



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

Rapport annuel

2019



Sommaire

Regard sur 2019	4
L'année en chiffres	6
1 L'activité économique de la zone euro s'est modérée dans un contexte de faibles tensions inflationnistes	8
1.1 L'économie mondiale s'est considérablement ralentie	8
1.2 La croissance économique de la zone euro s'est ralentie, tandis que la situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer	12
Encadré 1 La consommation et le sentiment des ménages ont continué de faire preuve de résistance	15
1.3 Les tensions inflationnistes sont restées limitées	21
Encadré 2 La courbe de Phillips dans la zone euro et son interprétation des évolutions récentes de l'inflation	23
1.4 Les conditions de financement favorables ont continué de soutenir la croissance du crédit et de la monnaie	27
2 Politique monétaire : la détermination à agir de façon adéquate	33
2.1 Une première série de mesures visant à préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire sur fond d'intensification des facteurs extérieurs défavorables	33
2.2 La dynamique du bilan de l'Eurosystème dans le contexte de la reprise des achats nets d'actifs	40
2.3 Les risques financiers associés à l'APP sont atténués par le biais de cadres appropriés	43
3 Secteur financier de la zone euro : face aux risques, la résilience des banques s'accroît	49
3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2019	49
Encadré 3 La BCE et le changement climatique	52
3.2 Une politique macroprudentielle pour renforcer la résilience de l'ensemble du secteur	56
3.3 Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité de chacune des banques	62

	Encadré 4	La Fintech	64
	3.4	Contribution de la BCE aux initiatives européennes	65
4		Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements	69
	4.1	Les services TARGET	69
	4.2	Innovation et intégration aux niveaux des infrastructures de marché et des paiements	71
	Encadré 5	Les crypto-actifs, les stablecoins et la monnaie numérique de banque centrale	71
5		Les efforts en vue de soutenir le fonctionnement du marché et les services financiers offerts aux autres établissements	74
	5.1	L'€STR, le nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour pour les marchés monétaires de la zone euro	74
	5.2	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE	78
	5.3	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	79
	Encadré 6	La BCE renforce la publication de données relatives aux interventions sur le marché des changes	79
6		Un plus grand nombre de billets et un faible niveau de contrefaçon	82
	6.1	La circulation des billets a poursuivi sa progression	82
	6.2	La contrefaçon des billets en euros est restée faible en 2019	84
	6.3	La poursuite d'un objectif de « verdissement » des billets de banque	85
7		Les statistiques	87
	7.1	Limiter la charge de déclaration	87
	7.2	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	90
	Encadré 7	Un processus de détermination indépendant pour le taux à court terme en euros (€STR)	90
	Encadré 8	Une stratégie à moyen terme pour les statistiques des comptes financiers	92
8		La recherche au sein de la BCE	94

8.1	Les réseaux de recherche	94
8.2	Les conférences et les publications	95
	Encadré 9 Concentration du marché, pouvoir de marché et dynamisme de l'emploi dans la zone euro	96
	Encadré 10 Le rapport entre les genres et la progression des carrières à la BCE	97
9	Les activités et obligations juridiques	100
9.1	Compétences de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE	100
9.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	102
9.3	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	104
10	La BCE dans un contexte européen et international	106
10.1	L'obligation de la BCE de rendre compte au public	106
10.2	Les relations internationales	108
	Encadré 11 Les conséquences du Brexit	110
11	Renforcer la communication	111
11.1	L'innovation sur le plan de la communication de la BCE	111
11.2	Renforcer l'incidence des communications de la BCE grâce à l'analyse	113
12	Organisation et bonne gouvernance	116
12.1	Viser l'excellence à travers les aptitudes à diriger, l'inclusion et l'évolution professionnelle	116
12.2	Nouveau renforcement des normes d'intégrité et de gouvernance	118
	Encadré 12 L'euro a vingt ans	120
	Comptes annuels	122
	Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2019	123
	Statistical section (disponible uniquement en anglais)	124

Regard sur 2019



** Veuillez noter que les observations ci-dessous concernent les activités de la BCE en 2019 et ont été rédigées avant que n'éclate la pandémie mondiale de coronavirus (COVID-19). La situation économique et les mesures prises par la BCE ont considérablement évolué depuis. La BCE mettra tout en œuvre dans le cadre de son mandat pour aider la zone euro pendant cette crise. **

L'année 2019 a marqué le vingtième anniversaire de l'introduction de l'euro et, en novembre, l'enquête Eurobaromètre a indiqué un soutien jamais égalé de la monnaie unique, par 76 % des citoyens de la zone euro.

La croissance économique de la zone euro s'est encore ralentie, s'établissant à 1,2 %, contre 1,9 % en 2018. Cette expansion a été soutenue par des conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et une orientation budgétaire légèrement expansionniste, même si les incertitudes entourant le commerce mondial ont particulièrement pesé sur le secteur manufacturier et l'investissement.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro a continué de s'améliorer en 2019. Le taux de chômage a encore diminué, s'inscrivant à 7,6 %, et la hausse des salaires est restée robuste, autour de sa moyenne de long terme.

L'inflation globale dans la zone euro s'est élevée à 1,2 % en moyenne au cours de l'année sous revue, en recul par rapport à 2018 (1,8 %). Ce ralentissement a résulté d'un fléchissement des contributions apportées par les deux composantes les plus volatiles que sont l'énergie et les produits alimentaires. Sans ces deux composantes, l'inflation s'est établie à 1,0 % en moyenne en 2019, un niveau identique à celui des deux années précédentes.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a procédé à un assouplissement monétaire supplémentaire, en trois phases successives, pendant l'année. Les mesures ont notamment consisté en une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées, une extension de notre *forward guidance* (les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs), une réduction du taux d'intérêt de notre facilité de dépôt et la reprise de notre programme d'achats d'actifs. Fin 2019, les premiers signes de stabilisation de la dynamique de croissance et une légère accélération de l'inflation sous-jacente ont été observés.

Dans le cadre de son processus d'évaluation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs tient compte de l'incidence des effets secondaires qui pourraient en découler. Dans cet esprit, un système de rémunération des réserves à deux paliers a été mis en œuvre, qui exempte une partie de l'excédent des réserves de liquidité des banques de l'application du taux négatif de la facilité de dépôt afin de préserver la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire.

Leur faible rentabilité structurelle reste un défi pour les banques de la zone euro, même si le secteur est capitalisé de façon adéquate, avec un ratio de fonds propres de catégorie 1 de 14,2 %. En 2019, d'importantes prises de risques sur les marchés financiers et de l'immobilier ont continué d'alimenter les vulnérabilités sur les prix des actifs, tandis que les risques ont encore augmenté dans un secteur financier non bancaire en pleine croissance. Les pays de la zone euro, en concertation avec la BCE, ont mis en œuvre différentes mesures macroprudentielles pour limiter les risques systémiques et accroître la capacité de résistance à ces risques.

L'Eurosystème a poursuivi ses efforts pour assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Il a notamment engagé des travaux préparatoires visant la mise en place d'un nouveau système perfectionné de règlement brut en temps réel, en remplacement de TARGET2, et adopté une nouvelle stratégie relative aux paiements de détail. Cette stratégie favorise l'élaboration d'une solution de marché paneuropéenne pour les paiements au point d'interaction, qui complétera l'espace unique de paiement en euros (*Single European Payments Area*, SEPA), qui fonctionne avec succès.

Un nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour, l'€STR (taux à court terme en euros), est publié depuis le 2 octobre et doit se substituer au taux de référence actuel, l'EONIA, d'ici janvier 2022. L'€STR est produit chaque jour sans difficultés selon une méthodologie qui s'est révélée fiable.

La BCE continue d'étudier de près les effets du changement climatique sur les perspectives de stabilité des prix et le système financier. À ce titre, elle a notamment examiné l'intensité carbone des portefeuilles de prêts des banques et a élaboré un cadre analytique devant permettre d'effectuer une analyse pilote de la résistance du secteur bancaire de la zone euro au risque climatique. La BCE contribue à la lutte contre le changement climatique à travers ses propres décisions d'investissement et activités pour la protection de l'environnement. Nous avons ainsi réduit nos émissions de carbone et notre consommation d'énergie par poste de travail de respectivement 74 % et 54 % entre 2008 et 2018.

L'année 2019 nous a donné l'occasion de nous rapprocher d'un public plus large, au-delà des marchés financiers et des experts, et d'écouter plus attentivement les inquiétudes du plus grand nombre. Je veux mentionner à cet égard des initiatives telles que le jeu-concours #EUROat20, la nouvelle série de vidéos « La BCE explique » et un podcast mensuel.

Francfort-sur-le Main, mai 2020

Christine Lagarde

Présidente

L'année en chiffres



Ralentissement de la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2019

1,2 %

Le ralentissement a résulté principalement de la faiblesse des échanges internationaux, dans un contexte d'incertitude persistante à l'échelle mondiale.



Diminution du taux de chômage

7,6 %

Malgré l'augmentation de la main-d'œuvre, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'inscrire à 7,6 % en 2019.



Baisse de l'inflation totale

1,2 %

L'inflation totale moyenne est revenue à 1,2 % en 2019, sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires.



Reprise des achats nets d'actifs à des fins de politique monétaire

20 milliards d'euros

Pour contribuer au retour des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, les achats nets d'actifs de l'Eurosystème ont repris le 1^{er} novembre 2019 à un rythme mensuel moyen de 20 milliards d'euros.



L'environnement de la stabilité financière est difficile, mais les banques sont suffisamment capitalisées

14,2 %

L'environnement de la stabilité financière est resté difficile, mais les banques de la zone euro ont disposé de suffisamment de fonds propres avec un ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1, CET1*) de 14,2 %.



La BCE a lancé le taux à court terme en euros (*euro short-term rate, €STR*)

> 30 milliards d'euros

En octobre, la BCE a commencé à publier un nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour pour les marchés monétaires de la zone euro : l'€STR. Chaque jour, des transactions d'un montant total supérieur à 30 milliards d'euros sont utilisées pour calculer ce taux.



Réduction des émissions de carbone de la BCE par poste de travail

- 74 %

La BCE a réduit ses émissions de carbone par poste de travail de 74 % entre 2008 et 2018.



Les nouveaux billets de 100 et 200 euros ont été mis en circulation

100 et 200 euros

L'introduction, en mai 2019, des nouvelles coupures munies de nouveaux signes de sécurité innovants a clôturé la série Europe, qui avait été lancée en 2013 avec le billet de 5 euros.

1 L'activité économique de la zone euro s'est modérée dans un contexte de faibles tensions inflationnistes

Après avoir atteint un pic mi-2018, l'économie mondiale s'est considérablement ralentie en 2019 dans un contexte de forte accentuation de l'incertitude liée au commerce. Cette évolution a été généralisée et synchronisée entre les pays. Dans ce contexte, la croissance économique de la zone euro s'est encore ralentie, à 1,2 %, après 1,9 % l'année précédente. La décélération de la croissance en 2019 s'explique principalement par le ralentissement des échanges internationaux, dans un environnement caractérisé par une incertitude prolongée à l'échelle mondiale. Dans le même temps, cette modération a été atténuée par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro et la croissance persistante, à un rythme toutefois plus faible, de l'activité mondiale. La situation s'est encore améliorée sur les marchés du travail de la zone euro, tandis que la croissance de la productivité s'est nettement ralentie. Les tensions inflationnistes sont demeurées limitées dans l'ensemble. L'inflation totale est revenue à 1,2 %, sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que l'inflation sous-jacente est restée modérée. Les conditions de financement favorables ont continué de soutenir la croissance du crédit et de la monnaie. Les rendements des obligations d'État de la zone euro ont diminué de manière significative, tandis que les prix des actions de la zone ont augmenté principalement en raison de la baisse des taux d'actualisation. La richesse des ménages a bénéficié de l'augmentation de la valorisation des actifs financiers et réels.

