente pour le personnel l'occasion d'élargir son expertise et un moyen d'accroître les synergies entre les métiers. À cet égard, la politique de recrutement interne, qui met l'accent sur une large palette de compétences, vise à favoriser la mobilité interne du personnel. D'autres initiatives, telles des échanges au sein du personnel et des affectations temporaires pour remplacer des collègues absents, contribuent également à cette forme de mobilité. En 2006, plus de 80 personnes, dont 15 cadres dirigeants et conseillers, ont effectué une mobilité interne, temporaire ou de long terme.

En 2006, la BCE a introduit des principes généraux de mobilité qui encouragent les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans.

LA MOBILITÉ EXTERNE

Le programme d'expérience professionnelle en externe facilite le détachement du personnel des vingt-sept BCN ou d'institutions financières internationales concernées (comme le FMI ou la BRI) pour des durées de deux à douze mois. 24 agents ont été détachés dans le cadre de ce programme en 2006. En outre, la BCE a accordé

¹³ Le nombre exact de postes équivalent temps plein au 31 décembre 2006 était de 1 367. Cette différence s'explique principalement par les contrats à durée déterminée accordés pour remplacer les agents absents pour une durée supérieure à douze mois, et par l'existence, à la fin de l'année, d'un petit excédent de restructuration résultant de la procédure de budget base zéro.

des congés sans solde d'une durée maximum de trois ans à 29 agents qui ont souhaité travailler dans une BCN, une institution de l'UE ou une organisation internationale.

LA STRATÉGIE DE DIVERSITÉ

Avec un personnel issu des vingt-sept États membres de l'UE, la BCE a intégré la gestion de la diversité dans ses pratiques en matière de ressources humaines pour garantir la reconnaissance et la pleine utilisation des compétences individuelles dans la réalisation des objectifs de la BCE. La politique de diversité amorcée par la BCE en 2005 a été lancée officiellement en 2006. La gestion de la diversité vise à garantir que tous les membres du personnel soient traités avec respect et bénéficient d'une gestion sur la base du mérite.

LE RENFORCEMENT DES RESSOURCES HUMAINES

Au-delà des mesures visant à encourager la mobilité, y compris la rotation des postes de direction, la stratégie des ressources humaines (RH) continue de se concentrer sur le développement de l'expertise des cadres dirigeants de la BCE. Les compétences en matière de gestion et de direction ont continué d'être renforcées au moyen d'actions de formation et de *coaching* individuel. La formation des cadres dirigeants a été consacrée essentiellement à l'amélioration des compétences en matière de direction, à la gestion des performances et à la conduite des changements organisationnels. À la suite du lancement de la stratégie de diversité de la BCE en 2006, une formation spécifique destinée aux cadres dirigeants sur la « dignité au travail » a été mise en place.

Par ailleurs, les cadres dirigeants ont participé à un exercice annuel obligatoire de rétrocession d'informations émanant de différentes sources, au cours duquel des domaines de développement personnel sont identifiés au moyen de rapports directs et de contacts avec des pairs et avec l'extérieur. Les résultats de cet exercice contribuent à l'évaluation annuelle de ces dirigeants. Des actions de *coaching* individuel sont organisées en s'appuyant sur ces mêmes résultats.

En 2006, la BCE a introduit un cadre pour les emplois de conseil (*Advisory Positions Framework*) qui constitue une structure de carrières parallèle à la structure de direction traditionnelle. Le rôle d'un conseiller est d'apporter une expertise de haut niveau technique ou stratégique, une coordination transversale et/ou des conseils de gestion pour un grand nombre de sujets.

Les six valeurs communes de la BCE (compétence, efficacité et efficience, intégrité, esprit d'équipe, transparence et responsabilité, conscience d'œuvrer pour l'Europe) ont été intégrées plus largement dans les politiques de ressources humaines afin qu'elles se reflètent dans le comportement et les performances de tous les jours. Les outils et les procédures RH (par exemple, la gestion des performances, le recrutement et la sélection, la formation et le développement des compétences) continueront d'être rapprochés de ces valeurs.

L'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences demeurent la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines. Fondamentalement, la formation et le développement des compétences constituent une responsabilité partagée entre le personnel et l'institution. La BCE procure les moyens budgétaires et le cadre de formation, les dirigeants définissent les besoins correspondants pour faire en sorte que les agents maintiennent le niveau élevé de connaissances et de qualifications professionnelles que requiert leur poste actuel, et la formation et le développement des compétences sont principalement du ressort des agents concernés. Outre différentes possibilités de formation interne, le personnel a continué de profiter des possibilités de formation externe pour répondre à des besoins de formation individuelle spécifiques ou de nature plus « technique ». Il a aussi bénéficié des possibilités de formation offertes dans le cadre de programmes communs à l'ensemble du SEBC ou proposées par les BCN.

La BCE a accordé des congés sans solde à 10 membres du personnel désireux de poursuivre des études et, dans le cadre de la politique de formation complémentaire (*Secondary Training Policy*), a offert une assistance à 14 employés souhaitant obtenir une qualification susceptible de renforcer leurs compétences professionnelles au-delà du niveau requis par leur poste actuel.

LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE SUIVI DE LA DÉCLARATION DE MISSION DE L'EUROSYSTÈME

En vue de favoriser davantage la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines, le Conseil des gouverneurs a institué une Conférence sur les ressources humaines (*Human Resources Conference – HRC*) en 2005, formalisant ainsi la coopération existant de longue date entre les responsables du personnel des banques centrales de l'UE.

Les activités de la Conférence en 2006 ont couvert divers aspects de la formation et du développement du personnel, comportant des

possibilités communes de formation, de stratégies de carrière, de systèmes d'évaluation des résultats, de politiques de détachement et de procédures de sélection. Ses travaux dans ce domaine s'étendront au développement de mesures d'encouragement des échanges de personnel.

La Conférence sur les ressources humaines a également échangé des informations relatives aux coûts du personnel et proposé, conjointement avec le Comité ECCO, un cadre complet de traitement des principaux aspects couverts par la déclaration de mission de l'Eurosystème, les objectifs stratégiques et les principes organisationnels des programmes de recrutement partagé de l'Eurosystème/du SEBC.

2.2 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

De nouvelles avancées ont été réalisées concernant le projet de nouveau site de la BCE. À la suite de l'optimisation du projet lauréat de COOP HIMMELB(L)AU répondant aux spécifications fonctionnelles, spatiales et



techniques révisées, ainsi qu'à l'objectif de plus faible coût de construction, le projet est entré dans une phase de planification en 2006. Cette phase comprend :

- la préparation et la réalisation des procédures d'appel d'offres nécessaires à l'attribution des contrats de services aux planificateurs, experts, ingénieurs et entreprises de construction qui seront impliqués dans la planification et la construction des locaux ;
- la soumission des plans aux autorités de la Ville de Francfort afin d'obtenir les permis de construire nécessaires et d'adapter tous les plans pour respecter les règles de construction applicables, à savoir le code de la construction, la protection contre l'incendie et les normes d'hygiène et de sécurité ;
- la préparation d'une mise à jour du calcul des coûts pour confirmer l'enveloppe globale (500 millions d'euros pour les coûts de construction et 850 millions pour le coût d'investissement total, à prix constants 2005) ;
- le développement des plans détaillés pour le projet s'appuyant sur les spécifications de la construction et sur un processus permanent d'optimisation de la valeur.

Par conséquent, les architectes ont soumis un projet préliminaire en octobre 2006, qui comportait plusieurs adaptations liées à l'optimisation de la conception. En premier lieu, le gratte-ciel et la structure qui relie la *Grossmarkthalle* au gratte-ciel ont été légèrement déplacés vers l'ouest, conformément aux spécifications des autorités de conservation des sites historiques. Deuxièmement, les fonctions envisagées pour la *Grossmarkthalle* ont été réorganisées en tenant compte des besoins de conservation historique et d'espace. Troisièmement, la façade du gratte-ciel a été rendue plus économe en énergie en améliorant l'isolation thermique. La conception de

l'environnement du site a également été redéfinie et précise les mesures de sécurité à prendre en compte. Enfin, le sommet du gratte-ciel a changé de forme, avec un nouveau toit incliné qui améliore le profil général et la perception du bâtiment dans son environnement urbain.

La Ville de Francfort, en coopération avec la BCE, a poursuivi la préparation du plan d'occupation des sols pour le nouveau site. Dans ce contexte, plusieurs réunions avec les autorités municipales se sont tenues au cours de l'année. La procédure d'obtention des permis de construire devrait aboutir fin octobre 2007, comme prévu. La construction devrait commencer début 2008 et les travaux devraient s'achever fin 2011.

Un mémorial et un espace d'information visant à commémorer le rôle de la *Grossmarkthalle* dans la déportation des citoyens juifs seront également construits. Un groupe de travail réunissant des représentants de la Ville de Francfort, de la Communauté juive de Francfort et de la BCE est actuellement en train de préparer un concours international pour la réalisation du mémorial et de l'espace d'information. Ce concours devrait être lancé en 2007.

3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel de presque toutes les banques centrales du SEBC ainsi que les fédérations syndicales européennes¹⁴. Il a pour objet de fournir des informations et de débattre des questions susceptibles d'avoir une incidence notable sur la situation de l'emploi dans les banques centrales du SEBC.

Des réunions au titre du dialogue social au sein du SEBC ont eu lieu en juin et en décembre 2006. Outre les questions relatives à la production et à la circulation des billets de banque, aux systèmes de paiement (*Target 2*) et à la surveillance financière, thèmes régulièrement abordés au titre du dialogue social, les débats ont porté sur la mise en œuvre de mesures liées à la déclaration de mission, aux orientations stratégiques et aux principes d'organisation de l'Eurosystème, ainsi que sur leurs conséquences pour le travail quotidien des personnels de l'Eurosystème. Les représentants du personnel ont également été informés des travaux réalisés par la Conférence sur les ressources humaines.

La BCE a continué de publier une lettre d'information semestrielle destinée à tenir les représentants du personnel informés des dernières évolutions relatives aux sujets précités.

Des moyens d'amélioration supplémentaires du dialogue social au sein du SEBC ont été discutés lors de la réunion de décembre et ont fait l'objet d'un accord entre la BCE et les fédérations syndicales européennes. Un mécanisme a été mis en place pour informer à un stade préliminaire les représentants du personnel des sujets, concernant le dialogue social, traités par le Conseil des gouverneurs.

Répondant à l'invitation des fédérations syndicales européennes, la BCE a également participé à deux séminaires traitant des relations sociales et de la culture d'entreprise, qui étaient principalement destinés aux représentants du personnel des BCN des États membres qui ont rejoint l'UE en mai 2004 et janvier 2007.

¹⁴ Le Comité permanent des syndicats des banques centrales européennes (CPSBCE), UNI-Finance et la Fédération syndicale européenne des services publics (FSESP)

4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2006

1 NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2006 sont décrites en détail dans les chapitres correspondants du *Rapport annuel*.

2 OBJECTIFS ET MISSIONS

Les objectifs et missions de la BCE sont décrits dans les statuts du SEBC (articles 2 et 3). En outre, une vue d'ensemble de ces objectifs est intégrée dans l'avant-propos du président au *Rapport annuel*.

3 RESSOURCES, RISQUES ET PROCÉDURES : PRINCIPAUX ÉLÉMENTS

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

Les informations relatives au gouvernement d'entreprise de la BCE sont exposées dans le chapitre 8.

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Les membres du Directoire sont nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil de l'UE et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Les conditions d'emploi des membres du Directoire sont fixées par le Conseil des gouverneurs sur proposition d'un comité comprenant trois membres nommés par le Conseil des gouverneurs et trois membres nommés par le Conseil de l'UE.