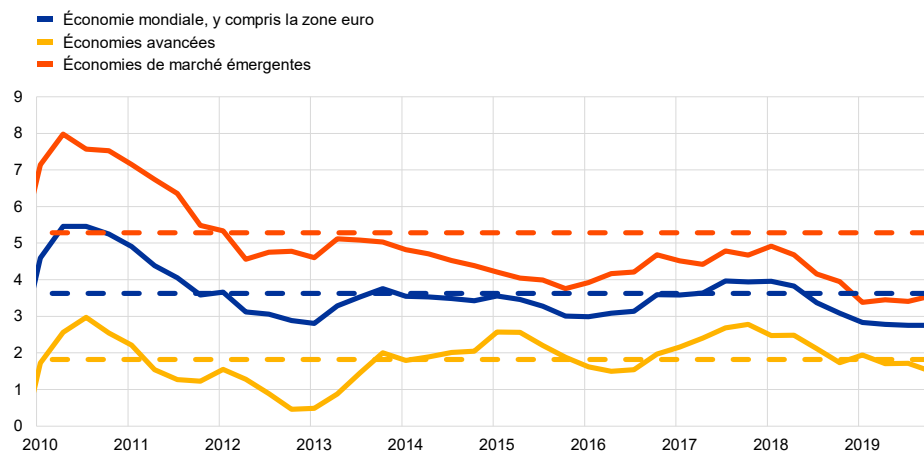
1.1 L'économie mondiale s'est considérablement ralentie

L'économie mondiale s'est considérablement ralentie en 2019 et ce ralentissement a été généralisé et synchronisé entre les pays

En 2019, la croissance économique mondiale a fortement diminué. Après avoir atteint un pic mi-2018, l'économie mondiale s'est considérablement ralentie pour croître à un rythme nettement inférieur à sa moyenne historique, le plus faible enregistré depuis la crise financière mondiale (cf. graphique 1). Ce ralentissement mondial de l'activité a été généralisé et synchronisé entre les pays. Dans les grandes économies avancées telles que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, cela a reflété un recul par rapport à des taux de croissance supérieurs à la moyenne. En Chine, la croissance est revenue à son taux le plus bas depuis 1990 et a été proche de l'estimation actuelle de son taux potentiel. Dans les autres grandes économies de marché émergentes, la croissance a été généralement en demi-teinte, reflétant en partie une reprise lente par rapport aux récessions récentes.

Graphique 1 Croissance du PIB mondial

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Haver Analytics, sources nationales et calculs de la BCE.

Notes : Les agrégats régionaux sont calculés à partir du PIB corrigé à l'aide des pondérations en parité de pouvoir d'achat. Les lignes continues représentent les données et vont jusqu'au quatrième trimestre 2019. Les lignes en pointillés indiquent les moyennes de long terme (entre le premier trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2019). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2020.

Le ralentissement économique mondial s'explique par une baisse de la production dans le secteur manufacturier et un très net affaiblissement de la croissance du commerce et des investissements. En revanche, la hausse de la production dans le secteur des services s'est modérée dans des proportions moindres, soutenue par la croissance relativement robuste de la consommation et par la poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail.

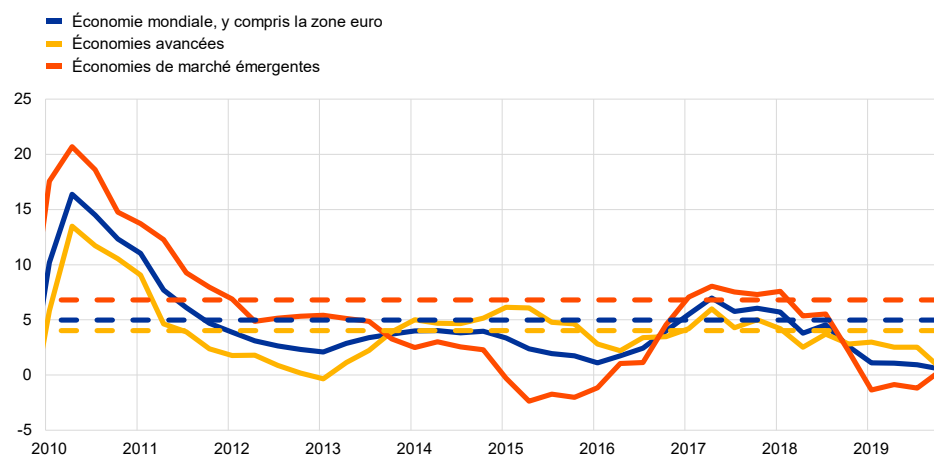
La croissance du commerce et des investissements s'est considérablement ralentie en 2019, sous l'effet d'une forte augmentation de l'incertitude liée aux échanges

L'incertitude liée aux échanges a fortement augmenté et est restée élevée, ce qui a pesé sur l'économie mondiale. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont intensifiées, comme le montrent plusieurs indicateurs différents ¹. Les deux pays ont relevé leurs droits de douane sur les échanges bilatéraux. Fin 2019, la plupart des échanges bilatéraux entre les États-Unis et la Chine faisaient l'objet de droits de douane plus élevés. L'incertitude liée au commerce s'est légèrement atténuée avec l'annonce, en décembre, d'un accord commercial de « phase 1 » entre les deux pays, à l'issue de négociations supplémentaires entamées mi-octobre. L'accord a été signé le 15 janvier 2020. Dans un contexte de fortes tensions commerciales, le relèvement des droits de douane a entraîné une forte baisse des échanges commerciaux, tandis que l'incertitude accrue et la détérioration du climat économique ont freiné la croissance de l'investissement en 2019 (cf. graphique 2).

¹ Pour de plus amples informations concernant l'incertitude liée au commerce, cf. « [Suivre l'incertitude économique mondiale : répercussions sur l'investissement et le commerce au niveau mondial](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020.

Graphique 2 Croissance du commerce mondial

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Haver Analytics, sources nationales et calculs de la BCE.

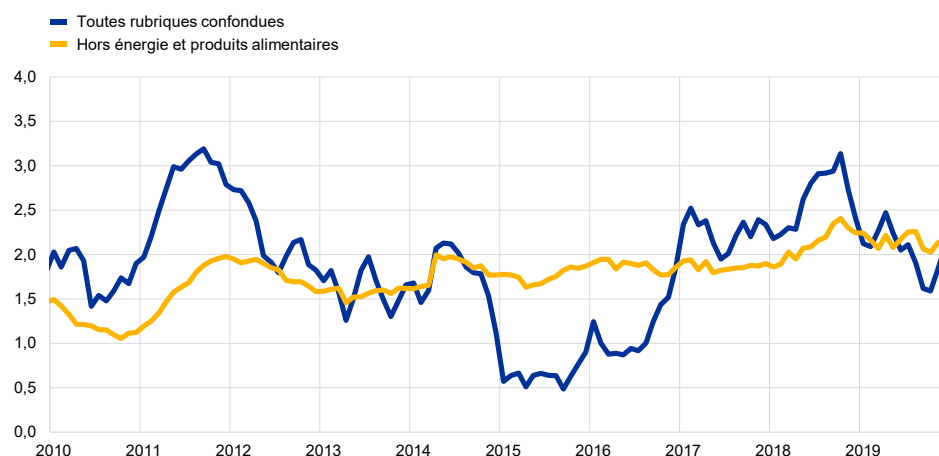
Notes : La croissance du commerce mondial est définie comme la croissance des importations mondiales (zone euro comprise). Les lignes continues représentent les données et vont jusqu'au quatrième trimestre 2019. Les lignes en pointillés indiquent les moyennes de long terme (entre le quatrième trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2019). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2020.

L'inflation totale a diminué, mais l'inflation sous-jacente est restée globalement stable

L'inflation mondiale est restée modérée en 2019, reflétant la faiblesse de la dynamique de croissance mondiale (cf. graphique 3). Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation est revenue de quelque 3 % au second semestre 2018 à 2,1 % en décembre 2019, en raison de la baisse des prix de l'énergie et du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. Toutefois, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) est restée relativement stable, à 2 % environ sur l'année.

Graphique 3 Taux d'inflation dans l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2019.

Les prix du pétrole ont fluctué, sous l'effet de la dynamique de l'offre de pétrole et des prévisions relatives à la demande mondiale

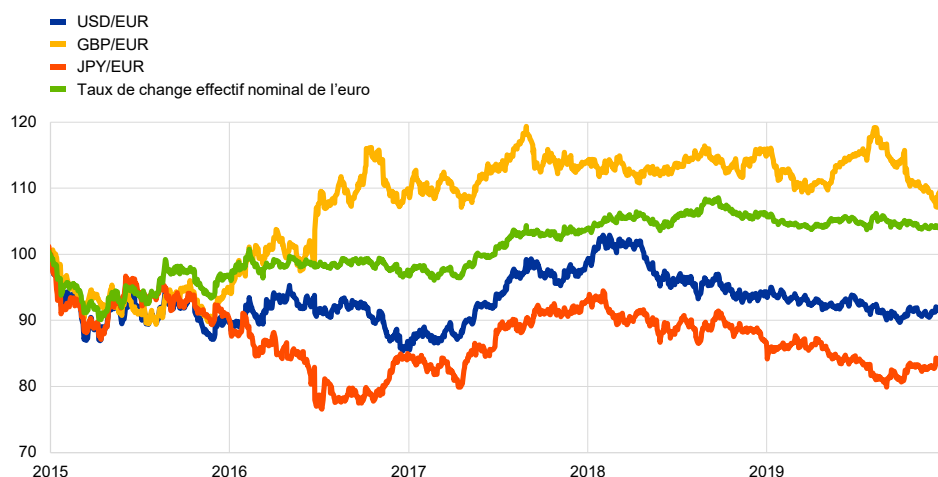
Les prix du pétrole ont fluctué au cours de l'année, reflétant la dynamique de l'offre de pétrole au premier semestre et les prévisions relatives à la demande mondiale au second semestre. Les cours du pétrole ont fluctué entre 53 dollars et 74 dollars le baril en 2019. Au premier semestre, des réductions plus importantes que prévu de la production par l'OPEP+ (regroupant les principaux producteurs de pétrole), ainsi que les tensions géopolitiques, ont contribué à une tendance haussière des prix du pétrole. Au second semestre, les prix du pétrole ont reculé sur fond de préoccupations relatives aux tensions commerciales et à leur possible incidence sur l'économie mondiale. Les effets de l'interruption de l'approvisionnement en Arabie saoudite à la suite d'une attaque de drones le 14 septembre ont été de courte durée, les stocks importants et le rétablissement rapide de la capacité de production ayant contribué à amortir ce choc.

L'euro s'est déprécié par rapport aux devises des partenaires commerciaux de la zone euro

L'euro s'est déprécié de 1,6 % en termes effectifs nominaux en 2019 (cf. graphique 4). En termes bilatéraux, cela s'explique par une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain et du yen japonais. Le taux de change euro-livre sterling a également baissé, affichant cependant une volatilité importante tout au long de l'année 2019, principalement en raison des fluctuations dans les développements concernant le Brexit.

Graphique 4 Taux de change de l'euro

(données quotidiennes ; 1^{er} janvier 2015 = 100)



Sources : Bloomberg, Institut de recherche économique de Hambourg (HWWI), BCE et calculs de la BCE.

Notes : Taux de change effectif nominal vis-à-vis des 38 principaux partenaires commerciaux. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

Les risques entourant les perspectives de croissance mondiale étaient orientés négativement

Fin 2019, les perspectives de croissance mondiale allaient dans le sens d'une modération de la croissance au fur et à mesure de l'arrivée à maturité du cycle économique dans les économies avancées et de la transition progressive de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible, tandis que la reprise dans les autres économies de marché émergentes demeurait fragile. Ces perspectives étaient incertaines et, dans l'ensemble, les risques pesant sur l'activité mondiale étaient

orientés négativement ². Si la faiblesse du secteur manufacturier devait se propager au secteur des services, la décélération de l'activité mondiale pourrait être plus rapide. En Chine, un ralentissement plus marqué pourrait avoir un effet plus important sur l'économie mondiale, tandis qu'une intensification du conflit commercial aggraverait l'incidence négative sur les flux commerciaux internationaux. En Europe, en particulier, il existait un risque que les États-Unis imposent des droits de douane sur certains biens dans plusieurs pays. De manière générale, une aggravation des tensions géopolitiques pourrait avoir un effet défavorable sur la croissance et les échanges au niveau mondial. En outre, en dépit du retrait ordonné du Royaume-Uni de l'Union européenne, une incertitude entourait les futures relations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni et l'issue des négociations demeurait un risque négatif. De plus, une réévaluation brutale des prix sur les marchés financiers internationaux pourrait entamer l'appétence pour le risque à l'échelle mondiale et affecter l'activité économique réelle.

1.2 La croissance économique de la zone euro s'est ralentie, tandis que la situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer



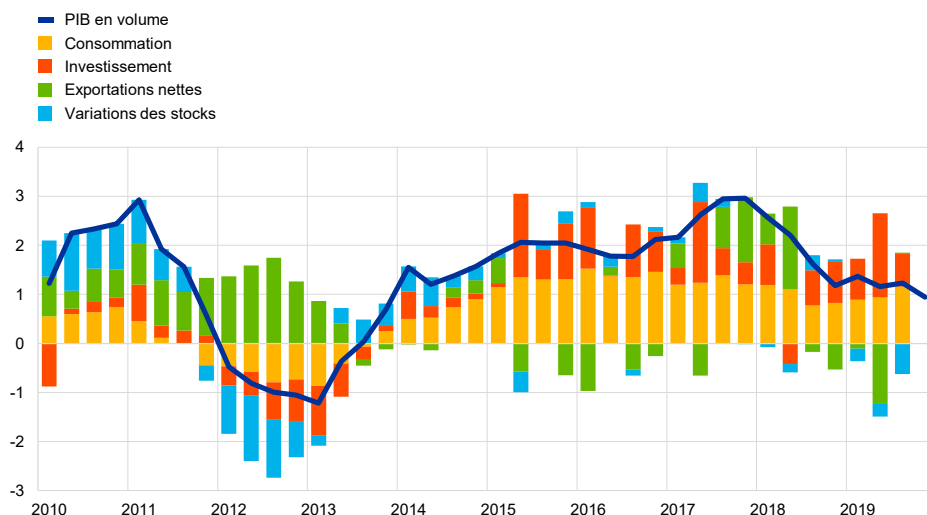
Ralentissement de la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2019

La croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro s'est encore ralentie en 2019, revenant à 1,2 % après 1,9 % l'année précédente (cf. graphique 5). Contrairement au ralentissement de la croissance observé en 2018, qui était attribuable au fléchissement de la croissance de la demande tant extérieure qu'intérieure, celui constaté en 2019 s'explique principalement par un affaiblissement marqué du commerce international, dans un contexte d'incertitude persistante à l'échelle mondiale. Dans le même temps, l'expansion de la zone euro a continué d'être soutenue par les conditions de financement favorables, par de nouvelles créations d'emplois et par la hausse des salaires, par l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro et par la croissance persistante, à un rythme toutefois plus faible, de l'activité mondiale.

² Les perspectives à fin 2019 n'anticipaient pas un impact ou un risque baissier lié à l'épidémie de coronavirus dans la mesure où, à ce moment-là, cette information n'était pas connue.

Graphique 5 PIB en volume de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La croissance annuelle du PIB pour le quatrième trimestre 2019 correspond à l'estimation rapide préliminaire, tandis que les dernières observations relatives aux composantes se rapportent au troisième trimestre 2019.

Les secteurs orientés vers le marché intérieur ont mieux résisté en 2019

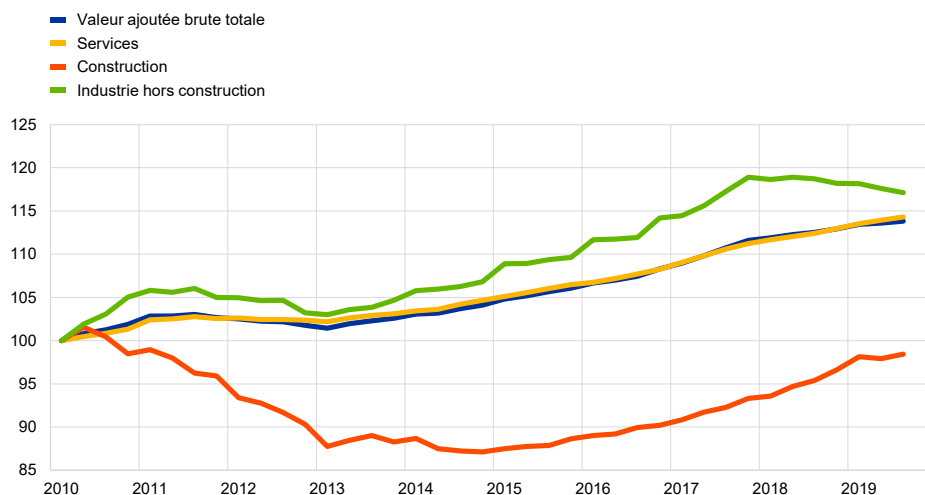
En 2019, la croissance de la production a été alimentée par les secteurs des services et de la construction qui ont fait preuve d'une résistance continue grâce à la robustesse de la demande intérieure dans la zone euro. L'activité dans le secteur industriel de la zone euro s'est encore affaiblie (cf. graphique 6). Cette évolution est due aux répercussions négatives de la faiblesse de la demande étrangère. En revanche, peu de signes indiquent que l'affaiblissement de la demande extérieure a affecté les services en 2019³.

³ Pour une description de l'interaction entre le secteur manufacturier et celui des services, cf. l'encadré intitulé « Évolutions du secteur des services et de sa relation avec le secteur manufacturier », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

Graphique 6

Valeur ajoutée brute réelle de la zone euro par type d'activité économique

(indice : T1 2010 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019.

En 2019, la demande intérieure a continué de contribuer positivement à la croissance de la zone euro, dans un contexte de conditions de financement favorables et d'amélioration de la situation sur les marchés du travail. La consommation privée, ainsi que le sentiment des consommateurs, ont continué de bien résister en 2019 (cf. encadré 1). Les dépenses des ménages ont été soutenues par la hausse de l'emploi et des salaires, qui a entraîné une augmentation des revenus du travail agrégés. À la suite du ralentissement progressif entamé en 2018, l'investissement des entreprises est resté modéré en 2019. Un environnement extérieur beaucoup moins dynamique et une incertitude mondiale accrue ont pesé sur les décisions d'investissement des entreprises. En dépit de cela, de l'évolution modérée de la rentabilité des entreprises et de la baisse de l'utilisation des capacités de production, l'investissement des entreprises a continué d'apporter une contribution positive à la croissance économique, soutenue par les conditions de financement favorables. La croissance de l'investissement en droits de propriété intellectuelle, qui a tendance à être volatile, a été particulièrement soutenue⁴. Dans le même temps, après une forte reprise prolongée au cours des années précédentes, l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est ralenti, parallèlement à un essoufflement de la dynamique sur les marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro. Cette décélération reflète essentiellement des contraintes de plus en plus fortes sur l'offre immobilière – notamment des pénuries de main-d'œuvre, des goulets d'étranglement sur le plan réglementaire et le processus de réduction de la dette – qui ont freiné la croissance dans le secteur de la construction en 2019.

⁴ Par exemple, les investissements en droits de propriété intellectuelle en Irlande ont biaisé la croissance de l'investissement dans la zone euro au deuxième et au troisième trimestre 2019.

Encadré 1

La consommation et le sentiment des ménages ont continué de faire preuve de résistance

En 2019, le secteur des services et celui du commerce de détail ont continué de bien résister dans l'ensemble face au ralentissement de l'économie de la zone euro, en dépit d'une certaine modération de la croissance dans ces secteurs. La consommation privée représente une part importante de la demande dans les secteurs des services et du commerce de détail. Dans ce contexte, le présent encadré étudie de manière plus approfondie la confiance des consommateurs dans la zone euro, en examinant les raisons de la relative résistance des dépenses de consommation.

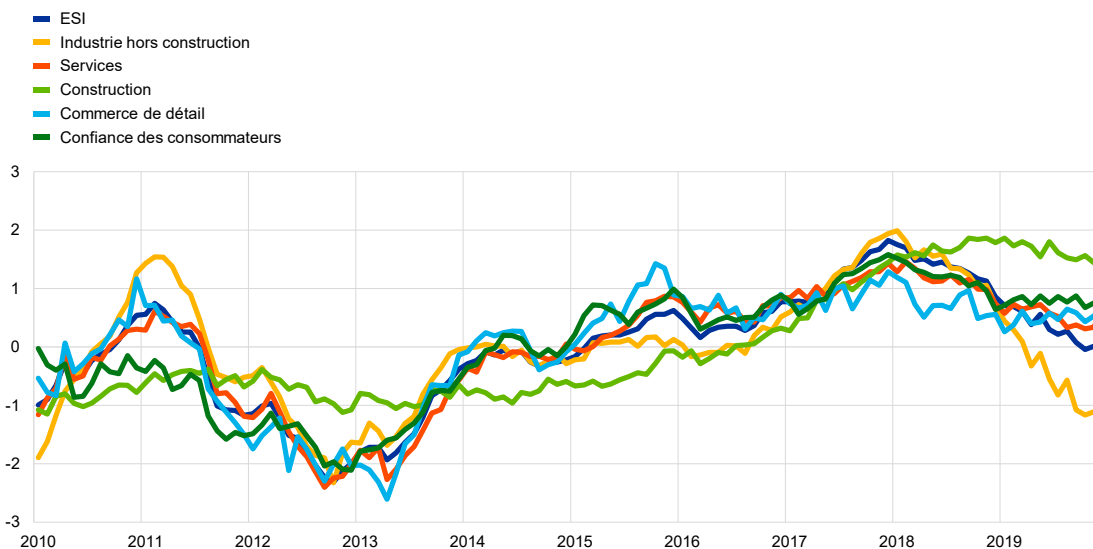
Le sentiment des consommateurs s'est stabilisé et a mieux résisté que la confiance dans d'autres secteurs

Le ralentissement économique observé en 2019 a principalement reflété une détérioration des échanges internationaux et une incertitude élevée au niveau mondial, qui ont pesé, à leur tour, essentiellement sur le secteur industriel de la zone euro. Dans le même temps, les secteurs des services et du commerce de détail ont continué de bien résister, en dépit d'un certain ralentissement. Cette évolution ressort clairement du graphique A, qui présente la confiance dans différents secteurs de l'économie de la zone euro. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) de la Commission européenne est une moyenne pondérée de la confiance dans l'industrie hors construction (avec un poids de 40 %), dans les services (30 %), dans la construction (5 %), dans le commerce de détail (5 %) et parmi les ménages (20 %). Comme on peut le constater, le ralentissement dans les secteurs davantage orientés vers le marché intérieur (c'est-à-dire la construction, les services, le commerce de détail et les ménages) a été beaucoup moins prononcé que dans l'industrie.

Graphique A

Confiance dans la zone euro – ventilation sectorielle

(soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

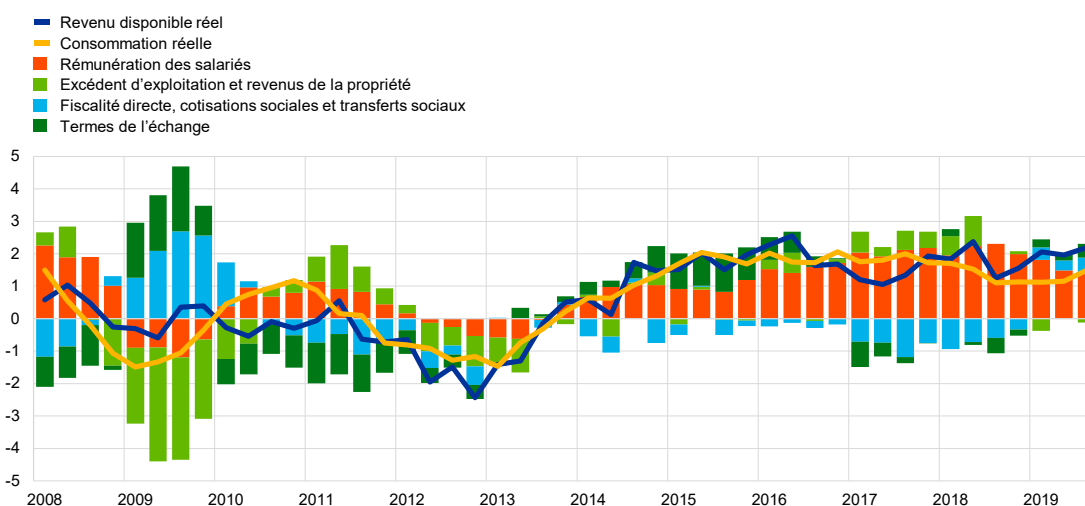
La consommation privée a continué de bien résister dans l'ensemble en 2019

En 2019, la croissance de la consommation privée a été soutenue par la poursuite de la croissance du revenu disponible réel, elle-même favorisée par un marché du travail robuste. Les revenus du travail ont bénéficié à la fois de la poursuite des hausses des salaires et des nouvelles créations d'emplois, à un rythme toutefois plus lent. De plus, la fiscalité directe, les cotisations sociales et les transferts sociaux devraient avoir eu, dans l'ensemble, un léger impact positif sur la croissance des revenus, contrairement à 2018 où ils avaient continué de la freiner (cf. graphique B). Toutefois, la contribution de l'excédent d'exploitation et des revenus de la propriété, qui ont tendance à être étroitement liés à l'activité économique, est devenue légèrement négative en 2019, alors qu'elle était positive depuis 2015.