PERSONNEL

L'effectif moyen (en équivalent temps plein) employé par la BCE, dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée

déterminée, est passé de 1 331 en 2005 à 1 360 en 2006. À la fin de cette année, l'effectif total s'élevait à 1 367. Des informations complémentaires figurent dans l'annexe au compte de résultat et au chapitre 8, section 2, qui décrit également la stratégie des ressources humaines de la BCE.

ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET GESTION DU RISQUE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des avoirs de réserve qui lui ont été transférés par les BCN de la zone euro en vertu des dispositions de l'article 30 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, et des revenus y afférents. Il a pour objet de financer les opérations de la BCE sur le marché des changes aux fins énoncées dans le Traité.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE reflète le placement de son capital libéré, de la contrepartie de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, du fonds de réserve général et des revenus accumulés sur ce portefeuille au fil des années. Son objectif est de doter la BCE des revenus nécessaires à la couverture de ses dépenses d'exploitation.

Les activités de placement de la BCE et sa gestion des risques associés sont décrites de façon plus détaillée dans le chapitre 2.

PROCÉDURE BUDGÉTAIRE

Le Comité budgétaire (BUCOM), composé d'experts de la BCE et des BCN de la zone euro, est un acteur essentiel de la procédure de gestion financière de la BCE. Conformément à l'article 15 du règlement intérieur, le BUCOM assiste le Conseil des gouverneurs en lui fournissant une évaluation détaillée des propositions relatives au budget annuel de la BCE et des demandes de financement budgétaire supplémentaire du Directoire, avant leur soumission au Conseil des gouverneurs pour approbation. Un contrôle des dépenses par

rapport aux budgets adoptés est régulièrement effectué par le Directoire, en tenant compte de l'avis de la fonction de contrôle interne de la BCE, et par le Conseil des gouverneurs avec l'assistance du BUCOM.

4 RÉSULTATS FINANCIERS

COMPTES FINANCIERS

En vertu de l'article 26.2 des statuts du SEBC, les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont alors approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

PROVISION POUR RISQUES DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE VARIATION DU COURS DE L'OR

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à cette date, la rentabilité de la BCE est fortement affectée par son exposition au risque de change et, dans une moindre mesure, par son exposition au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de son portefeuille d'avois de réserve officiels en dollars, en yens et en or, investis essentiellement en instruments portant intérêts.

En 2005, compte tenu de l'exposition importante de la BCE à ces risques et du niveau atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de constituer une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Par conséquent, au 31 décembre 2005, un montant de 992 millions d'euros a été enregistré au titre de cette provision. Au 31 décembre 2006, un montant supplémentaire de 1 379 millions d'euros a été enregistré, faisant passer cette provision à 2 371 millions d'euros et, comme en 2005, ramenant à très exactement zéro le bénéfice net de l'exercice.

Cette provision sera affectée à la couverture des pertes réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Son montant et son adéquation sont revus chaque année.

RÉSULTATS FINANCIERS EN 2006

Si la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or n'avait pas été augmentée en 2006, la BCE aurait enregistré un bénéfice net de 1 379 millions d'euros.

En 2006, l'appréciation de l'euro par rapport au yen s'est traduite par des moins-values en euros sur les portefeuilles d'actifs en yens détenus par la BCE, de l'ordre de 0,6 milliard d'euros, qui ont été enregistrées en charges dans le compte de résultat.

En 2006, le produit net d'intérêt s'est élevé à 1 972 millions d'euros, après 1 270 millions en 2005, en raison essentiellement : (a) d'une augmentation des billets en euros en circulation et du taux marginal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, qui détermine la rémunération que la BCE reçoit au titre de sa part des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et (b) d'une hausse des taux d'intérêt servis sur le dollar.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières sont passées de 149 millions d'euros en 2005 à 475 millions en 2006. La dépréciation de l'euro vis-à-vis de l'or, conjuguée à l'augmentation des volumes de ventes d'or en 2006, a entraîné un accroissement des plus-values réalisées. Ces ventes ont été réalisées conformément à l'accord du 27 septembre 2004 sur les avois en or des banques centrales, dont la BCE est signataire.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 348 millions d'euros en 2005 à 361 millions en 2006.

Les charges de personnel ont augmenté principalement en raison d'une hausse de l'effectif moyen employé au cours de l'année et d'un accroissement du coût des retraites en 2006. Les émoluments du Directoire se sont élevés à 2,2 millions d'euros (2,1 millions en 2005).

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2006

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2006 EUROS	2005 EUROS
Avoirs et créances en or	1	9 929 865 976	10 064 527 857
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		414 768 308	170 162 349
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		29 313 377 277	31 062 557 242
		29 728 145 585	31 232 719 591
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	2 773 828 417	2 908 815 389
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		4 193 677	13 416 711
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	33 914	25 000
Créances intra-Eurosystème	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		50 259 459 435	45 216 783 810
Autres créances intra-Eurosystème (net)		3 545 868 495	5 147 038 409
		53 805 327 930	50 363 822 219
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles		175 180 989	175 237 902
Autres actifs financiers		8 220 270 389	6 888 490 580
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		29 518 315	0
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		1 094 509 354	679 603 366
Divers		5 580 697	4 397 807
		9 525 059 744	7 747 729 655
Total de l'actif		105 766 455 243	102 331 056 422

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2006 EUROS	2005 EUROS
Billets en circulation	7	50 259 459 435	45 216 783 810
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 065 000 000	1 050 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	105 121 522	649 304 896
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		330 955 249	855 933 000
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		39 782 265 622	39 782 265 622
Autres engagements	12		
Charges à payer et produits constatés d'avance		1 262 820 884	919 344 079
Divers		899 170 800	632 012 224
		2 161 991 684	1 551 356 303
Provisions	13	2 393 938 510	1 027 507 143
Comptes de réévaluation	14	5 578 445 671	8 108 628 098
Capital et réserves	15		
Capital		4 089 277 550	4 089 277 550
Bénéfice de l'exercice		0	0
Total du passif		105 766 455 243	102 331 056 422

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2006

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2006 EUROS	2005 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		1 318 243 236	889 408 789
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		1 318 852 000	868 451 848
Autres produits d'intérêt		2 761 697 060	1 794 267 421
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>5 398 792 296</i>	<i>3 552 128 058</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(965 331 593)	(710 160 404)
Autres charges d'intérêt		(2 461 625 254)	(1 572 338 709)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(3 426 956 847)</i>	<i>(2 282 499 113)</i>
Produit net d'intérêt	20	1 971 835 449	1 269 628 945
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	21	475 380 708	149 369 135
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	22	(718 467 508)	(97 494 081)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		(1 379 351 719)	(992 043 443)
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(1 622 438 519)	(940 168 389)
Charge nette de commissions	23	(546 480)	(182 373)
Produits des actions et des titres de participation	24	911 866	853 403
Autres produits	25	11 407 583	17 428 558
Total des produits nets		361 169 899	347 560 144
Charges de personnel	26	(160 847 043)	(153 048 314)
Autres charges d'exploitation	27	(166 426 595)	(158 457 219)
Amortissement des immobilisations corporelles		(29 162 141)	(31 888 637)
Service de production des billets	28	(4 734 120)	(4 165 974)
Bénéfice/(perte) de l'exercice		0	0

Francfort-sur-le-Main, 27 février 2007

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Jean-Claude Trichet
Président

LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES¹

LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables² que le Conseil des gouverneurs estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et comparabilité.

LA COMPTABILISATION DE L'ACTIF ET DU PASSIF

Un élément d'actif ou de passif n'est comptabilisé au bilan que lorsqu'il est probable que tout gain ou perte économique futur bénéficiera à ou sera supporté par la BCE, que l'essentiel des risques et avantages associés à l'actif ou au passif a été transféré à la BCE, et que le coût ou la valeur de l'actif ou le montant de la dette peut être mesuré de manière fiable.

LA BASE COMPTABLE

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables, l'or ainsi que l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

Depuis le 1^{er} janvier 2007, la méthode de comptabilisation des opérations de change, des instruments financiers libellés en devises et des

intérêts courus correspondants inscrits dans les comptes des banques centrales de l'Eurosystème a été modifiée. Une application anticipée a été autorisée, et la BCE a introduit la modification à compter du 1^{er} octobre 2006, avec les effets suivants. À l'exception des titres, les opérations sont désormais enregistrées dans des comptes hors bilan à la date d'opération. À la date de règlement, les inscriptions hors bilan sont contre-passées et les opérations sont enregistrées dans les comptes de bilan. Les achats et ventes de devises influent sur la position nette en devises à la date d'opération et non plus à la date de règlement au comptant, comme cela était le cas jusqu'à présent, et les plus-values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à la date d'opération. Les intérêts, primes et décotes courus relatifs aux instruments financiers libellés en devises sont calculés et comptabilisés quotidiennement ; ainsi, la position en devises est également modifiée quotidiennement lorsque ces intérêts courus sont comptabilisés, et pas seulement lorsque les intérêts sont encaissés ou décaissés, comme c'était le cas auparavant. L'application rétrospective de cette modification des règles et méthodes comptables aux périodes antérieures n'est pas possible.

LES ACTIFS ET PASSIFS EN OR ET DEVISES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

1 Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées de manière détaillée dans une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 5 décembre 2002 (BCE/2002/11), JO L 58 du 03.03.2003, modifiée. À compter du 1^{er} janvier 2007, cette décision a été abrogée et remplacée par la décision BCE/2006/17, JO L 348, du 11.12.2006.

2 Ces règles et méthodes comptables sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé, pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2006, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 29 décembre 2006.

LES TITRES

Tous les titres et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2006, les prix moyens du marché au 29 décembre 2006 ont été utilisés. Les titres non négociables sont valorisés à leur prix d'acquisition.

LES MODALITÉS D'ENREGISTREMENT DES PRODUITS

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre, sur une devise donnée ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises ou sur

l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur un poste du bilan à la fin de l'exercice, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change et/ou la valeur de marché en fin d'année.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE CESSION TEMPORAIRE

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu et à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres et donnent également lieu à une charge d'intérêt dans le compte de résultat. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE. Elles donnent lieu à un produit d'intérêt dans le compte de résultats.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêts de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie à la BCE sous la forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2006, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme sur toute la durée de telles opérations.

LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future, sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change.

La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les appels de marge quotidiens sur les encours de contrats à terme de taux d'intérêt sont enregistrés dans le compte de résultat. La valorisation des opérations à terme sur titres est effectuée à l'aide d'une méthode communément admise qui se fonde sur les prix de marché observables et les taux d'actualisation, de la date de règlement à la date de valorisation.

LES ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

Les actifs et les passifs font l'objet d'un ajustement pour tenir compte d'événements survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date d'approbation des états financiers par le Conseil des gouverneurs, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système *Target* (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) (cf. chapitre 2) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à *Target*. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement affectés à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE,

représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC.

Les soldes intra-SEBC des BCN de la zone euro (à l'exception du capital de la BCE et des positions résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE) sont présentés comme des créances ou des engagements au sein de l'Eurosystème et figurent dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif.

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les soldes intra-SEBC des BCN n'appartenant pas à la zone euro (Danmarks Nationalbank et Bank of England) auprès de la BCE, qui découlent de leur participation à *Target*, figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ». Le 31 décembre 2006, la Sveriges Riksbank a cessé de participer à *Target*.

LE TRAITEMENT DES IMMOBILISATIONS

Les immobilisations, à l'exception des terrains, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, mobilier et équipement	10 ans
Immeubles et dépenses immobilisées	25 ans
Immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros	Passées en totalité en charge l'année de leur acquisition

La période d'amortissement des immeubles et dépenses immobilisées liés aux locaux actuels de la BCE a été réduite afin de garantir que ces actifs soient passés en totalité en charge avant que la BCE ne s'installe dans ses nouveaux locaux.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE met en œuvre un régime à prestations définies pour ses employés. Celui-ci est financé par des actifs détenus dans un fonds à long terme d'avantages au personnel.