Graphique B

Consommation privée réelle et revenu disponible réel

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les déterminants de la confiance des consommateurs

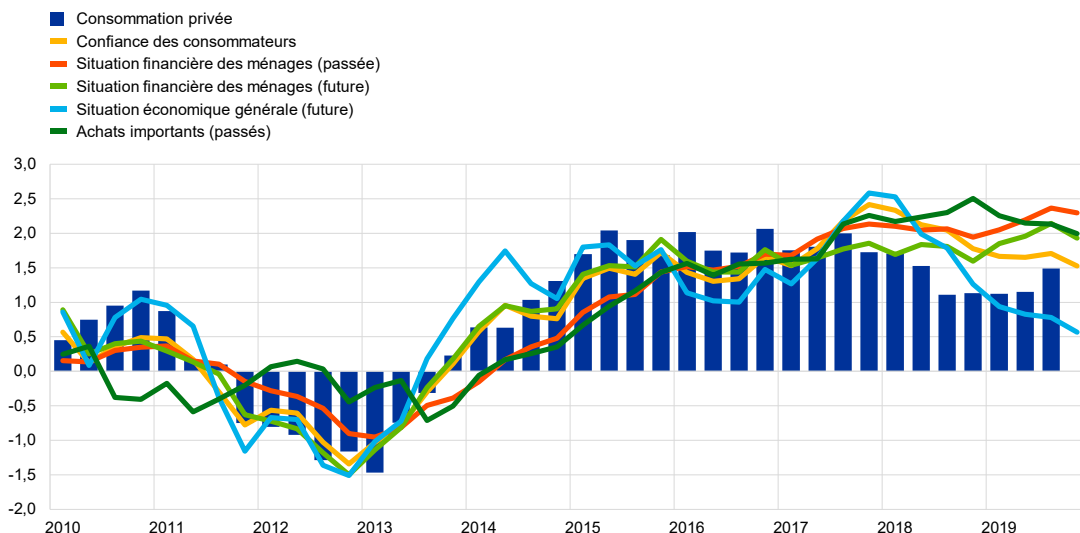
L'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne résulte de la moyenne de quatre sous-indices relatifs aux perceptions des évolutions financières et économiques passées ainsi qu'aux anticipations relatives aux évolutions futures à un horizon de douze mois (cf. graphique C)⁵. Tandis qu'un sous-indice se rapporte à l'évaluation de la situation économique globale dans le pays, les autres ont trait à la situation financière des ménages. Si l'on examine les évolutions de ces sous-indices, on constate que les ménages ont une vision relativement plus favorable de leur situation personnelle, ce qui reflète principalement la résistance actuelle du marché du travail, qui a protégé en grande partie les revenus des ménages du ralentissement économique.

⁵ Cf. « *A revised consumer confidence indicator* », Commission européenne, 21 décembre 2018.

Graphique C

Consommation privée et confiance des consommateurs

(variations annuelles en pourcentage et soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.

Note : Les données d'enquêtes ont été normalisées en utilisant la moyenne et l'écart type de la croissance annuelle de la consommation privée depuis 2010.

La robustesse des évolutions sur le marché du travail, parallèlement à la hausse des salaires, conjuguée à des conditions de financement favorables et à une amélioration de la situation financière des ménages expliquent en grande partie pourquoi la confiance des consommateurs est demeurée élevée dans la zone euro en 2019, favorisant la consommation privée. Dans un contexte de résistance de la demande intérieure et de faiblesse de la demande étrangère, la BCE continue de suivre attentivement les données disponibles afin d'évaluer le risque d'effets de contagion négatifs du secteur extérieur vers le secteur domestique.

Le secteur extérieur a contribué négativement, en termes nets, à la production dans la zone euro en 2019. À l'exception des exportations vers les États-Unis, dont le rythme de croissance s'est ralenti, le recul a été généralisé, principalement en raison de l'atonie des exportations de biens d'équipement et de voitures. Les échanges intra-zone euro ont également diminué, surtout les échanges de biens intermédiaires, en raison de perturbations dans les chaînes de production de la zone euro.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro a continué de s'améliorer, tandis que la croissance de la productivité s'est nettement ralentie

La situation sur les marchés du travail de la zone euro a continué de s'améliorer en 2019

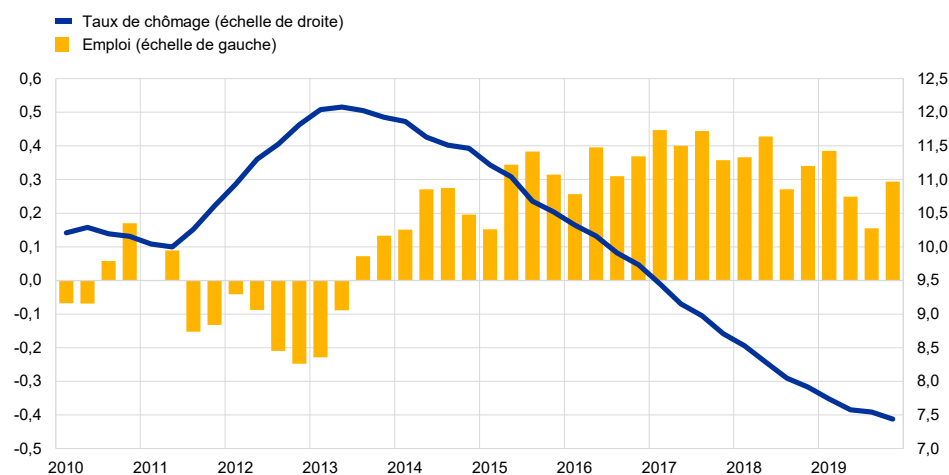
La situation sur les marchés du travail de la zone euro a continué de s'améliorer en 2019 (cf. graphique 7). Cette amélioration a été un élément clé de soutien à l'activité économique en 2019.

Selon une analyse fondée sur des indicateurs synthétiques relatifs au marché du travail, au deuxième trimestre 2019, le niveau de l'activité sur le marché du travail a

été proche de son pic d'avant la crise. De plus, la dynamique du marché du travail est restée supérieure à sa moyenne de long terme, même si elle s'est légèrement ralentie récemment ⁶. Les bonnes performances du marché du travail se sont inscrites dans un contexte de hausse persistante de l'offre de main-d'œuvre, qui reflète en partie l'augmentation du taux d'activité des travailleurs plus âgés liée aux réformes passées consistant à relever l'âge légal de départ en retraite ⁷.

Graphique 7 Indicateurs relatifs au marché du travail

(en pourcentage de la population active ; taux de croissance trimestriel ; cvs)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.



Diminution du taux de chômage

L'emploi a augmenté de 1,2 % en 2019, soit un rythme robuste par rapport aux évolutions de la croissance du PIB. La croissance de la productivité par personne employée s'est établie à 0,0 % en 2019, après 0,4 % en 2018 ⁸. En dépit de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'inscrire à 7,6 % en 2019, soit un taux proche de celui observé en 2007. Toutefois, la dispersion des taux de chômage entre les pays de la zone euro est restée élevée.

Un suivi de l'économie numérique est nécessaire

D'après la littérature, la numérisation a un impact sur plusieurs variables économiques clés, qui sont pertinentes pour la politique monétaire. D'après des données empiriques, la numérisation pourrait avoir pour effet de stimuler l'activité et de faire augmenter la productivité, tandis que son incidence globale sur l'inflation n'apparaît

⁶ Pour plus de détails sur la façon dont ces indicateurs sont construits, cf. « [Indicateurs relatifs à la situation sur le marché du travail dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

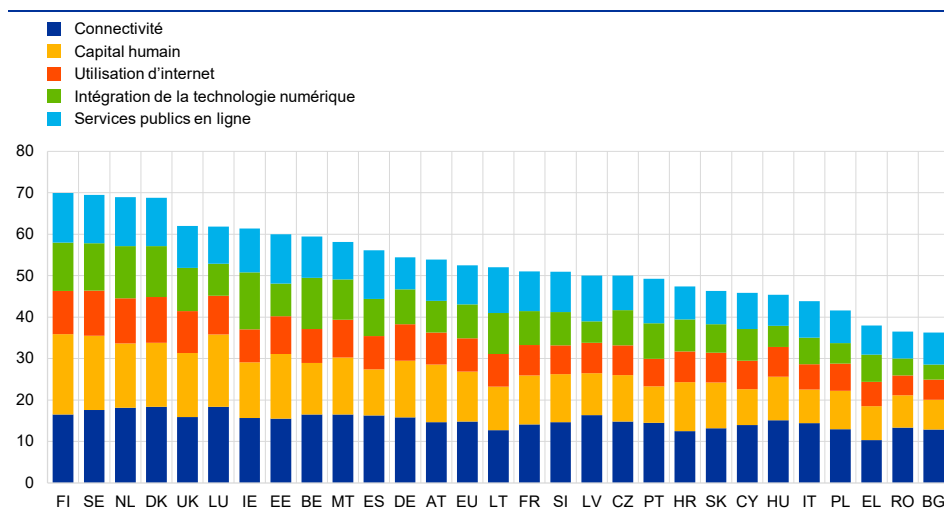
⁷ Pour plus d'informations sur les évolutions de la main-d'œuvre dans la zone euro, cf. l'article intitulé « [Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

⁸ Pour des informations plus détaillées concernant la relation entre emploi et productivité durant la phase actuelle d'expansion de l'emploi, cf. l'encadré intitulé « [Croissance de l'emploi et PIB dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019, et l'encadré intitulé « [La phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro au regard des évolutions historiques](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019.

La numérisation a un effet sur des variables qui sont pertinentes pour la politique monétaire

pas encore clairement ⁹. En 2019, selon l'indice relatif à l'économie et à la société numériques (DESI) de la Commission européenne, le degré de numérisation des économies de l'UE va de 40 environ pour les économies les moins performantes dans ce domaine à 70 environ pour les plus performantes (cf. graphique 8). Si les économies de l'UE ont enregistré une note globalement similaire en termes de connectivité, elles affichent en revanche une moindre homogénéité en termes de capital humain, d'utilisation de l'internet, d'intégration de la technologie numérique et de services publics en ligne.

Graphique 8
Indice relatif à l'économie et à la société numériques pour 2019



Source : Commission européenne.

Les politiques structurelles devraient permettre de relever les principaux défis

La mise en œuvre des recommandations de politique structurelle est demeurée faible en 2019

La mise en œuvre de politiques structurelles dans les pays de la zone euro doit être nettement accélérée afin de raffermir la productivité et le potentiel de croissance de la zone, de réduire le chômage structurel et d'accroître la capacité de résistance de l'économie. Il s'agit notamment de politiques structurelles destinées à améliorer le fonctionnement des marchés du travail, à accroître la concurrence sur les marchés des biens et services et des facteurs, et à améliorer l'environnement des entreprises ¹⁰. En outre, des politiques structurelles sont nécessaires pour pouvoir relever les défis actuels et futurs que posent, par exemple, le vieillissement de la population, la numérisation et le changement climatique. Les recommandations par pays (RPP) fournissent des recommandations en matière de politique économique adaptées à la situation individuelle d'un pays sur la façon d'améliorer la croissance et

⁹ Cf., par exemple, Charbonneau (K.), Evans (A.), Sarker (S.) et Suchanek (L.), « *Digitalization and Inflation: A Review of the Literature* », *Staff Analytical Note 2017-20*, Banque du Canada, novembre 2017.

¹⁰ Cf., par exemple, Masuch (K.), Anderton (R.), Setzer (R.) et Benalal (N.) (eds.), « *Structural policies in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 210, BCE, juin 2018.

la capacité de résistance de l'économie. Les RPP sont approuvées par les États membres et le Conseil européen. En février 2019, la Commission européenne a conclu que 95 % des recommandations de politique économique soit n'avaient pas été mises en œuvre soit, au mieux, avaient été mises en œuvre dans une « certaine » mesure ¹¹.

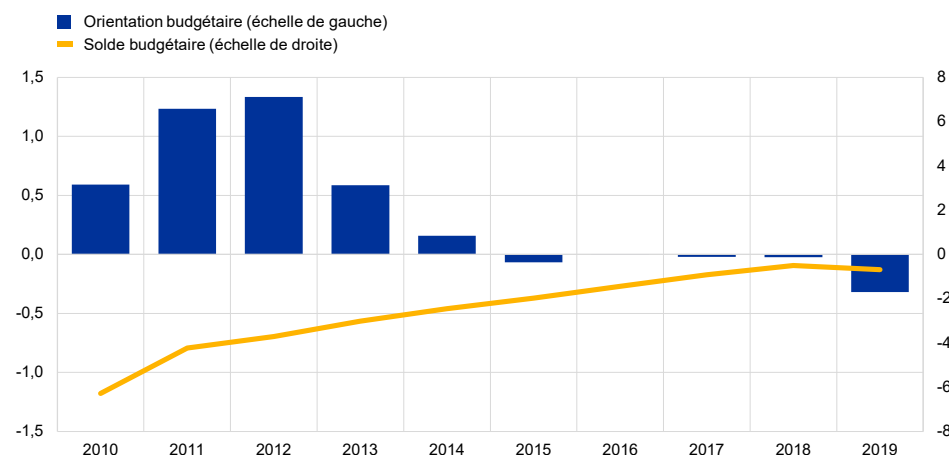
L'orientation budgétaire légèrement expansionniste a soutenu l'activité économique

Le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro a légèrement augmenté sous l'effet d'une orientation budgétaire légèrement expansionniste

Après avoir été globalement neutre pendant cinq ans, l'orientation budgétaire de la zone euro ¹² est devenue expansionniste, mais de façon modérée, en 2019 (cf. graphique 9). L'assouplissement de l'orientation a soutenu l'activité économique dans la zone euro. Il résulte des mesures expansionnistes qui ont été mises en œuvre dans certains grands pays membres, essentiellement des réductions de la fiscalité directe ainsi que des hausses des dépenses publiques. D'après les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro a légèrement augmenté en 2019 pour s'établir à 0,7 % du PIB. La diminution du solde budgétaire reflète l'orientation budgétaire plus expansionniste, qui a été partiellement contrebalancée par une réduction des paiements d'intérêts, tandis que la contribution de la position dans le cycle est demeurée globalement inchangée.