LE BILAN

L'élément figurant au passif du bilan au titre du régime à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, *diminuée* de la juste valeur des actifs du fonds de pension servant à financer ces engagements, corrigée des écarts actuariels non comptabilisés.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est déterminée par actualisation des flux de trésorerie futurs estimés, à l'aide des taux de rendement des obligations d'entreprises de première catégorie, libellées en euros et assorties d'une échéance proche de celle des engagements de retraite correspondants.

Des écarts actuariels peuvent apparaître en raison d'un ajustement en fonction de l'expérience (lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

LE COMPTE DE RÉSULTAT

Le montant net imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations ;
- (b) le coût financier de l'obligation au titre des prestations définies ;
- (c) le rendement attendu des actifs du fonds ;
et
- (d) les écarts actuariels inscrits au compte de résultat, en appliquant un « corridor » de 10 %.

L'APPROCHE DU « CORRIDOR » DE 10 %

Les écarts actuariels cumulés non comptabilisés qui excèdent la plus grande de ces deux valeurs, soit (a) 10 % de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ou (b) 10 % de la juste valeur des actifs du fonds, doivent être amortis sur la durée de vie active moyenne résiduelle attendue des membres du personnel bénéficiant de ce régime.

LES PENSIONS DE RETRAITE DES MEMBRES DU DIRECTOIRE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les dispositions relatives aux retraites des membres du Directoire et au risque d'invalidité du personnel ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. Le coût attendu de ces prestations est comptabilisé sur la durée du mandat/de service des membres du Directoire/du personnel, à l'aide d'une approche comptable analogue à celle des régimes de retraite à prestations définies. Les écarts actuariels sont enregistrés de la même manière que précédemment.

Ces obligations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

LES BILLETS EN CIRCULATION

La BCE et les douze BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent

des billets de banque en euros³. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets⁴.

La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées⁵, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit net d'intérêt ». Jusqu'en 2005, le revenu relatif aux billets en circulation était distribué de manière distincte aux BCN, sous la forme d'un acompte sur dividendes à la fin de chaque trimestre⁶. À compter de 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé que ce revenu serait dû intégralement aux BCN au cours de l'exercice même où il est dégagé, mais qu'il serait distribué le deuxième jour ouvrable de l'exercice suivant⁷. Il est distribué en totalité, sauf si le bénéfice net de la BCE pour l'exercice est inférieur au revenu issu des billets en euros en circulation, en tenant compte également de toute décision du Conseil des gouverneurs d'en transférer une partie vers la provision pour risque de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, et sous réserve enfin de toute décision du Conseil des gouverneurs d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros.

QUESTIONS DIVERSES

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet KPMG *Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2007.

3 Décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros, JO L 337 du 20.12.2001, modifiée

4 La « clé de répartition des billets en euros » désigne les pourcentages résultant de la prise en compte de la part de la BCE dans le total des billets en euros émis et de l'application à la part des BCN dans ce total d'une clé de répartition identique à celle du capital souscrit.

5 Décision BCE/2001/16 du 6 décembre 2001 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002, JO L 337 du 20.12.2001, modifiée

6 Décision BCE/2002/9 du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation, JO L 323 du 28.11.2002

7 Décision BCE/2005/11 du 17 novembre 2005 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation, JO L 311 du 26.11.2005. Cette décision a abrogé et remplacé la décision BCE/2002/9.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2006, la BCE détenait 20,6 millions d'onces d'or fin (23,1 millions d'onces en 2005). Cette diminution a résulté de ventes d'or effectuées conformément à l'accord du 27 septembre 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire. La baisse de la valeur en euros de ces avoirs a été en partie compensée par une hausse significative du cours de l'or en 2006 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

2 CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

CRÉANCES SUR LE FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2006. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette donnée. Le DTS est défini comme un panier de devises. Sa valeur est déterminée comme la somme pondérée des taux de change des quatre principales devises (euro, yen, livre sterling et dollar des États-Unis). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES, PRÊTS ET AUTRES ACTIFS EN DEVISES CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces créances sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens, et peuvent être ventilées comme suit :

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Comptes courants	1 388 630 590	5 149 756 962	(3 761 126 372)
Dépôts sur le marché monétaire	1 352 326 756	1 182 580 317	169 746 439
Accords de prise en pension	330 983 321	1 306 216 228	(975 232 907)
Titres	26 241 436 610	23 424 003 735	2 817 432 875
Total	29 313 377 277	31 062 557 242	(1 749 179 965)

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Comptes courants	18 535	25 019	(6 484)
Dépôts sur le marché monétaire	2 621 949 594	2 908 790 370	(286 840 776)
Accords de prise en pension	151 860 288	0	151 860 288
Total	2 773 828 417	2 908 815 389	(134 986 972)

La diminution de ces positions en 2006 est due essentiellement à la dépréciation du dollar des États-Unis, et, dans une moindre mesure, du yen vis-à-vis de l'euro (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Au 31 décembre 2006, les avoirs nets en devises de la BCE⁸ libellés en dollars des États-Unis et en yens étaient les suivants :

(en millions d'unités monétaires)	
Dollars des États-Unis	35 000
Yens	856 308

⁸ Avoirs nets libellés dans la devise correspondante qui font l'objet d'une réévaluation du cours de change. Ils sont compris dans les rubriques « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro », « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro » et « Charges à payer et produits constatés d'avance », et prennent également en compte les opérations de change à terme et de swaps de change figurant dans les rubriques de hors bilan. L'incidence des plus-values sur les titres libellés en devises n'est pas comprise.

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2006, 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 2006, ces créances sont constituées de dépôts bancaires auprès des résidents de la zone euro.

	2006 euros	2005 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de <i>Target</i>	83 764 470 700	75 906 443 905
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de <i>Target</i> (80 218 602 205)	(71 393 877 603)	
Solde <i>Target</i> net	3 545 868 495	4 512 566 302
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables/ (dus aux BCN de la zone euro) au titre de l'acompte sur dividendes de la BCE relatif aux billets	0	634 472 107
Autres créances intra-Eurosystème (net)	3 545 868 495	5 147 038 409

5 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

CRÉANCES RELATIVES À LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS AU SEIN DE L'EUROSYSTÈME

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

AUTRES CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME (NET)

Cette rubrique recouvre les soldes constitués, à l'occasion de l'utilisation du système *Target*, par les BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE ainsi que les montants dus en liaison avec les acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Au 31 décembre 2005, les BCN de la zone euro étaient redevables d'un montant de 634 millions d'euros en liaison avec les acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Cette somme représentait les acomptes sur dividendes versés aux BCN de la zone euro au titre de ce revenu pour les trois premiers trimestres de l'année, qui ont été rappelés par la suite. Ces versements d'acomptes sur dividendes ont cessé depuis 2006 (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 20 « Produit net d'intérêt »).

6 AUTRES ACTIFS

IMMOBILISATIONS CORPORELLES

Au 31 décembre 2006, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Coût			
Terrains et immeubles	160 272 602	158 681 104	1 591 498
Matériels informatiques et logiciels	157 573 338	147 880 213	9 693 125
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	26 670 476	26 238 407	432 069
Immobilisations en cours	28 790 200	11 576 491	17 213 709
Autres immobilisations	1 232 143	1 126 210	105 933
Coût total	374 538 759	345 502 425	29 036 334
Amortissement cumulé			
Terrains et immeubles	(39 696 727)	(29 694 172)	(10 002 555)
Matériels informatiques et logiciels	(135 057 096)	(117 129 048)	(17 928 048)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(24 471 251)	(23 308 719)	(1 162 532)
Autres immobilisations	(132 696)	(132 584)	(112)
Total amortissement cumulé	(199 357 770)	(170 264 523)	(29 093 247)
Valeur comptable nette	175 180 989	175 237 902	(56 913)

L'augmentation du poste « Terrains et immeubles » dans les coûts est due principalement à l'acquisition d'une nouvelle résidence officielle pour les présidents de la BCE en décembre 2006. La première résidence, acquise en 2001, a été cédée en janvier 2007.

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » concerne principalement le lancement des travaux sur le site des nouveaux locaux de la BCE. Les transferts de cette rubrique vers les comptes d'immobilisations corporelles correspondants interviendront une fois que les actifs seront utilisés.

AUTRES ACTIFS FINANCIERS

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Titres libellés en euros	7 303 413 758	5 710 256 343	1 593 157 415
Accords de prise en pension en euros	874 669 464	1 136 043 600	(261 374 136)
Autres actifs financiers	42 187 167	42 190 637	(3 470)
Total	8 220 270 389	6 888 490 580	1 331 779 809

- (a) Les titres libellés en euros et les accords de prise en pension en euros représentent le placement des fonds propres de la BCE (cf. la note 12 « Autres engagements »). L'augmentation de la détention de titres s'explique principalement par l'investissement dans le portefeuille de fonds propres de la contrepartie de la provision de la BCE pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or constituée par la BCE en 2005.
- (b) La BCE détient 3 211 actions de la BRI qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre les effets de valorisation des opérations de *swaps* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2006 (cf. la note 19 « Opérations de *swaps* de change et de change à terme »). Ces écarts résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été enregistrées (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2005, les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) ont été comptabilisés sur une base brute sous les rubriques « Produits à recevoir et charges constatées d'avance » et « Charges à payer et produits constatés d'avance ». Ces intérêts figurent désormais sur une base nette sous la rubrique « Produits à recevoir et charges constatées d'avance » afin de mieux refléter la réalité économique. À des fins de comparaison, un montant de 412 341 791 euros a été transféré du solde de 2005 figurant sous la rubrique « Charges à payer et produits constatés d'avance » vers la rubrique « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », réduisant le solde de ces deux positions de façon correspondante.

Les intérêts courus, y compris l'amortissement des décotes, sur des titres et autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

DIVERS

Cette rubrique comprend une créance sur le ministère des Finances d'Allemagne fédérale au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 40 des statuts du SEBC.

7 BILLETS EN CIRCULATION

Cette rubrique recouvre la part de la BCE (8 %) dans le total des billets en euros en circulation (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

8 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS D'AUTRES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'ABE par l'intermédiaire du système *Target*.

9 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les BCN de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système *Target* (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosysteme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

10 ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique se compose des engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE.

11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles rejoignent l'Eurosysteme. Elle n'a donné lieu à aucun ajustement en 2006.

Ces engagements sont rémunérés au dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosysteme, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 20 « Produit net d'intérêt »).

	Clé de répartition du capital %	euros
Banque nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Bank of Greece	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
Total	71,4908	39 782 265 622

12 AUTRES ENGAGEMENTS

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées

(cf. la note 11 « Engagements intra-Eurosysteme »). Ce solde comprend également (a) les autres charges constatées d'avance, y compris l'amortissement des primes liées aux coupons obligataires, et les engagements au titre d'opérations de pension en cours, pour un montant de 772 millions d'euros, menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 6 « Autres actifs ») et (b) les engagements nets au titre des obligations de la BCE en matière de retraite.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les montants comptabilisés au bilan s'agissant des obligations de la BCE au titre des retraites (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2006 millions d'euros	2005 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	258,5	223,5
Juste valeur des actifs du fonds	(195,3)	(161,2)
Écarts actuariels non comptabilisés	17,3	6,5
Passif comptabilisé au bilan	80,5	68,8

La valeur actuelle des obligations au titre des retraites inclut, pour un montant de 32,6 millions d'euros (30,4 millions en 2005), les obligations au titre du régime de retraite des membres du Directoire et des provisions pour invalidité du personnel.

Les montants enregistrés en 2006 et en 2005 dans le compte de résultat au titre des rubriques « Coût des services rendus au cours de l'exercice », « Coût financier » et « Rendement attendu des actifs du fonds » sont les suivants :

	2006 millions d'euros	2005 millions d'euros
Coût des services rendus	27,3	24,6
Coût financier	6,8	6,2
Rendement attendu des actifs du fonds	(6,7)	(5,2)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	0	0
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	27,4	25,6

Dans le cadre de l'approche du corridor de 10 % (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), aucun écart actuariel n'a été enregistré dans le compte de résultat en 2006.

La valeur actualisée de l'obligation au titre des prestations définies est modifiée comme suit :

	2006 millions d'euros	2005 millions d'euros
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	223,5	178,5
Coût des services	27,3	24,6
Coût financier	6,8	6,2
Cotisations versées par les participants au fonds	10,4	9,3
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	3,7	6,1
Prestations servies	(2,6)	(2,2)
Écarts actuariels	(10,6)	1,0
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	258,5	223,5

La juste valeur des actifs du régime est modifiée comme suit :

	2006 millions d'euros	2005 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	161,2	120,2
Rendement attendu	6,7	5,2
Écarts actuariels	0,2	7,5
Cotisations versées par l'employeur	15,4	14,7
Cotisations versées par les participants au fonds	10,3	9,3
Prestations servies	(2,2)	(1,8)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	3,7	6,1
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	195,3	161,2

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le Directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière.

Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements de retraite du personnel sont présentées ci-après. Le taux de rendement attendu des actifs du fonds est utilisé par les actuaires pour calculer la charge annuelle enregistrée dans le compte de résultat.

	2006 %	2005 %
Taux d'actualisation	4,60	4,10
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,00	6,00
Hausses futures des salaires	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	2,00	2,00

13 PROVISIONS

Compte tenu des expositions importantes de la BCE aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ainsi que du niveau atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun de

mettre en place une provision spéciale contre ces risques. Par conséquent, au 31 décembre 2005, un montant de 992 millions d'euros a été enregistré au titre de cette provision. Au 31 décembre 2006, un montant supplémentaire de 1 379 millions d'euros a été enregistré, faisant passer cette provision à 2 371 millions et, comme en 2005, ramenant à très exactement zéro le bénéfice net.

La provision sera utilisée pour financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Le montant de cette provision et son adéquation sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition future aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Cette évaluation se fonde sur des méthodes d'estimation des risques financiers communément admises.

Une provision adéquate au titre de l'obligation contractuelle de la BCE de restituer dans leur état initial ses locaux actuels lorsqu'elle les quittera pour s'installer dans son site définitif et diverses autres provisions figurent également dans cette rubrique.

14 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les réserves de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs.

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Or	4 861 575 989	4 362 459 301	499 116 688
Devises étrangères	701 959 896	3 737 934 137	(3 035 974 241)
Titres	14 909 786	8 234 660	6 675 126
Total	5 578 445 671	8 108 628 098	(2 530 182 427)

Les cours de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2006	2005
Dollars des États-Unis pour 1 euro	1,3170	1,1797
Yens pour 1 euro	156,93	138,90
Euros pour 1 DTS	1,1416	1,2099
Euros par once d'or fin	482,688	434,856

15 CAPITAL ET RÉSERVES

CAPITAL

Le capital souscrit de la BCE s'élève à 5,565 milliards d'euros et le montant libéré à 4,089 milliards. Les BCN de la zone euro ont entièrement libéré leur part dans le capital, qui s'élève à 3,978 milliards d'euros (aucun changement n'est intervenu en 2006), de la façon suivante⁹ :

	Clé de répartition du capital %	euros
Banque nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Bank of Greece	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
Total	71,4908	3 978 226 562

Les treize BCN hors zone euro sont tenues, à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE, de libérer 7 % du montant de leur capital souscrit. Y compris les montants reçus des dix nouvelles BCN ne faisant pas partie de la zone euro, cette contribution s'est élevée au total à 111 050 988 euros à fin 2006, sans changement

par rapport à 2005. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Les BCN hors zone euro ont versé les montants suivants :

	Clé de répartition du capital %	euros
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
Total	28,5092	111 050 988

16 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

MODIFICATIONS DE LA CLÉ DE RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA BCE

CONTEXTE

Conformément à l'article 29 des statuts du SEBC, les parts des BCN dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE sont pondérées en fonction des parts de chacun des États membres concernés dans la population et le PIB de l'UE, à proportion égale, sur la base des données notifiées à la BCE par la Commission européenne. Ces pondérations sont ajustées tous les cinq ans et à chaque fois que de

⁹ Les montants sont arrondis à l'euro le plus proche. Les totaux des tableaux de cette section peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

nouveaux États membres adhèrent à l'UE. Conformément à la décision 2003/517/CE du Conseil du 15 juillet 2003 relative aux données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne, les parts des BCN dans cette clé de répartition ont été modifiées le 1^{er} janvier 2007, du fait de l'adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie comme nouveaux États membres, de la façon suivante :

	Du 1 ^{er} mai 2004 au 31 décembre 2006 %	À compter du 1 ^{er} janvier 2007 %
Banque nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Sous-total pour les BCN de la zone euro	71,4908	69,5092
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Sous-total pour les BCN hors zone euro	28,5092	30,4908
Total	100,0000	100,0000

ENTRÉE DE LA SLOVÉNIE DANS LA ZONE EURO

En vertu de la décision 2006/495/CE du Conseil du 11 juillet 2006, conformément à l'article 122, paragraphe 2, du Traité, la Slovénie a adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2007. Conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC et aux actes juridiques adoptés par le Conseil des gouverneurs le 30 décembre 2006¹⁰, la Banka Slovenije a versé un montant de 17 096 556 euros au 1^{er} janvier 2007, représentant le reliquat de sa contribution au capital de la BCE. Les 2 et 3 janvier 2007, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a transféré à la BCE des avoirs de réserve de change d'une valeur totale équivalente à 191 641 809 euros. Le montant total transféré a été déterminé en multipliant la valeur en euros, aux taux de change en vigueur le 29 décembre 2006, des avoirs de réserve de change déjà transférés à la BCE par le nombre de parts souscrites par la Banka Slovenije rapporté au nombre de parts déjà libérées par les autres BCN ne faisant pas l'objet d'une dérogation. Ces avoirs de réserve de change étaient constitués de dollars sous forme de numéraire et d'or, dans les proportions de 85 et 15, respectivement.

La Banka Slovenije a reçu une créance correspondant à sa contribution au capital libéré et aux avoirs de réserve de change et équivalente aux montants transférés. Cette créance doit être traitée de manière identique aux créances existantes détenues par les autres BCN participantes (cf. la note 11, « Engagements intra-Eurosystème »).

¹⁰ Décision BCE/2006/30 de la Banque centrale européenne du 30 décembre 2006 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par la Banka Slovenije, JO L 24 du 31.01.2007 ; accord du 30 décembre 2006 entre la Banque centrale européenne et la Banka Slovenije concernant la créance reçue par la Banka Slovenije de la Banque centrale européenne en vertu de l'article 30.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, JO C 17 du 25.01.2007

INCIDENCE DES VARIATIONS

CAPITAL DE LA BCE

L'élargissement de l'Union européenne à la Bulgarie et à la Roumanie et la modification concomitante intervenue dans le capital souscrit et la clé de répartition du capital de la BCE, ainsi que l'entrée de la Slovénie dans la zone euro, ont entraîné une augmentation de 37 858 680 euros du capital libéré.

CRÉANCES DES BCN AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE TRANSFÉRÉS À LA BCE

La modification des pondérations des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE et le transfert des avoirs de réserve de la Banka Slovenije ont augmenté les créances des BCN de 259 568 376 euros.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

17 PROGRAMME AUTOMATIQUE DE GESTION DE PRÊTS DE TITRES

Dans le cadre de la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatique de gestion de prêts de titres, dans le cadre duquel un intermédiaire spécialement désigné à cet effet conclut des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme contreparties éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2006 des opérations de cession temporaire pour un montant de 2,2 milliards d'euros (0,9 milliard en 2005) (cf. « Les opérations de cession temporaire » dans les notes relatives aux règles et aux méthodes comptables).

18 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

En 2006, des contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt ont été utilisés dans le cadre

de la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE. Au 31 décembre 2006, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	9 192 862 566
Ventes	367 444 345

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	40 000 000
Ventes	147 500 000

19 OPÉRATIONS DE SWAPS DE CHANGE ET DE CHANGE À TERME

Au 31 décembre 2006, le montant des opérations de *swaps* de change et de change à terme s'élevait à 207 millions d'euros pour les créances et à 204 millions pour les engagements. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

20 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE EN DEVICES

Ce poste comprend les produits d'intérêt, déduction faite des charges d'intérêt, au titre des créances et engagements libellés en devises, comme suit :

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Intérêts sur comptes courants	15 399 229	7 519 063	7 880 166
Revenus des dépôts du marché monétaire	195 694 549	124 214 410	71 480 139
Prises en pension	201 042 718	153 568 329	47 474 389
Revenus nets sur titres	934 077 489	641 956 243	292 121 246
Revenus nets d'intérêt sur opérations à terme et <i>swaps</i> en devises	3 853 216	0	3 853 216
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	1 350 067 201	927 258 045	422 809 156
Charges d'intérêt sur comptes courants	(225 549)	(221 697)	(3 852)
Mises en pension	(31 598 416)	(37 562 595)	5 964 179
Charges nettes d'intérêt sur opérations à terme et <i>swaps</i> en devises	0	(64 964)	64 964
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	1 318 243 236	889 408 789	428 834 447

Les produits d'intérêt ont nettement augmenté en 2006 en raison de la hausse des taux d'intérêt appliqués aux actifs libellés en dollars des États-Unis.

PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DE LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS DANS L'EUROSYSTÈME

Ce poste comprend les produits d'intérêt de la BCE liés à sa part dans l'émission totale des billets en euros. Les intérêts sur les créances de la BCE au titre de sa part des billets sont déterminés en fonction du dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. L'augmentation des produits en 2006 reflète à la fois l'accroissement général des billets en euros en circulation et les relèvements du taux des opérations principales de refinancement de la BCE. Ces produits sont répartis entre les BCN comme indiqué dans la rubrique « *Les billets en circulation* » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables.

Sur la base des estimations des résultats financiers de la BCE pour l'exercice se clôturant le 31 décembre 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne pas procéder au versement de l'intégralité de ces produits.

RÉMUNÉRATION DES CRÉANCES DES BCN AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE TRANSFÉRÉS

Sous cette rubrique figure la rémunération versée aux BCN de la zone euro au titre de leurs créances sur la BCE relatives aux avoirs de réserve transférés en vertu de l'article 30.1 des statuts du SEBC.

AUTRES PRODUITS D'INTÉRÊT ET AUTRES CHARGES D'INTÉRÊT

Ces postes comprennent les produits (2,5 milliards d'euros contre 1,6 milliard en 2005) et les charges (2,4 milliards contre 1,5 milliard en 2005) d'intérêt résultant des transactions *Target*. Les produits et charges d'intérêt relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros figurent également dans cette rubrique.

21 PLUS/MOINS-VALUES RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2006 ont été les suivantes :

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Plus-values/ (moins-values) nettes réalisées sur titres et sur contrats à terme sur taux d'intérêt	(103 679 801)	14 854 774	(118 534 575)
Plus-values/ (moins-values) nettes de change réalisées	579 060 509	134 514 361	444 546 148
Plus-values réalisées sur opérations financières	475 380 708	149 369 135	326 011 573

22 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(73 609 623)	(97 487 772)	23 878 149
Moins-values latentes de change	(644 857 885)	(6 309)	(644 851 576)
Total	(718 467 508)	(97 494 081)	(620 973 427)

Ces moins-values de change résultent principalement de l'ajustement du coût d'acquisition moyen des avoirs en yens de la BCE à leur taux de change de fin d'exercice, pour prendre en compte la dépréciation de cette monnaie vis-à-vis de l'euro durant l'année.