Graphique 9 Solde des administrations publiques et orientation budgétaire

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

¹¹ Pour des informations plus détaillées concernant la mise en œuvre des RPP, cf. l'encadré intitulé « [Recommandations par pays en matière de politique économique dans le cadre du Semestre européen 2019](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

¹² L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus d'informations concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro a poursuivi sa baisse en 2019, revenant à 84,5 % du PIB à la fin de l'année. Toutefois, les ratios dette/PIB sont demeurés élevés dans plusieurs pays. La diminution du ratio de dette agrégé a été soutenue par des différentiels taux d'intérêt/taux de croissance favorables et par des soldes primaires positifs, mais en baisse. Si aucun pays de la zone euro ne relevait du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance à fin 2019, la Commission européenne a néanmoins estimé que les projets de plan budgétaire pour 2020 de huit pays de la zone (dont plusieurs avaient un ratio de dette proche de ou supérieur à 100 % du PIB), présentaient un risque de non-respect des exigences du PSC ¹³.

1.3 Les tensions inflationnistes sont restées limitées



Baisse de l'inflation totale

L'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 1,2 % en moyenne en 2019, après 1,8 % en 2018 ¹⁴. Cette baisse traduit essentiellement des contributions plus faibles des deux composantes plus volatiles de l'inflation, l'énergie et les produits alimentaires. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, une mesure de l'inflation sous-jacente, a continué d'afficher des taux modérés, de 1,0 % en moyenne en 2019, comme en 2018 et en 2017, malgré une hausse vers la fin de l'année (cf. graphique 10).

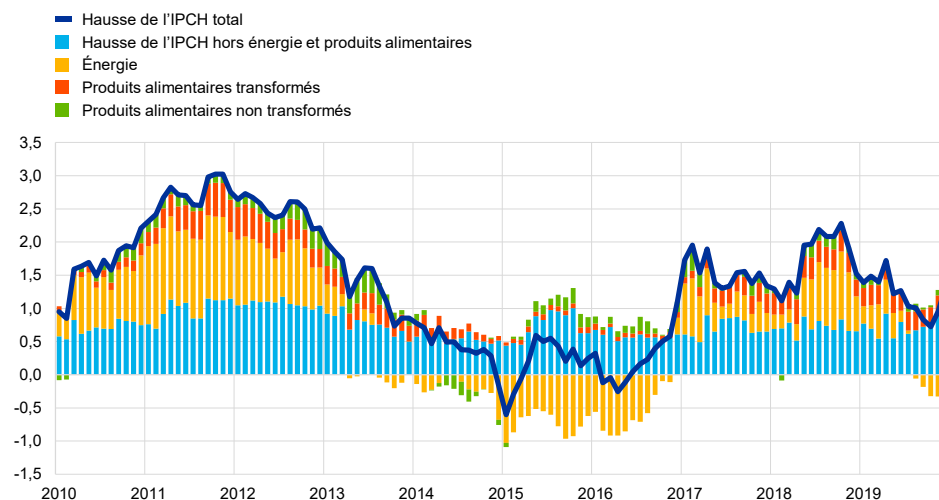
¹³ « Examen des projets de plans budgétaires pour 2020 – quelques implications pour une réforme de la gouvernance budgétaire », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

¹⁴ L'inflation totale moyenne en 2018 a été revue à la hausse (à 1,8 % après 1,7 %) par Eurostat après la date d'arrêté des données figurant dans le *Rapport annuel 2018*. Cette révision faisait suite à la mise en œuvre par Eurostat des modifications méthodologiques apportées à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Ces modifications s'accompagnaient également d'une révision à la hausse du taux d'inflation moyen dans les services en 2018, qui est passé de 1,3 % à 1,5 %, et d'une révision à la baisse du taux d'inflation moyen des produits manufacturés hors énergie en 2018, qui est revenu de 0,4 % à 0,3 %. Ces modifications n'ont toutefois eu qu'une incidence limitée sur l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en 2018, qui est restée inchangée à 1,0 %. Contrairement à ces effets relativement modérés, l'impact sur les taux d'inflation mensuels et annuels pour 2015 a été particulièrement prononcé. L'inflation totale moyenne pour 2015 a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage et la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires de 0,3 point de pourcentage. Cf. « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019, et *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mars 2019, p. 8-9.

Graphique 10

Hausse de l'IPCH et contributions par composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La baisse de l'inflation totale a résulté du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que l'inflation sous-jacente est restée modérée

L'évolution de la composante énergie de l'inflation a été en grande partie à l'origine du ralentissement de l'inflation totale moyenne observé en 2019 par rapport à 2018. La contribution de la hausse des prix pour l'ensemble des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH total a diminué, ressortant à 0,3 point de pourcentage en 2019, après 0,4 point de pourcentage en 2018. Les évolutions de l'inflation pour l'ensemble des produits alimentaires au cours de l'année ont été largement déterminées par les évolutions de la composante volatile produits alimentaires non transformés. La hausse des prix des produits alimentaires transformés a oscillé autour de 1,9 % en 2019, un taux légèrement inférieur à sa moyenne de 2018. Les augmentations des prix à la production des produits de consommation alimentaires et des prix des matières premières alimentaires (mesurés par les prix agricoles à la production observés dans l'UE), deux déterminants des prix des produits alimentaires transformés, indiquent que ces hausses des coûts n'ont pas été entièrement répercutées sur les prix des produits alimentaires au niveau du consommateur dans un contexte de concurrence élevée.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, comme les autres mesures de l'inflation sous-jacente, a affiché un profil d'évolution globalement indéterminé sur la majeure partie de l'année, demeurant inférieure à sa moyenne historique malgré la légère hausse observée fin 2019. L'encadré 2 ci-après examine la relation entre inflation sous-jacente et activité économique, ainsi que les évolutions économiques plus globales depuis la crise financière mondiale. Les faibles évolutions de l'inflation pour les produits manufacturés hors énergie et les services ont contribué à une hausse modérée de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est établie en moyenne à 0,3 % en 2019, à un niveau inchangé par rapport à 2018 et à la moyenne observée depuis 2015. D'après les indicateurs des tensions sur les prix aux différents stades de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix à la production des produits de consommation non alimentaires est demeuré globalement stable sur l'année,

s'établissant toutefois à un niveau nettement supérieur à sa moyenne depuis 2015. Cela laisse penser qu'une partie des augmentations de coûts ont été absorbées au stade de la vente de détail. En outre, contrairement à 2018, le taux de variation annuel moyen des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires a été positif en 2019, reflétant, entre autres facteurs, la dépréciation de l'euro. L'inflation dans les services a affiché une certaine volatilité liée à l'évolution des prix des services liés aux voyages, qui a résulté d'un effet statistique¹⁵. Si l'on fait abstraction de cette volatilité mensuelle, l'inflation dans les services a évolué sans réelle tendance et s'est établie, en moyenne, à 1,5 % en 2019, sans changement par rapport à 2018 et seulement légèrement au-dessus de la moyenne depuis 2015. Dans l'ensemble, les augmentations des prix des services, qui intègrent une forte proportion de coûts de main-d'œuvre, ont continué d'afficher un certain retard par rapport à la croissance des salaires.

Encadré 2

La courbe de Phillips dans la zone euro et son interprétation des évolutions récentes de l'inflation

Depuis 2013, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est restée constamment inférieure à sa moyenne historique. Si l'on a pu attribuer cela, dans un premier temps, à une sous-utilisation importante des capacités productives dans l'économie et à d'autres facteurs d'atténuation des tensions inflationnistes, la faiblesse plus récente de l'inflation est en revanche difficile à expliquer à l'aide de la version standard de la courbe de Phillips, comme en témoigne la composante inexpliquée des contributions aux évolutions de l'inflation (cf. graphique A). Ce constat a entraîné le réexamen de cette relation économique fondamentale¹⁶.

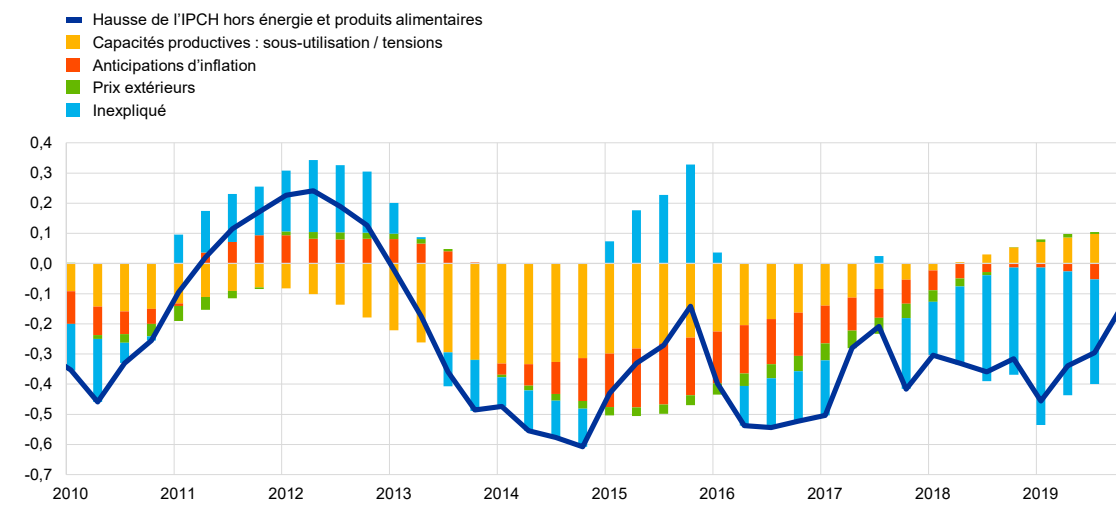
¹⁵ Les modifications statistiques apportées aux mesures des prix des voyages organisés en Allemagne ont eu un effet baissier temporaire sur l'inflation dans les services de la zone euro ; cf. *Rapport mensuel*, Deutsche Bundesbank, août 2019, p. 57-59.

¹⁶ Cf. Bobeica (E) et Sokol (A), « [Les facteurs de l'inflation sous-jacente dans l'économie de la zone euro : une perspective basée sur la courbe de Phillips](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2019. Cette analyse est axée sur une décomposition en échantillon de l'inflation. Pour une analyse récente des performances de ce type de modèle en matière de prévision, ainsi que de la capacité prédictive des différents types de variables relatives à l'inflation, cf. Moretti (L.), Onorante (L.) et Zakipour Saber (S.), « [Phillips curves in the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 2295, BCE, juillet 2019.

Graphique A

Décomposition de l'inflation sous-jacente à l'aide de la courbe de Phillips

(variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; toutes les valeurs sont exprimées en termes d'écart par rapport à leur moyenne depuis 1999)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les barres indiquent les contributions moyennes pour un grand nombre de spécifications de modèle (cf. Bobeica (E) et Sokol (A), « Les facteurs de l'inflation sous-jacente dans l'économie de la zone euro : une perspective basée sur la courbe de Phillips », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2019). Les contributions sont établies à partir de Yellen (J.L.), « *Inflation Dynamics and Monetary Policy* », discours prononcé à l'occasion de la Philip Gamble Memorial Lecture, Université du Massachusetts, Amherst, 24 septembre 2015.

Les déterminants de l'inflation dans le cadre de la courbe de Phillips

Par définition, la courbe de Phillips reflète la notion selon laquelle l'activité économique et le degré associé de tensions sur les marchés des biens et du travail devraient influencer sur l'inflation. Le degré élevé de sous-utilisation des capacités productives a pesé sur l'inflation à l'issue de la crise financière mondiale. La zone euro a également connu une deuxième récession entre 2011 et 2013, et la faiblesse de l'inflation sous-jacente, que l'on a commencé à observer début 2013, est effectivement attribuable à ce facteur. Toutefois, même si en 2018, de nombreuses mesures de l'activité économique et de la sous-utilisation des capacités productives avaient retrouvé leurs niveaux moyens, certaines mesures commençant même à signaler une demande excédentaire, l'inflation sous-jacente est demeurée inférieure à sa moyenne depuis 1999 (1,3 %).