23 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2006 euros	2005 euros	Variation euros
Commissions (produits)	338 198	473 432	(135 234)
Commissions (charges)	(884 678)	(655 805)	(228 873)
Charge nette de commissions	(546 480)	(182 373)	(364 107)

Les produits figurant dans cette rubrique comprennent les pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent les frais à payer sur comptes courants et relatifs à l'exécution de contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises (cf. la note 18 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

24 PRODUITS DES ACTIONS ET DES TITRES DE PARTICIPATION

Les dividendes reçus au titre des actions de la BRI (cf. la note 6 « Autres actifs »), intégrés auparavant dans les « Autres produits » (853 403 euros en 2005), sont désormais présentés dans cette rubrique.

25 AUTRES PRODUITS

Les divers produits perçus durant l'exercice proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives devenues sans objet.

26 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (133,4 millions d'euros, après 127,4 millions en 2005) figurent sous cette rubrique. Les charges de personnel liées à la construction des nouveaux locaux de la BCE, d'un montant de 1,0 million d'euros, ont été immobilisées et

sont exclues de cette rubrique. Aucune charge de personnel n'avait été immobilisée en 2005.

Les émoluments versés aux membres du Directoire de la BCE se sont élevés à 2,2 millions d'euros (2,1 millions en 2005). Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2006, ces paiements se sont élevés à 0,3 million d'euros (0,4 million en 2005). Des retraites, à hauteur de 0,1 million d'euros, ont été versées aux anciens membres du Directoire ou à leurs ayants droits au cours de l'année (0,1 million en 2005).

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Ce poste inclut également un montant de 27,4 millions d'euros (25,6 millions en 2005) comptabilisé au titre du plan de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs à l'emploi (cf. la note 12 « Autres engagements »).

À fin 2006, la BCE employait 1 367 personnes (en équivalent temps plein), dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée déterminée, dont 138 à des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2006 :

	2006	2005
Au 1 ^{er} janvier	1 351	1 309
Nouveaux membres du personnel ¹⁾	55	82
Démissions/fin de contrat ²⁾	39	40
Au 31 décembre	1 367	1 351
Effectif moyen	1 360	1 331

1) Cette rubrique comprend également les effets du passage de l'emploi à temps partiel à l'emploi à temps plein.
2) Cette rubrique comprend également les effets du passage de l'emploi à temps plein à l'emploi à temps partiel.

Les effectifs au 31 décembre 2006 comprennent 63 personnes (équivalent temps plein) en congé sans solde ou en congé parental (59 en 2005).

En outre, au 31 décembre 2006, la BCE employait 70 personnes (équivalent temps plein) dans le cadre de contrats à court terme pour remplacer le personnel en congé sans solde, en congé parental ou en congé de maternité (57 en 2005).

La BCE offre également au personnel des autres banques centrales du SEBC des possibilités de détachement temporaire à la BCE. Au 31 décembre 2006, 61 employés du SEBC participaient à ce programme (46 en 2005) et leur coût est inclus dans cette rubrique.

27 AUTRES CHARGES D'EXPLOITATION

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

28 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

Ces dépenses ont trait aux coûts de transport transfrontière des billets en euros entre BCN pour faire face aux fluctuations imprévues de la demande. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2006.

REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION

En 2005, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, un revenu de 868 millions d'euros lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été conservé afin d'assurer que la distribution totale du bénéfice de la BCE pour l'année ne dépasse pas le bénéfice net pour l'exercice. De même, en 2006, un montant de 1 319 millions d'euros a été conservé. Ces deux montants représentent la totalité du revenu issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation au cours des deux années considérées.

RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- (a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve général dans la limite de 100 % du capital ; et
- (b) le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au *pro rata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des Statuts¹.

En 2006, la constitution d'une provision à hauteur de 1 379 millions d'euros pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or a ramené le bénéfice net à très exactement zéro. Par conséquent, comme en 2005, il n'a pas été effectué de transfert au fonds de réserve général ni de distribution de bénéfice aux détenteurs de parts de la BCE. Il n'a pas non plus été nécessaire de couvrir une perte.

¹ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstette
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender
WP RA SAB
Dr. Wolfgang Fliem

Vorsitzend
WP StB
Dr. Sibylle Barbara Heitler
WP StB Klaus Becker
WP StB Dr. Frank Ehrhardinger
WP RA StB Dr. Bernd Eick
Stefie Sarscher

WP StB Prof. Dr. Gerd Gels
WP StB Erno Gschl
WP StB Stefan Heide
WP Dr. Martin Hoyes
WP Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Ralf Nimmermaier,
Sprecher
WP StB Fladler Renke
WP StB CA
Dr. Joachim Schneider

WP Bernd Ulrich Schmidt
WP Prof. Dr. Werner Schupf
WP StB Prof. Dr. Peter Wiesner
WP StB CPA MSc.
Gottfried Wolframmeister
WP StB Hans Zehender

Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001
Stz. Berlin und
Frankfurt am Main

Handelsregister:
Charlottenburg 0900 107A
und Frankfurt am Main
9400 14340

Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Bonn, 25000010
BLZ 10070000
US-IBAN: DE 136701547

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie du rapport du commissaire aux comptes extérieur de la BCE. En cas de divergence d'interprétation, seule la version anglaise signée par KPMG fait foi.

Rapport du commissaire aux comptes indépendant

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne
Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié les comptes annuels ci-joints de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2006, le compte de résultat pour l'exercice clos à cette date, ainsi qu'un résumé des règles et méthodes comptables significatives et d'autres notes explicatives.

La responsabilité du Directoire de la Banque centrale européenne en matière de comptes annuels

Le Directoire est responsable de la préparation et de la présentation impartiale de ces comptes annuels, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs, qui sont définis dans les décisions relatives aux comptes annuels de la Banque centrale européenne. Cette responsabilité recouvre : l'élaboration, la mise en œuvre et le maintien d'un contrôle interne permettant la préparation et la présentation impartiale de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur ; la sélection et l'application des règles et méthodes comptables appropriées ; et la réalisation d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

La responsabilité du commissaire aux comptes

Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes. Nos travaux ont été réalisés conformément aux normes professionnelles d'audit internationales (*International Standards of Auditing*). Ces normes requièrent la conformité aux règles déontologiques et la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit consiste à exécuter des procédures permettant d'obtenir des éléments probants concernant les données contenues dans les comptes annuels. Les procédures d'examen retenues s'appuient sur le jugement du commissaire aux comptes, notamment son évaluation des risques d'anomalies significatives des comptes annuels, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur. En effectuant cette appréciation des risques, le commissaire aux comptes examine le contrôle interne pertinent pour la préparation et la présentation impartiale des comptes annuels par l'entité, afin de définir des procédures d'audit qui soient adaptées aux circonstances et non d'exprimer un avis sur l'efficacité de ce contrôle interne. Un audit consiste également à porter une appréciation sur le caractère approprié des principes comptables suivis et sur le caractère raisonnable des estimations comptables retenues par la direction et de la présentation d'ensemble des comptes annuels.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et fournissent une base satisfaisante à l'opinion exprimée ci-après.

Avis

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2006 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs et définies dans les décisions relatives aux comptes annuels de la Banque centrale européenne.

Francfort-sur-le-Main, 27 février 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2006

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2006	31 DÉCEMBRE 2005
1 Avoirs et créances en or	176 768	163 881
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	142 288	154 140
2.1 Créances sur le FMI	10 658	16 391
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	131 630	137 749
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	23 404	23 693
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	12 292	9 185
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	12 292	9 185
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	450 541	405 966
5.1 Opérations principales de refinancement	330 453	315 000
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	120 000	90 017
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	88	949
5.6 Appels de marge versés	0	0
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	11 036	3 636
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	77 614	92 367
8 Créances en euros sur des administrations publiques	39 359	40 113
9 Autres actifs	216 728	145 635
Total de l'actif	1 150 030	1 038 616

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2006	31 DÉCEMBRE 2005
1 Billets en circulation	628 238	565 216
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	174 051	155 535
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	173 482	155 283
2.2 Facilité de dépôt	567	252
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	2	0
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	65	207
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	53 374	41 762
5.1 Administrations publiques	45 166	34 189
5.2 Autres engagements	8 208	7 573
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	16 614	13 224
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	89	366
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	12 621	8 405
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	12 621	8 405
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	5 582	5 920
10 Autres passifs	71 352	67 325
11 Comptes de réévaluation	121 887	119 094
12 Capital et réserves	66 157	61 562
Total du passif	1 150 030	1 038 616

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2006 et début 2007 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications officielles des Communautés

européennes. Une liste de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel peut être consultée sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2006/1	Recommandation de la Banque centrale européenne du 1 ^{er} février 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de l'Oesterreichische Nationalbank	JO C 34, 10.02.2006
BCE/2006/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 3 février 2006 modifiant l'orientation BCE/2005/5 du 17 février 2005 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures d'échange d'informations statistiques au sein du Système européen de banques centrales en matière de statistiques de finances publiques	JO L 40, 11.02.2006
BCE/2006/3	Décision de la Banque centrale européenne du 13 mars 2006 modifiant la décision BCE/2002/11 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 89, 28.03.2006
BCE/2006/4	Orientation de la Banque centrale européenne du 7 avril 2006 relative à la prestation par l'Eurosystème de services en matière de gestion des réserves en euros aux banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro, aux pays n'appartenant pas à la zone euro et aux organisations internationales	JO L 107, 20.04.2006
BCE/2006/5	Recommandation de la Banque centrale européenne du 13 avril 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de la Banque de France	JO C 98, 26.04.2006
BCE/2006/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 avril 2006 modifiant l'orientation BCE/2002/7 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels	JO L 115, 28.04.2006
BCE/2006/7	Décision de la Banque centrale européenne du 19 mai 2006 modifiant la décision BCE/2001/16 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002	JO L 148, 02.06.2006
	Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire de la Banque centrale européenne	JO C 230, 23.09.2006

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2006/8	Règlement de la Banque centrale européenne du 14 juin 2006 relatif aux obligations de déclaration statistique concernant les organismes de chèques et virements postaux qui reçoivent des dépôts de résidents de la zone euro autres que les institutions financières monétaires	JO L 184, 06.07.2006
BCE/2006/9	Orientation de la Banque centrale européenne du 14 juillet 2006 relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et concernant la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro	JO L 207, 28.07.2006
BCE/2006/10	Orientation de la Banque centrale européenne du 24 juillet 2006 concernant l'échange des billets après la fixation irrévocable des taux de change à l'occasion de l'introduction de l'euro	JO L 215, 05.08.2006
BCE/2006/11	Orientation de la Banque centrale européenne du 3 août 2006 modifiant l'orientation BCE/2005/16 du 30 décembre 2005 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 221, 12.08.2006
BCE/2006/12	Orientation de la Banque centrale européenne du 31 août 2006 modifiant l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 352, 13.12.2006
BCE/2006/13	Recommandation de la Banque centrale européenne du 6 octobre 2006 concernant l'adoption de certaines mesures visant à rendre plus efficace la protection des billets en euros contre le faux monnayage	JO C 257, 25.10.2006
BCE/2006/14	Recommandation de la Banque centrale européenne du 9 octobre 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banka Slovenije	JO C 257, 25.10.2006
BCE/2006/15	Règlement de la Banque centrale européenne du 2 novembre 2006 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro en Slovénie	JO L 306, 07.11.2006
BCE/2006/16	Orientation de la Banque centrale européenne du 10 novembre 2006 concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales	JO L 348, 11.12.2006

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2006/17	Décision de la Banque centrale européenne du 10 novembre 2006 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 348, 11.12.2006
BCE/2006/18	Recommandation de la Banque centrale européenne du 13 novembre 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur du Banco de España	JO C 283, 21.11.2006
BCE/2006/19	Décision de la Banque centrale européenne du 24 novembre 2006 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2007	JO L 348, 11.12.2006
BCE/2006/20	Règlement de la Banque centrale européenne du 14 décembre 2006 modifiant le règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 2, 05.01.2007
BCE/2006/21	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2006 relative aux parts en pourcentage des banques centrales nationales dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne	JO L 24, 31.01.2007
BCE/2006/22	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2006 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales participantes	JO L 24, 31.01.2007
BCE/2006/23	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2006 fixant les modalités des transferts des parts de capital de la Banque centrale européenne entre les banques centrales nationales et de l'adaptation du capital libéré	JO L 24, 31.01.2007
BCE/2006/24	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2006 arrêtant les mesures nécessaires à la contribution à la valeur des fonds propres accumulés de la Banque centrale européenne et à l'adaptation des créances des banques centrales nationales équivalentes aux avoirs de réserve de change transférés	JO L 24, 31.01.2007
BCE/2006/25	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2006 modifiant la décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros	JO L 24, 31.01.2007

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2006/26	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2006 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales non participantes	JO L 24, 31.01.2007
BCE/2006/27	Orientation de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2006 modifiant l'orientation BCE/2005/5 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures d'échange d'informations statistiques au sein du Système européen de banques centrales en matière de statistiques de finances publiques	JO C 17, 25.01.2007
BCE/2006/28	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 décembre 2006 concernant la gestion des avoirs de réserve de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique sur les opérations portant sur ces avoirs	JO C 17, 25.01.2007
	Protocole d'accord modifiant le protocole d'accord relatif à un code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs	JO C 10, 16.01.2007
BCE/2006/29	Recommandation de la Banque centrale européenne du 21 décembre 2006 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de l'Oesterreichische Nationalbank	JO C 5, 10.01.2007
BCE/2006/30	Décision de la Banque centrale européenne du 30 décembre 2006 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de change de la Banque centrale européenne par la Banka Slovenije	JO L 24, 31.01.2007

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2006 et début 2007 en vertu de l'article 105 (4) du Traité et de l'article 4 des statuts du SEBC, de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des Statuts. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création peut être consultée sur le site internet de la BCE.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2006/1	Hongrie	Conditions générales et règles de fonctionnement des organismes dispensant des activités de chambre de compensation
CON/2006/2	Hongrie	Protection des billets et pièces en forints et en euros contre les reproductions illégales ou irrégulières
CON/2006/3	Estonie	Obligation de constitution de réserves obligatoires
CON/2006/4	Chypre	Modification du statut de la Banque centrale de Chypre en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/5	Lituanie	Extension du champ de la réglementation relative au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
CON/2006/6	Finlande	Pouvoirs d'urgence et compétences du SEBC
CON/2006/7	Hongrie	Conditions générales et règles internes de fonctionnement des chambres de compensation pour établissements de crédit
CON/2006/9	Chypre	Modification du cadre réglementaire applicable au dépositaire central et au registre central de titres
CON/2006/10	Malte	Cadre juridique relatif à l'adoption de l'euro
CON/2006/11	Lettonie	Élargissement de l'assiette des réserves obligatoires et introduction de taux de réserves différents
CON/2006/15	Pologne	Intégration de la surveillance du secteur bancaire, des marchés de capitaux, des assurances et des fonds de pension
CON/2006/16	Lituanie	Établissement d'un fondement juridique permettant au Lietuvos bankas d'adhérer au modèle de banque centrale correspondante

¹ En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient en règle générale publiés immédiatement après leur adoption et transmission à l'autorité consultante.

² Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2006/17	Slovénie	Modification du statut de la Banka Slovenije en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/19	Lettonie	Modification du statut de la Latvijas Banka
CON/2006/20	Pays-Bas	Surveillance du secteur financier
CON/2006/22	Portugal	Codification de diverses lois relatives à l'émission, à la frappe, à la mise en circulation et à la commercialisation de pièces
CON/2006/23	Malte	Modification du statut du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/24	Slovénie	Modification de la loi relative aux garanties financières
CON/2006/25	Belgique	Introduction d'un système de déclaration directe pour les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale
CON/2006/26	Lettonie	Modification des obligations relatives à la liquidité minimum
CON/2006/27	Lettonie	Modification de la constitution lettone concernant le statut de la Latvijas Banka
CON/2006/28	Estonie	Redénomination du capital et des actions des sociétés et introduction d'actions sans désignation de valeur nominale, qui résultent de l'introduction de l'euro
CON/2006/29	Slovénie	Introduction de l'euro
CON/2006/30	Suède	Règlements de la Sveriges Riksbank relatifs à l'achat et à la reprise d'espèces
CON/2006/31	Pologne	Dispositions permettant l'application aux banques exerçant leurs activités sous la forme de sociétés par actions, des règles du Code des sociétés relatives à la scission
CON/2006/32	France	Modification du statut de la Banque de France
CON/2006/33	Chypre	Modification du statut de la Banque centrale de Chypre en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/34	Belgique	Extension de la liste des participants directs à des systèmes de règlement de titres

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2006/37	Chypre	Modification du cadre réglementaire applicable au dépositaire central et au registre central de titres
CON/2006/38	Grèce	Instauration d'un régime de protection des consommateurs dans le cadre du rôle prudentiel de la Banque de Grèce et autres dispositions y afférentes
CON/2006/39	Pologne	Changement de la composition de la Commission de surveillance bancaire
CON/2006/40	Belgique	Modification du statut de la Banque nationale de Belgique en ce qui concerne la mise en gage de créances à son profit en garantie de ses opérations de crédit
CON/2006/41	Slovénie	Réserves obligatoires
CON/2006/42	Chypre	Conditions générales d'affiliation à un organisme central applicables aux établissements de crédit constitués sous la forme de sociétés coopératives
CON/2006/43	Slovénie	Fondement juridique applicable au basculement à l'euro fiduciaire, à la préalimentation et à la sous-préalimentation
CON/2006/44	Italie	Révision générale du statut de la Banca d'Italia
CON/2006/45	République tchèque	Reproduction de billets, de pièces et d'autres signes monétaires dans la République tchèque
CON/2006/46	Hongrie	Projet de réglementation hongroise régissant les opérations de paiement ainsi que les services de paiement et les instruments de paiement électroniques
CON/2006/47	République tchèque	Certaines missions de la Česká národní banka dans le domaine de la protection des consommateurs
CON/2006/48	Slovénie	Révision générale de la loi bancaire
CON/2006/49	Lettonie	Instruments de politique monétaire
CON/2006/50	Chypre	Modification du statut de la Banque centrale de Chypre en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/51	Italie	Répartition des compétences entre les autorités de surveillance

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2006/52	Lettonie	Système de règlement des opérations sur titres de la Latvijas Banka
CON/2006/53	Pologne	Surveillance des gestionnaires de systèmes de compensation et de règlement des opérations sur titres
CON/2006/54	Pays-Bas	Incorporation de nouveaux principes de gouvernement d'entreprise dans le statut de la Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Hongrie	Alignement du statut de la Magyar Nemzeti Bank sur le droit communautaire
CON/2006/56	Luxembourg	Marchés d'instruments financiers
CON/2006/58	Malte	Modification du statut du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en vue de l'adoption de l'euro
CON/2006/59	Estonie	Constitution de réserves obligatoires
CON/2006/61	Portugal	Authentification des pièces en euros et traitement des pièces en euros qui sont impropres au recyclage
CON/2006/62	Portugal	Établissement d'un cadre régissant la détection des faux et tri qualitatif des billets
CON/2007/01	Chypre	Cadre juridique relatif à l'adoption de l'euro et destiné à permettre un passage harmonieux à l'euro fiduciaire
CON/2007/02	Hongrie	Établissement d'un système de déclaration directe pour les statistiques de la balance des paiements
CON/2007/03	Irlande	Titres sécurisés par des actifs

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne ³

Numéro⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2006/8	Conseil de l'UE	Abrogation de réglementations obsolètes concernant le Système monétaire européen	JO C 49, 28.02.2006
CON/2006/12	Conseil de l'UE	Révision du programme de transmission des données de comptabilité nationale prévu par le SEC 95	JO C 55, 07.03.2006
CON/2006/13	Conseil de l'UE	Couverture temporelle de la collecte des prix dans l'indice des prix à la consommation harmonisé	JO C 55, 07.03.2006
CON/2006/14	Conseil de l'UE	Nomination d'un membre du Directoire de la BCE	JO C 58, 10.03.2006
CON/2006/18	Conseil de l'UE	Révision majeure de la nomenclature statistique commune des activités économiques dans la Communauté (NACE)	JO C 79, 01.04.2006
CON/2006/21	Conseil de l'UE	Services de paiement dans le marché intérieur	JO C 109, 09.05.2006
CON/2006/35	Conseil de l'UE	Modification et prorogation du programme d'action en matière d'échanges, d'assistance et de formation, pour la protection de l'euro contre le faux monnayage (programme « Périclès »)	JO C 163, 14.07.2006
CON/2006/36	Conseil de l'UE	Taux de conversion entre l'euro et le tolar slovène et autres mesures nécessaires pour l'introduction de l'euro en Slovénie	JO C 163, 14.07.2006
CON/2006/57	Conseil de l'UE	Projet de directive de la Commission portant modalités d'application de la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM) s'agissant de la clarification de certaines définitions	JO C 31, 13.02.2007

³ Également publiés sur le site internet de la BCE

⁴ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2006/60	Conseil de l'UE	Proposition de directive modifiant certaines directives communautaires en ce qui concerne les règles de procédures et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et augmentations de participation dans des entités du secteur financier	JO C 27, 07.02.2007
CON/2007/4	Conseil de l'UE	Introduction d'une nouvelle procédure de comitologie dans huit directives du Plan d'action pour les services financiers	JO C 39, 23.02.2007

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME¹

12 JANVIER, 2 FÉVRIER 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,25 %, 3,25 % et 1,25 %.

6 JUILLET 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,75 %, 3,75 % et 1,75 %.

2 MARS 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mars 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,50 % et 1,50 % avec effet au 8 mars 2006.

3 AOÛT 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 3 %, à compter de l'opération devant être réglée le 9 août 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4 % et 2 % avec effet au 9 août 2006.

6 AVRIL, 4 MAI 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,50 %, 3,50 % et 1,50 %.

31 AOÛT 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3 %, 4 % et 2 %.

8 JUIN 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 15 juin 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,75 % et 1,75 % avec effet au 15 juin 2006.

5 OCTOBRE 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2005 peut être consultée, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 1999, pages 187 à 192, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2000, pages 229 à 232, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2001, pages 238 à 240, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2002, pages 254 à 255, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2003, pages 235 à 236, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2004, page 239 et dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2005, page 231.

3,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 octobre 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4,25 % et 2,25 % avec effet au 11 octobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

7 DÉCEMBRE 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 3,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 décembre 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4,50 % et 2,50 % avec effet au 13 décembre 2006.

21 DÉCEMBRE 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de porter de 40 milliards d'euros à 50 milliards le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2007. Cette décision prend en considération les éléments suivants : le besoin de refinancement du système bancaire de la zone euro s'est fortement accru au cours des dernières années et devrait encore augmenter en 2007. Par conséquent, l'Eurosystème a décidé d'accroître légèrement la part du besoin de refinancement allouée par la voie des opérations de refinancement à plus long terme. Toutefois,

l'Eurosystème continuera de fournir l'essentiel de la liquidité par le canal de ses opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait décider de réviser une nouvelle fois ce montant début 2008.

11 JANVIER, 8 FÉVRIER 2007

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,50 %, 4,50 % et 2,50 %.