Outre l'activité économique, d'autres facteurs, tels que les anticipations d'inflation et les prix extérieurs, sont également essentiels pour comprendre l'évolution de l'inflation. De nombreux facteurs peuvent influencer les anticipations d'inflation des agents économiques : les évolutions récentes de l'inflation (et en particulier celles des prix de l'énergie) influent en général sur les anticipations à court terme, tandis que de véritables préoccupations concernant la crédibilité et la capacité de la banque centrale à atteindre son objectif d'inflation peuvent peser sur les anticipations à plus long terme, bien que ces effets soient difficiles à isoler de façon empirique¹⁷. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, ont fléchi au cours de la période 2014-2017, comme en témoignent leurs contributions négatives à

¹⁷ Cf. Ciccarelli (M.) et Osbat (C.) (eds.), « *Low inflation in the euro area: Causes and consequences* », *Occasional Paper Series*, n° 181, BCE, janvier 2017.

l'inflation sous-jacente au cours de la même période ¹⁸. Plus récemment, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro tirées d'enquêtes, notamment de celle menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, ont montré des signes de modération. Toutefois, le frein exercé sur l'inflation par ces évolutions récentes est plus faible.

Enfin, les mesures des prix extérieurs, telles que les indices des prix du pétrole et les indices plus larges des prix à l'importation, peuvent constituer un facteur important expliquant les décisions des entreprises en matière de fixation des prix, et donc l'évolution de l'inflation, au-delà de ce qui pourrait déjà être attribué à la sous-utilisation des capacités productives et aux anticipations d'inflation. Si les prix extérieurs, et particulièrement les prix de l'énergie, se reflètent généralement rapidement dans l'inflation totale, leurs effets indirects sur l'inflation sous-jacente ont néanmoins été limités au cours des dernières années ¹⁹. Globalement, les évolutions de l'inflation sous-jacente jusqu'en 2017 peuvent être raisonnablement attribuées à des facteurs classiques, mais la faiblesse plus récente est difficile à expliquer à l'aide de cette approche.

On pourrait attribuer cela au fait que les mesures classiques de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie ne prennent pas en compte toutes les évolutions de l'activité économique pertinentes pour l'inflation. Ainsi, Jarociński et Lenza (2018) ²⁰ calculent une mesure de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie explicitement conçue pour prévoir l'inflation. Cette mesure implique un degré beaucoup plus élevé de sous-utilisation des capacités productives qu'une mesure plus classique de l'écart de production.

Dans l'ensemble, la courbe de Phillips demeure un élément central de l'interprétation des évolutions de l'inflation et de la communication sur ce sujet, mais elle doit être complétée par des informations provenant d'autres outils et approches, en particulier à la lumière des évolutions récentes de l'inflation sous-jacente.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, se sont accentuées en moyenne en 2019, à un rythme supérieur au niveau moyen de 2018 et à la moyenne depuis 2015 (cf. graphique 11). La croissance annuelle de la rémunération par tête a conservé son rythme soutenu en 2019, ressortant à 2,0 % en moyenne, niveau légèrement inférieur à la moyenne de 2018 mais supérieur à la moyenne depuis 2015. La croissance de la rémunération par tête a été limitée par l'évolution des cotisations sociales ²¹, tandis que la croissance des salaires et traitements s'est accélérée en 2019 par rapport à 2018, parallèlement à la poursuite de la baisse du taux de chômage et en dépit du ralentissement de la croissance économique dans la zone euro (cf. section 1.2 précédemment). La

¹⁸ Les mesures des anticipations qui sous-tendent le graphique A correspondent aux anticipations d'inflation à court et à long terme tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et du Consensus économique.

¹⁹ Les influences extérieures pourraient bien sûr ne pas se limiter à ce dont rendent compte les prix des importations et les prix de l'énergie. Pour une analyse des autres mécanismes, cf. Lane (P.), « *Globalisation and monetary policy* », discours prononcé à l'université de Californie, 30 septembre 2019.

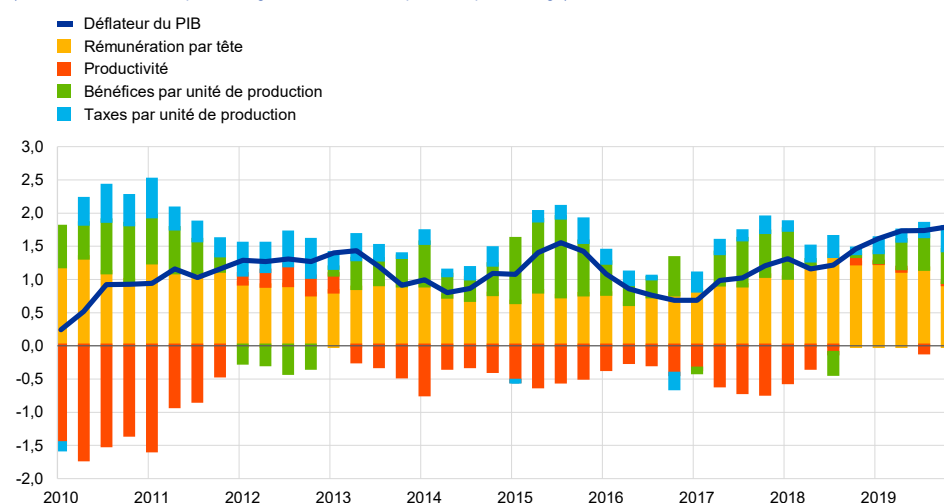
²⁰ Jarociński (M.) et Lenza (M.), « *An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50(6), 2018, p. 1189-1224.

²¹ La croissance de la rémunération par tête a été freinée par la diminution des cotisations sociales patronales en France en raison d'une modification de la législation (remplacement du crédit d'impôt CICE par une réduction permanente des cotisations sociales patronales).

croissance moyenne robuste de la rémunération par tête s'est toutefois accompagnée d'une accélération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, la productivité ayant stagné en 2019. Outre la croissance plus forte des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'accélération de la croissance du déflateur du PIB reflète également un redressement de l'évolution des bénéfiques (mesurés en termes d'excédent brut d'exploitation), qui avaient enregistré un fort ralentissement en 2018. La productivité ayant évolué sans réelle tendance en 2019, le redressement des bénéfiques en 2019 a très probablement reflété des améliorations des termes de l'échange et des évolutions dans les secteurs économiques moins touchés par le ralentissement de l'activité et des échanges au niveau mondial ²². Il s'agit, par exemple, des secteurs de la construction et de l'immobilier, qui ont affiché également un taux de croissance élevé de leurs déflateurs de la valeur ajoutée, atteignant 4,6 % en moyenne en 2019 dans le cas de la construction.

Graphique 11 Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les anticipations d'inflation à plus long terme se sont inscrites en baisse en 2019. Les anticipations d'inflation à l'horizon de cinq ans tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels se sont inscrites en recul à 1,7 % au quatrième trimestre 2019, après 1,9 % au quatrième trimestre 2018. Les mesures extraites des instruments de marché relatives aux anticipations d'inflation à plus long terme, comme le taux du *swap* indexé sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, ont également diminué. Toutefois, elles se sont stabilisées, mais à des niveaux encore faibles, vers la fin de l'année.

²² Cf. l'encadré intitulé « Comment les bénéfiques déterminent-ils les tensions sur les prix domestiques dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019.

1.4 Les conditions de financement favorables ont continué de soutenir la croissance du crédit et de la monnaie

En 2019, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont principalement résulté des effets du ralentissement de l'activité économique dans un contexte de faible inflation persistante, d'incertitude liée aux facteurs politiques suscitant un sentiment d'aversion au risque à certaines périodes de l'année, et de nouvel assouplissement de la politique monétaire. Les taux du marché monétaire ainsi que les rendements obligataires à long terme ont fortement diminué, tandis que les prix des actions ont globalement augmenté, soutenus par la baisse des taux d'actualisation. Les flux de financement externe des sociétés non financières (SNF) se sont globalement stabilisés en 2019 à un niveau nettement inférieur à leur point haut le plus récent enregistré en 2017, mais l'emprunt bancaire et les émissions de titres de créance sont restés soutenus, grâce aux conditions de financement favorables, et les émissions nettes d'actions non cotées ont été solides, à la faveur d'une hausse du nombre de fusions et acquisitions. La poursuite de l'expansion du crédit bancaire au secteur privé, conjuguée aux faibles coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3, a contribué à soutenir les taux de croissance de la monnaie au sens large. Les conditions de financement favorables ont reflété l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE ainsi que la capacité du système bancaire à la répercuter sur les taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages. L'augmentation de la valorisation des actifs financiers et du patrimoine immobilier a soutenu la richesse des ménages, ce qui a favorisé la croissance de la consommation privée.

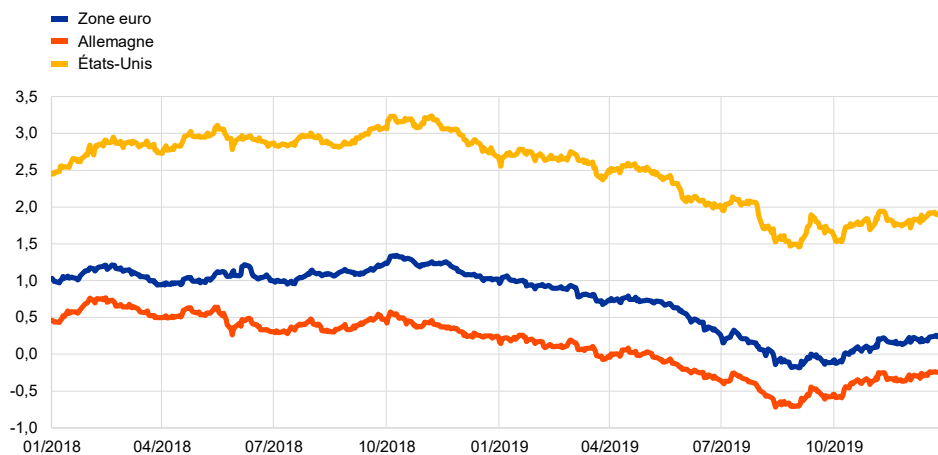
Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont fortement diminué en 2019, mais se redressent depuis septembre

Les emprunts publics de la zone euro ont fortement diminué en 2019, les rendements à long terme atteignant des niveaux négatifs durant l'été. Cette baisse reflète les préoccupations croissantes quant à l'ampleur et à la durée du ralentissement de l'activité économique de la zone euro et à son impact sur les évolutions de l'inflation. Le caractère accommodant de la politique monétaire aux États-Unis, la perception accrue du risque à l'échelle mondiale en liaison avec les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et avec le Brexit, ainsi que l'anticipation croissante par les marchés financiers d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE ont également contribué à faire baisser les taux sans risque dans la zone euro. Après l'annonce en septembre du programme d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, la publication de données macroéconomiques un peu plus positives concernant la zone euro et la stabilisation de la perception du risque à l'échelle mondiale ont contribué à un redressement progressif des rendements des emprunts publics dans la zone euro. Toutefois, la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'est établie à 0,28 % le 31 décembre 2019, soit 74 points de base au-dessous de son niveau du 1^{er} janvier 2019. L'écart entre le rendement des obligations souveraines à dix ans des pays de la zone euro et celui du *Bund* allemand à dix ans a diminué, de manière significative dans certains pays, en raison d'une moindre incertitude concernant la politique budgétaire.

Graphique 12

Rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro, aux États-Unis et en Allemagne

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Les données pour la zone euro se rapportent à la moyenne pondérée par le PIB des rendements souverains à dix ans. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

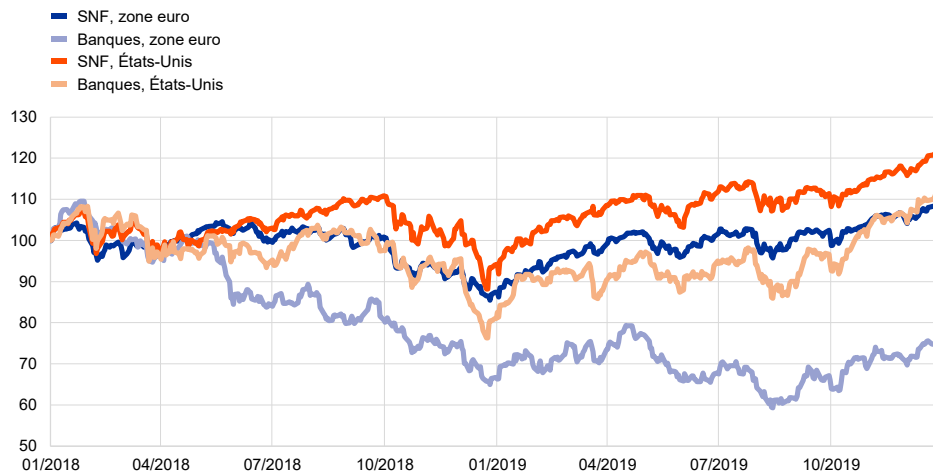
Les prix des actions de la zone euro ont augmenté sous l'effet d'une baisse des taux d'actualisation

Les prix des actions de la zone euro ont nettement augmenté en 2019. L'indice large des prix des actions des SNF de la zone euro a augmenté de 20,7 % au cours de l'année 2019, tandis que celui des prix des actions bancaires de la zone euro a enregistré une hausse de 9,7 % (cf. graphique 13). La baisse des taux d'actualisation a été le principal facteur à l'origine des évolutions des prix des actions, tandis que les anticipations de bénéfices sont demeurées faibles et que les mouvements des primes de risque – en lien essentiellement avec les nouveaux développements du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine et les négociations dans le cadre du Brexit – ont pesé sur les actions.