8 MARS 2007

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 3,75 % à compter de l'opération devant être réglée le 14 mars 2007. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4,75 % et 2,75 % avec effet au 14 mars 2007.

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2006

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2006. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2006 et février 2007. Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus ou commandés gratuitement, selon la disponibilité des stocks, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.int.

Une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne et par l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORT ANNUEL¹

Rapport annuel 2005, avril 2006

RAPPORT SUR LA CONVERGENCE

Rapport sur la convergence, mai 2006

Rapport sur la convergence, décembre 2006

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL¹

« Prévisibilité de la politique monétaire de la BCE », janvier 2006

« Fonds spéculatifs : évolutions et implications pour le système financier », janvier 2006

« Analyse des évolutions des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro », février 2006

« Politiques budgétaires et marchés de capitaux », février 2006

« Importance de la réforme des dépenses publiques pour la croissance et la stabilité économiques », avril 2006

« Gestion de portefeuille à la BCE », avril 2006

« Accords monétaires et de change de la zone euro avec certains pays et autres territoires », avril 2006

« Contribution de la BCE et de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne », mai 2006

« La Liste unique du dispositif de garanties de l'Eurosystème », mai 2006

« Émission d'actions dans la zone euro », mai 2006

« Mesures des anticipations d'inflation dans la zone euro », juillet 2006

« Compétitivité et performances à l'exportation de la zone euro », juillet 2006

« Déterminants et évolution récente des encaisses monétaires par secteurs », août 2006

« Évolution des systèmes de paiement de montant élevé dans la zone euro », août 2006

« Évolutions démographiques dans la zone euro : projections et conséquences », octobre 2006

« Comptes financiers et non financiers intégrés des secteurs institutionnels de la zone euro », octobre 2006

« Comment mesurer l'"activisme" de la politique monétaire », novembre 2006

« Expérience acquise par l'Eurosystème en matière d'opérations de réglage fin effectuées en fin de période de constitution des réserves », novembre 2006

« Le développement financier dans les pays d'Europe centrale, orientale et sud-orientale », novembre 2006

« Élargissement de l'UE et des économies de la zone euro », janvier 2007

¹ La version française peut être obtenue auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

- « Évolution des caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro au cours de la dernière décennie », janvier 2007
- « Mise en perspective de l'expansion économique de la Chine », janvier 2007
- « Défis à relever en matière de soutenabilité des finances publiques dans la zone euro », février 2007
- « Dispositifs de l'UE pour la gestion des crises financières », février 2007
- « Transferts de fonds des travailleurs migrants vers les régions voisines de l'UE », février 2007

STATISTICS POCKET BOOK

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

DOCUMENTS DE TRAVAIL SUR DES QUESTIONS JURIDIQUES

- 1 “The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” par K. M. Löber, février 2006
- 2 “The application of multilingualism in the European Union context” par P. Athanassiou, mars 2006
- 3 “National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview” par J. García-Andrade et P. Athanassiou, octobre 2006

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 43 “The accumulation of foreign reserves” par un groupe de travail du Comité des Relations internationales, février 2006
- 44 “Competition, productivity and prices in the euro area services sector” par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, avril 2006
- 45 “Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts” par N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi et N. Vidalis, mai 2006
- 46 “Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence” par F. Altissimo, M. Ehrmann et F. Smets, juin 2006
- 47 “The reform and implementation of the Stability and Growth Pact” par R. Morris, H. Ongena et L. Schuknecht, juin 2006
- 48 “Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries” par un groupe de travail sur l'élargissement du Comité des Relations internationales, juillet 2006
- 49 “Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem” par U. Bindseil et F. Papadia, août 2006
- 50 “Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market” par M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes et A. Persaud, août 2006
- 51 “Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area” par A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger et T. Westermann, août 2006
- 52 “Cross-border labour mobility within an enlarged EU” par F. F. Heinz et M. Ward-Warmedinger, octobre 2006
- 53 “Labour productivity developments in the euro area” par R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker et J. Turunen, octobre 2006
- 54 “Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics” par V. Damia et C. Picón Aguilar, novembre 2006

55 “Globalisation and euro area trade: interactions and challenges” par U. Baumann et F. di Mauro, février 2007

DOCUMENTS DE TRAVAIL

- 699 “The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data” par E. Gautier, décembre 2006
- 700 “Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?” par C. De Mol, D. Giannone et L. Reichlin, décembre 2006
- 701 “Is there a single frontier in a single European banking market?” par J. W. B. Bos et H. Schmiedel, décembre 2006
- 702 “Comparing financial systems: a structural analysis” par S. Champonnois, décembre 2006
- 703 “Co-movements in volatility in the euro money market” par N. Cassola et C. Morana, décembre 2006
- 704 “Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach” par B. E. Jones et L. Stracca, décembre 2006
- 705 “What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions” par L. Dedola et S. Neri, décembre 2006
- 706 “What drives investors’ behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis” par O. Castrén, C. Osbat et M. Sydow, décembre 2006
- 707 “Ramsey monetary policy with labour market frictions” par E. Faia, janvier 2007
- 708 “Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting” par I. Vansteenkiste, janvier 2007
- 709 “Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment” par P. Levine, P. McAdam et J. Pearlman, janvier 2007
- 710 “Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories” par J. Tapking, janvier 2007
- 711 “What ‘hides’ behind sovereign debt ratings?” par A. Afonso, P. Gomes et P. Rother, janvier 2007
- 712 “Opening the black box: structural factor models with large cross-sections” par M. Forni, D. Giannone, M. Lippi et L. Reichlin, janvier 2007
- 713 “Balance of payments crises in emerging markets: how early were the ‘early’ warning signals?” par M. Bussière, janvier 2007
- 714 “The dynamics of bank spreads and financial structure” par R. Gropp, C. Kok Sørensen et J.-D. Lichtenberger, janvier 2007
- 715 “Emerging Asia’s growth and integration: how autonomous are business cycles?” par R. Ruffer, M. Sánchez et J.-G. Shen, janvier 2007
- 716 “Adjusting to the euro” par G. Fagan et V. Gaspar, janvier 2007
- 717 “Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?” par S. Sauer, janvier 2007
- 718 “Drift and breaks in labour productivity” par L. Benati, janvier 2007
- 719 “US imbalances: the role of technology and policy” par R. Bems, L. Dedola et F. Smets, janvier 2007
- 720 “Real price wage rigidities in a model with matching frictions” par K. Kuester, février 2007
- 721 “Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?” par R. Mestre, février 2007
- 722 “Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach” par F. Smets et R. Wouters, février 2007
- 723 “Asset allocation by penalised least squares” par S. Manganeli, février 2007

- 724 “The transmission of emerging market shocks to global equity markets” par L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher et C. Thimann, février 2007
- 725 “Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area” par C. Altavilla et M. Ciccarelli, février 2007
- 726 “Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions” par M. Andersson, février 2007
- 727 “Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data” par P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini et H. Stahl, février 2007
- 728 “Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data” par S. Kurri, février 2007
- 729 “Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?” par F. Altissimo, B. Mojon et P. Zaffaroni, février 2007
- 730 “What drives business cycles and international trade in emerging market economies?” par M. Sánchez, février 2007
- 731 “International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: a GVAR analysis of the US manufacturing sector” par P. Hiebert et I. Vansteenkiste, février 2007
- 732 “Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles” par R. Adalid et C. Detken, février 2007
- 733 “Mortgage interest rate dispersion in the euro area” par C. Kok Sørensen et J.-D. Lichtenberger, février 2007
- 734 “Inflation risk premia in the term structure of interest rates” par P. Hördahl et O. Tristani, février 2007

AUTRES PUBLICATIONS

- “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, janvier 2006 (uniquement en ligne)
- “Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling”, janvier 2006 (uniquement en ligne)
- “Euro Money Market Survey 2005”, janvier 2006
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, février 2006
- “Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)”^{2,3}, février 2006 (uniquement en ligne, à l’exception de la version anglaise)
- “Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet”, février 2006 (uniquement en ligne)
- “Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment”, février 2006 (uniquement en ligne)
- “National implementation of Regulation ECB/2001/13”, février 2006 (uniquement en ligne)
- “Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data”(Blue Book), mars 2006
- “ECB statistics: an overview”², avril 2006
- “TARGET Annual Report 2005”, mai 2006
- “Financial Stability Review”, juin 2006
- “Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)”, juin 2006 (uniquement en ligne)
- “Communication on TARGET2”³, juillet 2006 (uniquement en ligne)

2 Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la BCE.

3 Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la Banque de France.

“Government Finance Statistics Guide”, août 2006
 “Implementation of the Banknote Recycling Framework”², août 2006
 “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”^{2,3}, septembre 2006
 “Differences in MFI interest rates across euro area countries”, septembre 2006
 “Indicators of financial integration in the euro area”, septembre 2006
 “Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, octobre 2006 (uniquement en ligne)
 “EU banking structures”, octobre 2006
 “EU banking sector stability”, novembre 2006
 “The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics”, novembre 2006
 “Third progress report on TARGET2”, novembre 2006 (uniquement en ligne)
 “The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’ ”², novembre 2006 (uniquement en ligne)
 “Financial Stability Review”, décembre 2006
 “The European Central Bank – History, role and functions”, deuxième édition révisée, décembre 2006
 “Assessment of accounting standards from a financial stability perspective”, décembre 2006 (uniquement en ligne)
 “Research Bulletin No 5”, décembre 2006
 “Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries”², décembre 2006
 “Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries-Addendum incorporating 2005 data” (Blue Book), décembre 2006
 “Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework”, décembre 2006 (uniquement en ligne)
 “Correspondent central banking model (CCBM) – Procedure for Eurosystem counterparties”, décembre 2006 (uniquement en ligne)
 “Government Finance Statistics Guide”, janvier 2007
 “Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”², janvier 2007
 “Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”², janvier 2007
 “Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report”, février 2007
 “List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves”, février 2007 (uniquement en ligne)
 “Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, février 2007
 “Euro Money Market Study 2006”, février 2007 (uniquement en ligne)

BROCHURES D’INFORMATION

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”², mai 2006
 “TARGET2-Securities brochure”, septembre 2006
 “The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market”, novembre 2006

GLOSSAIRE

Ce glossaire contient une sélection de termes utilisés dans le Rapport annuel. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être consulté sur le site internet de la BCE.

Accord de pension (Repurchase agreement) : convention par laquelle une valeur est cédée tandis que le vendeur obtient simultanément le droit et l'obligation de la racheter à un prix déterminé, à un terme fixé à l'avance ou sur demande. Cette convention est analogue au prêt garanti, à cette différence près que la propriété des titres n'est pas conservée par le vendeur.

Actions (Equities) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government) : secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Analyse économique (Economic analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Autre intermédiaire financier (AIF) [Other financial intermediary (OFI)] : société ou quasi-société, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension, dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que de la monnaie, des dépôts et/ou des proches substitués des dépôts provenant d'unités institutionnelles autres que des IFM. Les AIF recouvrent, en particulier, les sociétés exerçant essentiellement des activités de financement à long terme, telles que les sociétés de crédit-bail, les dispositifs créés pour détenir des actifs titrisés, les autres holdings financières, les opérateurs sur titres et produits dérivés (lorsqu'ils agissent pour leur propre compte), les sociétés de capital-risque et les sociétés de capital-développement.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p)] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus ; les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde ; et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)] : la BCE est au centre de l'**Eurosystème** et du **Système européen de banques centrales (SEBC)**, et elle est dotée de sa propre personnalité juridique conformément au **Traité** (article 107 (2)). Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres ou par celles des BCN, conformément aux statuts du SEBC. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé du secteur des IFM (Consolidated balance sheet of the MFI sector) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des **IFM** entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (**administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)] : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin** et de la Commission européenne. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté, et la surveillance budgétaire.