Graphique 13

Indices boursiers pour la zone euro et les États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2018 = 100)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Notes : L'indice des banques EuroStoxx et l'indice de marché Datastream pour les SNF sont utilisés pour la zone euro ; l'indice des banques S&P et l'indice de marché Datastream pour les SNF sont utilisés pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

Les emprunts des SNF auprès des banques et leurs émissions de titres de créance ont suivi une évolution robuste

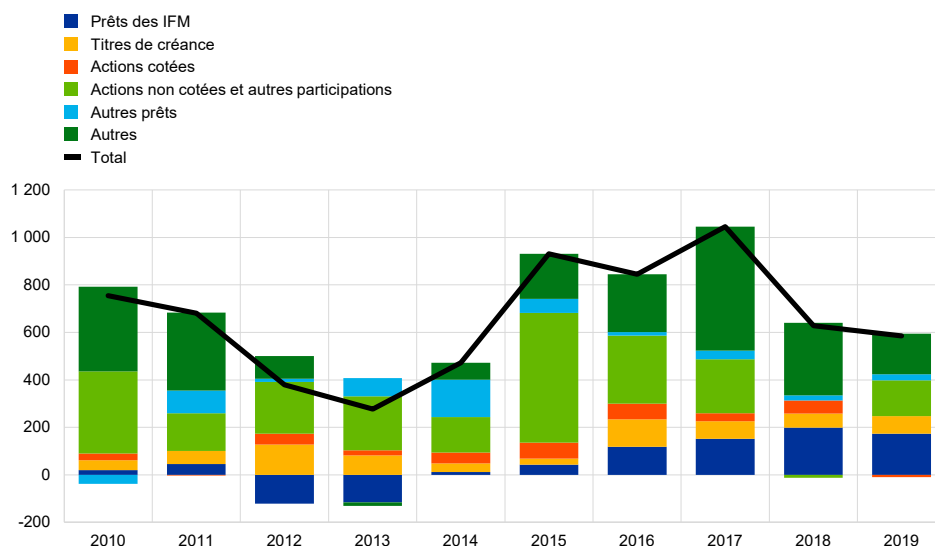
Les flux de financement externe des SNF se sont globalement stabilisés en 2019, nettement au-dessous du dernier pic enregistré en 2017 (cf. graphique 14). Cela étant, la croissance des emprunts bancaires et les émissions de titres de créance sont demeurées solides, grâce aux conditions de financement favorables, et les émissions nettes d'actions non cotées ont été robustes, soutenues par une hausse du nombre de fusions et acquisitions. En revanche, on constate une modération pour les autres sources de financement (y compris les prêts interentreprises et les crédits commerciaux) et une baisse des émissions nettes d'actions cotées (qui reflète le coût élevé des actions par rapport à d'autres sources de financement). Les taux débiteurs des banques ont encore diminué – globalement en ligne avec l'évolution des taux de marché – enregistrant de nouveaux points bas en 2019.

Le nouvel assouplissement de la politique monétaire par la BCE en 2019 s'est transmis aux conditions de financement, qui sont devenues plus favorables. Cela est dû en partie au fait que certaines des mesures introduites en 2019 – telles que la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et le système de rémunération des réserves à deux paliers – avaient spécifiquement pour objet de soutenir la capacité d'intermédiation des banques (cf. section 2.1). Dans le même temps, le système bancaire a enregistré de nouveaux progrès en matière d'assainissement des bilans, de renforcement des fonds propres et d'amélioration de la qualité de ses actifs.

Graphique 14

Flux nets de financement externe vers les sociétés non financières de la zone euro

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les « Autres prêts » comprennent les prêts des non-IFM (autres institutions financières, sociétés d'assurance et fonds de pension) et du reste du monde. Les prêts des IFM (institutions financières monétaires) et des non-IFM sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments considérés dans le graphique. Elle comprend les prêts interentreprises et les crédits commerciaux. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019.

La richesse des ménages a bénéficié de l'augmentation de la valorisation des actifs financiers et réels

La richesse nette des ménages a fortement augmenté durant les trois premiers trimestres de 2019, soutenant ainsi la consommation privée. En dépit d'un essoufflement de la dynamique des marchés de l'immobilier résidentiel, la richesse nette a bénéficié de nouvelles hausses des prix des logements, qui se sont traduites par des plus-values significatives sur le patrimoine immobilier des ménages. En outre, les ménages ont également enregistré de fortes plus-values sur leurs portefeuilles d'actifs financiers. De plus, la hausse des prix des logements et les conditions de financement favorables ont contribué à la poursuite de la tendance haussière progressive du taux de croissance annuel des prêts bancaires au logement consentis aux ménages. L'endettement brut des ménages – mesuré en pourcentage du revenu disponible brut nominal des ménages – est resté nettement supérieur à son niveau moyen d'avant la crise.

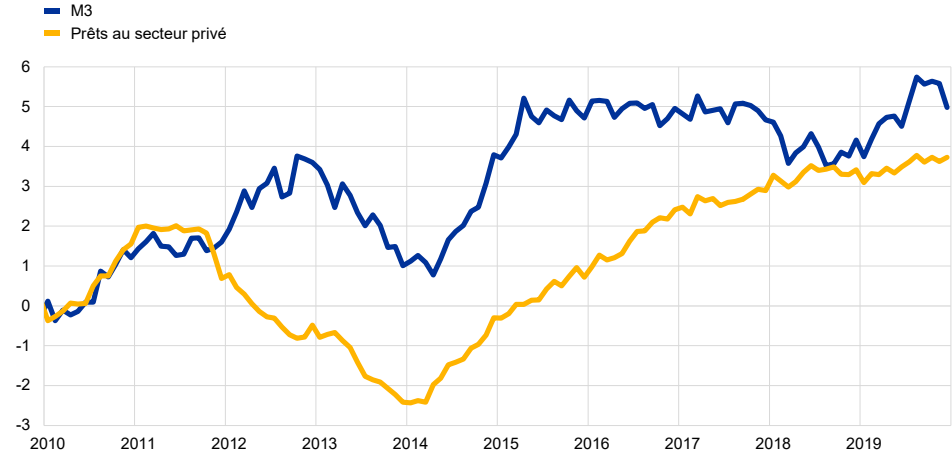
La croissance de M3 et du crédit s'est redressée en 2019

Dans l'ensemble, les prêts bancaires au secteur privé ont connu une évolution robuste, leur taux de croissance annuel (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) atteignant 3,7 % en décembre 2019, après 3,4 % en décembre 2018. La hausse du crédit est demeurée le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. les parties bleues des barres du graphique 16). Dans le même temps, les flux monétaires extérieurs ont apporté une contribution croissante à la dynamique de M3 (cf. les parties jaunes des barres du graphique 16). La croissance annuelle de M3 s'est donc redressée en 2019 (cf. graphique 15). Si l'arrêt, fin 2018, des achats nets d'actifs réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs a eu un effet modérateur sur la croissance de M3 (cf. les parties rouges des barres du graphique 16), la reprise de ces achats en

novembre 2019 n'a eu qu'une incidence limitée sur la croissance de la monnaie au sens large en 2019.

Graphique 15 M3 et prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)

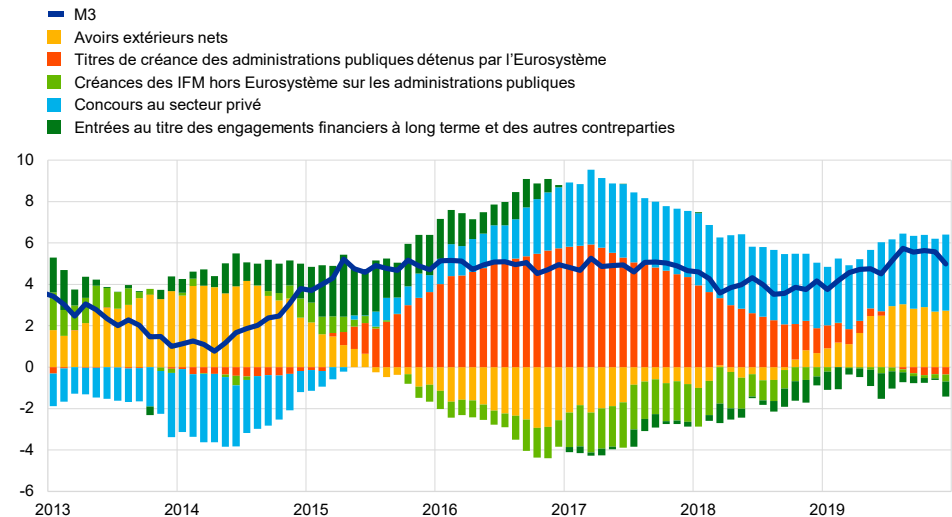


Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à décembre 2019.

Graphique 16 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Les dernières observations se rapportent à décembre 2019.

La croissance de M3 reflète pour l'essentiel un accroissement des dépôts à vue

S'agissant des différents instruments, les dépôts à vue ont continué d'être le principal moteur de la croissance de M3, en raison du faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de taux d'intérêt très faibles et de profil plat de la courbe des rendements. L'augmentation des dépôts à vue reflète la forte

expansion des dépôts à vue détenus par les ménages ainsi que par les SNF. Par conséquent, l'agrégat monétaire étroit M1, qui recouvre les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue, a continué de croître à un rythme soutenu.

2 Politique monétaire : la détermination à agir de façon adéquate

Dans le contexte d'un ralentissement de l'économie de la zone euro, de la persistance de risques à la baisse et de perspectives d'inflation qui restent inférieures à son objectif à moyen terme, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à trois séries successives de mesures de renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire en 2019. Ces interventions successives ont souligné la détermination du Conseil des gouverneurs à agir de façon adéquate pour soutenir le retour à une trajectoire de convergence durable de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Compte tenu du temps nécessaire pour que l'ensemble des mesures exercent pleinement leurs effets sur l'économie de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a continué de suivre attentivement l'évolution de l'inflation et la transmission des mesures mises en œuvre, tout en se tenant prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer que l'inflation se rapproche durablement de son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Fin 2019, les actifs liés à la politique monétaire représentaient 70 % du total des actifs du bilan de l'Eurosystème. La taille du bilan s'est stabilisée à 4 700 milliards d'euros en 2019, en phase avec le niveau atteint à la fin de l'année précédente. Les risques liés à la taille du bilan ont continué d'être réduits par le cadre de gestion des risques de la BCE.

2.1 Une première série de mesures visant à préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire sur fond d'intensification des facteurs extérieurs défavorables

À la suite de la détérioration des perspectives économiques observée fin 2018, les informations disponibles début 2019 ont continué d'être plus faibles que prévu en raison du fléchissement de la demande extérieure et de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs, signalant une dynamique de croissance à court terme moins soutenue qu'anticipé précédemment. Dans le même temps, une incertitude considérable entourait la question de savoir si les facteurs du ralentissement de la croissance de la zone euro seraient transitoires ou plus durables et par conséquent, dans quelle mesure le ralentissement de la croissance à court terme affecterait les perspectives de croissance à moyen terme. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a reconnu que les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de la zone euro se sont orientés du côté négatif en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la menace protectionniste, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers. Le Conseil des gouverneurs a souligné que la politique monétaire devait continuer de faire preuve de patience, de prudence et de persévérance. Même si les conditions de financement avantageuses, la dynamique favorable des marchés du travail et

l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro et l'augmentation graduelle des tensions inflationnistes, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé la nécessité d'un niveau significatif de relance monétaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

L'essoufflement de la dynamique économique a ralenti l'ajustement de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs, incitant à introduire un premier ensemble de mesures de politique monétaire

Les données économiques devenues disponibles au printemps sont restées faibles, indiquant un net ralentissement du rythme de l'expansion économique, qui s'est prolongé en 2019. En particulier, l'activité dans le secteur manufacturier s'est fortement ralentie, principalement en raison de facteurs extérieurs défavorables, la croissance mondiale et la dynamique du commerce international étant demeurées faibles. L'essoufflement de la dynamique économique a ralenti l'ajustement de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

En réaction à une dégradation significative des perspectives de croissance et d'inflation, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion de mars, d'un train de mesures visant à renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire. Ces mesures devraient favoriser la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme, et accroître la résistance de l'économie de la zone euro dans un contexte d'incertitudes à l'échelle mondiale. En particulier, le Conseil des gouverneurs a adopté les mesures suivantes. Premièrement, il a décidé de décaler le volet calendrier de sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs. Plus précisément, le Conseil des gouverneurs prévoyait de garder les taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux compatibles avec son objectif à moyen terme. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a réitéré son intention de poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il aura commencé à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Compte tenu du lien entre la *forward guidance* sur les taux directeurs et les réinvestissements, l'horizon prévu pour les réinvestissements a été automatiquement décalé, renforçant ainsi les orientations sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs tout en soulignant la détermination du Conseil des gouverneurs à agir de façon adéquate. Troisièmement, outre la modification des orientations sur la trajectoire future des taux directeurs, une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) a été annoncée. Ces opérations ont commencé en septembre 2019 et s'achèveront en mars 2021, chacune étant assortie d'une échéance de deux ans. La nouvelle série de TLTRO vise à préserver des conditions d'octroi de prêts bancaires favorables afin de maintenir les flux de crédit des banques vers les clients à des conditions abordables. En conséquence, un solide flux de crédit au secteur privé a soutenu les plans de consommation et d'investissement des ménages et des entreprises, favorisant la croissance de l'économie et soutenant l'ajustement de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à effectuer les opérations de prêt de l'Eurosystème

sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021.