Conseil Ecofin (ECOFIN Council) : Conseil de l'UE se réunissant au niveau des ministres de l'Économie et des Finances.

Conseil général (General Council) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des BCN du **Système européen de banques centrales**.

Conseil des gouverneurs (Governing Council) : organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro.

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Contrepartie centrale (Central counterparty) : entité qui s'interpose entre les **contreparties** à une transaction, agissant en tant qu'acheteur auprès de tout vendeur et en tant que vendeur auprès de tout acheteur.

Coût du financement externe des sociétés non financières (en termes réels) [Cost of the external financing of non-financial corporations (real)] : coût supporté par les sociétés non financières lorsqu'elles lèvent de nouveaux capitaux externes. Dans le cas des sociétés non financières de la **zone euro**, il correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des **titres de créance** et du coût des fonds propres, calculée à partir des encours (corrigés des effets de valorisation) et déflatée des anticipations d'inflation.

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents) : prêts des **IFM** accordés aux résidents non IFM de la **zone euro** (**administrations publiques** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non IFM de la zone euro (actions, autres participations et **titres de créance**).

Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)] : entité qui détient et gère des titres et permet le traitement des transactions sur titres par inscription en compte. Les titres peuvent être matérialisés (mais conservés chez le dépositaire) ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous forme d'enregistrements électroniques). Outre la conservation et la gestion des titres, un dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Dérivé de crédit (Credit derivative) : instrument financier qui sépare le risque de crédit de l'opération financière sous-jacente, ce qui permet de valoriser et de transférer ce risque séparément.

Directoire (Executive Board) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro.

Dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAFF) [Eurosystème credit assessment framework (ECAFF)] : cadre qui définit les procédures, les règles et les techniques garantissant le respect des exigences de l'**Eurosystème** en matière de qualité de signature élevée de l'ensemble des garanties éligibles.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : (1) entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre

compte ; ou (2) entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang, communiqué par un panel de banques participantes et calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres ayant adopté l'euro.

Excédent brut d'exploitation (Gross operating surplus) : excédent (ou déficit) dégagé par les activités de production, diminué du coût des consommations intermédiaires, de la rémunération des salariés et des impôts (après déduction des subventions à la production), mais avant prise en compte des dépenses et des recettes liées à l'emprunt/la location ou à la propriété d'actifs financiers et non produits.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une BCN, des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility) : facilité de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à 24 heures à un taux prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral) : actifs mis en nantissement ou transférés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance) : règles, procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise définit la répartition des droits et responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et établit les règles et procédures relatives à la prise de décision.

IFM (institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (au sens du droit communautaire) ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement des OPCVM monétaires.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire**, le 1^{er} janvier 1994. L'IME a été mis en liquidation le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

Investissements directs (Direct investment) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, une participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la **zone euro** relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**) moins les montants enregistrés au titre des **investissements directs** ou des avoirs de réserve.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale** (Poste et Trésor, par exemple).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant **M1** plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale**.

M3 : agrégat monétaire large comprenant **M2** plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires ainsi que les **titres de créance** d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les **IFM**.

Marché d'actions (Equity market) : marché sur lequel sont émises et négociées des **actions**.

Marché monétaire (Money market) : marché sur lequel sont empruntés, placés et négociés des capitaux à court terme au moyen d'instruments assortis en règle générale d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (Bond market) : marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à long terme.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la **zone euro** et les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Opération de cession temporaire (Reverse transaction) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération d'*open market* (Open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'*open market* de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. S'agissant des instruments utilisés, les **opérations de cession temporaire** constituent le principal instrument d'*open market* de l'Eurosystème et peuvent être utilisées pour effectuer les quatre catégories d'opérations. En outre, peuvent être utilisés, pour les opérations structurelles, l'émission de certificats de dette et les opérations ferme et, pour la réalisation d'opérations de réglage fin, les opérations ferme, les **swaps de change** et les reprises de liquidité en blanc.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'*open market* que l'**Eurosystème** effectue de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'*open market* que l'**Eurosystème** exécute à intervalles réguliers sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation) : opération d'*open market* réalisée par l'**Eurosystème** et destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire. Ces opérations ne sont pas normalisées en termes de fréquence et d'échéance.

Option (Option) : instrument financier qui donne à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance).

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : le Pacte de stabilité et de croissance vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. À cette fin, il requiert des États membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la **procédure de déficit excessif**. Le Pacte se compose d'une résolution du Conseil européen d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n° 1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n° 1055/2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la **procédure de déficit excessif**, modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est complété par le rapport du Conseil Ecofin intitulé « Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance », qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un nouveau code de conduite, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005, concernant les spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et les lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence.

Pays candidats (Candidate countries) : pays dont l'UE a accepté la candidature en vue de leur adhésion. Les négociations avec la Croatie et la Turquie ont débuté le 3 octobre 2005, tandis que celles avec l'Ancienne République Yougoslave de Macédoine n'ont pas encore commencé.

Période de constitution des réserves (Maintenance period) : période sur laquelle est calculé le respect par les établissements de crédit des obligations en matière de réserves obligatoires. La période de constitution des réserves débute le jour du règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La Banque centrale européenne publie un calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires au moins trois mois avant le début de l'année concernée.

Portefeuille de référence (Benchmark portfolio) : en matière de placements, il s'agit d'un portefeuille ou d'un indice de référence élaboré en fonction d'objectifs en termes de liquidité, de risque et de rendement des placements. Le portefeuille de référence sert de base pour évaluer la performance du portefeuille effectivement constitué.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les billets et pièces en devises, les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Procédure de déficit excessif (PDE) [(Excessive deficit procedure)] : la disposition définie à l'article 104 du Traité et précisée dans le protocole n° 20 relatif à la procédure de déficit excessif impose aux États membres de l'UE de maintenir une discipline budgétaire, définit les critères sur la base desquels une position budgétaire est considérée comme une situation de déficit excessif ainsi que les étapes consécutives au constat de non-respect des exigences relatives au solde budgétaire ou à la dette publique. L'article 104 est complété par le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif (modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005), qui constitue un élément du Pacte de stabilité et de croissance.

Projections (Projections) : résultats des exercices réalisés quatre fois par an afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la zone euro. Les projections établies par les services de l'Eurosystème sont publiées en juin et en décembre tandis que celles réalisées par les services de la Banque centrale européenne (BCE) le sont en mars et en septembre. Elles s'inscrivent dans le cadre du pilier relatif à l'analyse économique de la stratégie de politique monétaire de la BCE et sont donc un des éléments servant à l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des risques pour la stabilité des prix.

Rentabilité des entreprises (Corporate profitability) : mesure de la performance des entreprises en termes de résultats, essentiellement par rapport au chiffre d'affaires, à l'actif ou aux fonds

propres. Il existe un certain nombre de ratios différents mesurant la rentabilité des entreprises, établis à partir des états financiers, tels que le ratio du résultat d'exploitation (chiffre d'affaires moins dépenses d'exploitation) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio du résultat net (résultat d'exploitation et résultat hors exploitation après impôts, amortissement et résultat exceptionnel) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio de rentabilité économique (résultat net rapporté à l'actif total) et le ratio de rendement des fonds propres (résultat net rapporté aux fonds propres). Au niveau macroéconomique, l'**excédent brut d'exploitation** est souvent utilisé comme mesure de la rentabilité, établie à partir des comptes nationaux, par rapport au PIB ou à la valeur ajoutée, par exemple.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème**. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement au cours d'une **période de constitution**.

Revenu monétaire (Monetary income) : revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs dûment identifiés conformément aux orientations définies par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

Risque de crédit (Credit risk) : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité (Liquidity risk) : risque qu'une **contrepartie** ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à l'échéance mais à une date non précisée au-delà de cette échéance.

Risque de marché (Market risk) : risque que la valeur d'un investissement diminue en raison de l'évolution des facteurs de marché. On considère, en général, qu'il existe quatre facteurs de risque de marché : le risque sur actions, le risque de taux d'intérêt, le risque de change et le risque lié aux matières premières.

Risque de règlement (Settlement risk) : terme général désignant le risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu. Ce risque peut désigner à la fois le **risque de crédit** et le **risque de liquidité**.

Risque systémique (Systemic risk) : risque que l'incapacité d'un établissement à faire face à ses obligations à l'échéance empêche, à leur tour, les autres établissements de remplir les leurs lorsqu'elles seront exigibles. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés de capitaux ou la confiance dans ces derniers.

Solde primaire (Primary balance) : besoin net ou capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêt sur leurs engagements consolidés.

Stabilité financière (Financial stability) : situation dans laquelle le système financier, qui recouvre les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de faire face aux chocs et à une correction brutale des déséquilibres financiers, réduisant ainsi la probabilité

qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour compromettre sérieusement l'allocation de l'épargne à des projets d'investissement rentables.

Stabilité des prix (Price stability) : maintenir la stabilité des prix est le principal objectif de l'**Eurosystème**. Le **Conseil des gouverneurs** définit la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Stratégie de Lisbonne (Lisbon strategy) : programme exhaustif de réformes structurelles lancé en 2000 par le Conseil européen de Lisbonne, visant à faire de l'UE « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde ».

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)] : constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des BCN de chacun des vingt-sept États membres de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)] : système complet et intégré de comptes macroéconomiques établis selon un ensemble de concepts statistiques, de définitions, de classifications et de règles comptables agréés à l'échelle internationale et visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres de l'UE. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement brut en temps réel (RTGS) [Real-time gross settlement system (RTGS)] : système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans qu'intervienne une compensation) en temps réel (en continu) (cf. **Target**).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)] : système permettant la détention et le transfert de titres, *franco* de paiement ou contre paiement (livraison contre paiement) ou contre un autre actif (livraison contre livraison). Il comprend l'ensemble des dispositifs institutionnels et techniques nécessaires au règlement des opérations sur titres et à la conservation de titres. Il peut s'agir d'un système de règlement brut en temps réel, de règlement brut ou de règlement net. Un système de règlement-livraison permet de calculer (par compensation) les obligations des participants.

Swap de change (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme.

Target (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)] : système de règlement brut en temps réel pour les paiements en euros. Ce système décentralisé se compose des dix-sept systèmes RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la BCE et du mécanisme d'interconnexion.

Target 2 (TARGET2) : nouvelle génération du système *Target* dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée sera remplacée par une plate-forme partagée unique offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.

Taux de change effectif (TCE) de l'euro (nominal/réel) [Effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)] : moyenne pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises d'importants partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-24 (qui inclut les quatorze États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-44 (qui comprend le groupe de TCE-24 et vingt autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates) : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs**, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du **taux de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres **IFM** résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments éligibles du bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) : taux d'intérêt le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des **opérations principales de refinancement** réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable. Il est l'un des **taux directeurs de la BCE** reflétant l'orientation de la politique monétaire.

Titre de créance (Debt security) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versements au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Traité (Treaty) : désigne le traité instituant la Communauté européenne (« traité de Rome »). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)] : traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant la mise en œuvre automatique de la création, de la confirmation, de la compensation et du règlement des instructions.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : processus qui a conduit à la monnaie unique, l'euro, à la politique monétaire unique de la **zone euro** et à la coordination des politiques économiques des États membres de l'UE. Ce processus, défini par le Traité, a été réalisé en trois étapes. La phase III, dernière phase de l'UEM, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth) : taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

Volatilité implicite (Implied volatility) : volatilité attendue (écart type) du taux de variation du prix d'un actif (action ou obligation, par exemple). Elle peut être calculée à partir du prix de l'actif, de la date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options tel que la formule Black-Scholes.

Zone euro (Euro area) : zone englobant les États membres dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité**, et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Finlande.

ISSN 1561458-1



9 771561 458005