Lors de la réunion de politique monétaire qui a suivi l'annonce de la nouvelle série de TLTRO, le Conseil des gouverneurs a annoncé que les conditions précises des séries de TLTRO III seraient annoncées au cours d'une des réunions à venir. En particulier, les taux qui seront appliqués à ces opérations prendront en compte une évaluation approfondie du canal de transmission bancaire de la politique monétaire, ainsi que de l'évolution future des perspectives économiques. De plus, le Conseil des gouverneurs, gardant à l'esprit que l'environnement de taux d'intérêt négatifs se prolongerait plus longtemps que prévu, a indiqué que dans le cadre de son évaluation régulière, il examinerait si le maintien des retombées favorables des taux d'intérêt négatifs sur l'économie exigeait l'atténuation de leurs éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire.

Une deuxième série de mesures en faveur d'une orientation accommodante supplémentaire de la politique monétaire et une dégradation de la confiance à l'égard des perspectives d'inflation

En milieu d'année, les informations disponibles ont indiqué que des facteurs défavorables au niveau mondial ont continué de peser sur les perspectives de la zone euro

En milieu d'année, les informations disponibles ont indiqué que des facteurs défavorables au niveau mondial, liés en particulier à la faiblesse persistante des échanges internationaux et aux incertitudes omniprésentes et prolongées concernant l'environnement extérieur, ont continué de peser sur les perspectives de la zone euro. Ces facteurs ont particulièrement affecté le secteur manufacturier de la zone euro. De plus, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est encore ralentie, principalement en raison de facteurs temporaires, et les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'évoluer sans réelle tendance.

Compte tenu de la persistance des incertitudes et de leurs implications sur les perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs a reconnu la nécessité d'ajuster l'orientation de la politique monétaire pour la seconde fois en 2019 et de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire afin que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers son objectif à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a décidé lors de sa réunion de juin de renforcer sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs en en décalant encore le volet calendrier. Plus précisément, le Conseil des gouverneurs a affirmé qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux compatibles avec son objectif à moyen terme. Il a de plus réaffirmé sa *forward guidance* sur les réinvestissements. Enfin, le Conseil des gouverneurs a également décidé des conditions de taux appliquées à la série de TLTRO III. Le taux d'intérêt de chacune de ces opérations sera fixé à un niveau supérieur de 10 points au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la

facilité de dépôt majoré de 10 points de base. Il a été noté que ce taux établissait un équilibre raisonnable entre la reconnaissance des solides évolutions du crédit bancaire, d'une part, et l'importance de préserver l'orientation accommodante de la politique monétaire, d'autre part.

Durant l'été, le ralentissement de la dynamique de la croissance mondiale et la faiblesse des échanges commerciaux ont continué de peser sur les perspectives de la zone euro. De plus, la persistance d'incertitudes a continué de peser sur le climat des affaires, en particulier dans le secteur manufacturier. Les évolutions des prix sont en conséquence restées atones, tandis que les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'évoluer sans réelle tendance. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont stagné aux points bas historiques qu'elles avaient atteints après la réunion de juin, tandis que les enquêtes ont signalé un recul marqué des anticipations à plus long terme.

Le Conseil des gouverneurs a noté que les taux d'inflation enregistrés et projetés ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion de juillet, a noté que les taux d'inflation (tant enregistrés que projetés) ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif. De plus, il a jugé que la symétrie de son objectif d'inflation à moyen terme était un élément important pour favoriser la réalisation d'un ajustement durable de l'inflation vers son objectif. Il a dès lors été considéré comme important pour le Conseil des gouverneurs de montrer sa détermination et sa capacité à agir et à se tenir prêt à assouplir encore l'orientation de la politique monétaire en ajustant l'ensemble de ses instruments de façon adéquate, afin d'atteindre son objectif d'inflation. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a affirmé que, si les perspectives d'inflation à moyen terme restaient inférieures à son objectif, il serait déterminé à agir, conformément à son engagement en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation. Par conséquent, dans ce contexte, il a décidé de réintroduire un « biais accommodant » dans sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs, en déclarant qu'il prévoyait de maintenir les taux directeurs de la BCE à leur niveau actuel ou à un niveau inférieur. De plus, il a chargé les comités concernés de l'Eurosystème d'examiner différentes options, notamment les possibilités de renforcer la *forward guidance* sur les taux directeurs, des mesures compensatrices (par exemple, la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves) et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs. Ces annonces ont ouvert la voie à la possibilité de mettre en œuvre un vaste ensemble de mesures lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en l'absence d'amélioration des perspectives d'inflation, conformément à son objectif.

Une troisième phase de renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire, comprenant un ensemble exhaustif de mesures en réponse aux taux d'inflation durablement faibles

Les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE ont montré une nouvelle dégradation des perspectives d'inflation. Globalement, le Conseil des gouverneurs a dû faire face à un ralentissement prolongé de

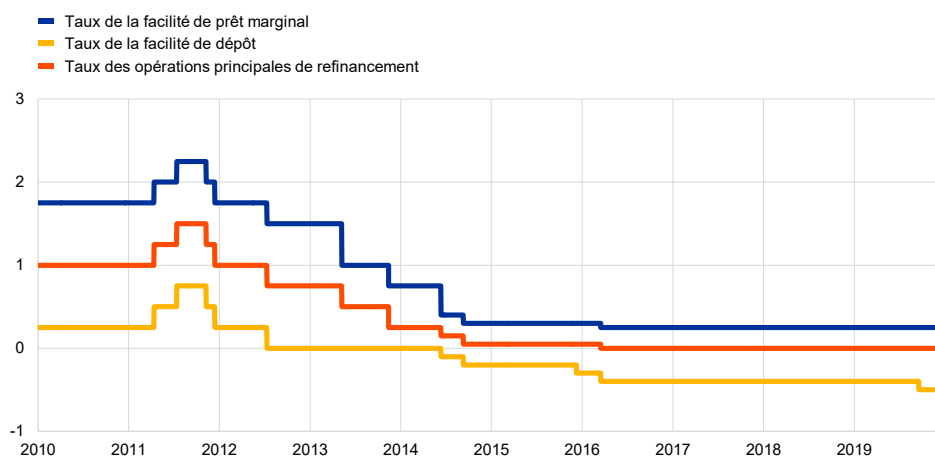
l'économie de la zone euro, à la persistance de risques à la baisse et à des perspectives d'inflation qui restent inférieures à son objectif à moyen terme. En particulier, des révisions à la baisse successives et significatives ont ramené les perspectives d'inflation pour 2021 de 1,8 % dans les projections de décembre 2018 à 1,5 % dans celles de septembre 2019. La poursuite de la dégradation des perspectives d'inflation – en dépit de conditions financières intégrées aux prévisions reflétant déjà d'importantes anticipations d'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire – signifie que l'inflation devrait encore s'écarter des niveaux que le Conseil des gouverneurs juge compatibles avec son objectif d'inflation. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées modérées et les indicateurs des anticipations d'inflation ont continué de s'établir à de bas niveaux. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'une troisième phase d'assouplissement de la politique monétaire était nécessaire pour soutenir le retour de l'inflation à une trajectoire de convergence durable vers son objectif à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent pris les décisions suivantes en septembre :

Une réponse globale de politique monétaire a été jugée nécessaire pour soutenir le retour de l'inflation à une trajectoire de convergence durable vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs

Premièrement, il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à - 0,50 % (cf. graphique 17). Cette réduction s'est accompagnée d'une reformulation de sa *forward guidance* sur la trajectoire future des taux directeurs. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus faibles jusqu'à ce qu'il soit constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique de l'inflation sous-jacente.

Graphique 17
Taux d'intérêt directeurs de la BCE

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

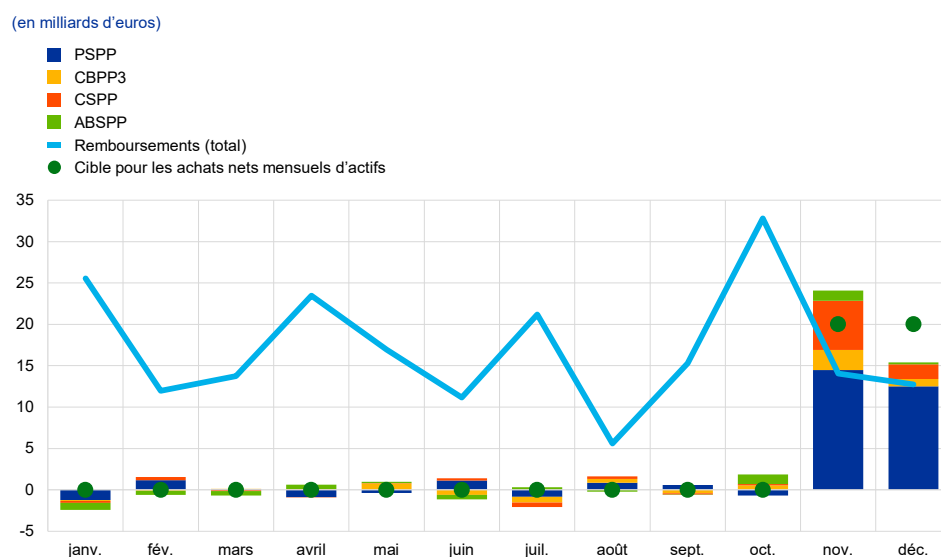
Reprise des achats nets d'actifs à des fins de politique monétaire

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre les achats nets d'obligations dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre (cf. graphique 18), en prévoyant d'y mettre un terme peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Il a également

réaffirmé qu'il poursuivrait les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Graphique 18

Achats nets mensuels d'actifs et total des remboursements dans le cadre de l'APP en 2019



Source : BCE.

Notes : Achats nets mensuels en valeur comptable et montants mensuels des remboursements. Au cours de la phase de réinvestissement, l'Eurosystème se conforme au principe de neutralité du marché grâce à une mise en œuvre harmonieuse et flexible. À cette fin, les réinvestissements des remboursements au titre du principal sont distribués sur l'ensemble de l'année afin de permettre une présence régulière et équilibrée sur le marché. De plus, les achats nets d'actifs supplémentaires peuvent également être répartis sur les mois avoisinants afin de tenir compte de la baisse d'activité attendue sur le marché certains mois spécifiques (par exemple décembre). En conséquence, les achats nets mensuels ne correspondent pas exactement à la cible mensuelle fixée pour les achats nets d'actifs. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer la troisième série de TLTRO avec un taux d'intérêt plus attractif pour les banques participantes (les banques affichant une performance supérieure à une valeur de référence minimale pour les prêts pourront désormais emprunter à un taux aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt constaté sur la durée de l'opération) et une échéance plus longue (trois ans au lieu de deux). Les conditions plus favorables attachées aux TLTRO visent à préserver des conditions de prêts bancaires favorables, à garantir une transmission sans heurt de la politique monétaire et à continuer de soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Enfin, pour préserver la transmission de la politique monétaire par les banques, un système de rémunération des réserves à deux paliers a été introduit, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Tous les éléments du train de mesures adopté lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre ont été conçus pour se

compléter mutuellement en vue de fournir une relance monétaire et de favoriser la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. L'abaissement du taux de la facilité de dépôt et le renforcement des éléments de la *forward guidance* dépendant de la situation économique ont servi à ancrer les taux d'intérêt à court et à moyen terme, qui sont importants pour la fixation des taux des prêts aux entreprises dans la zone euro. La reprise des achats nets d'actifs et l'horizon prévu pour les réinvestissements ont ancré les taux d'intérêt à moyen et à long terme, qui sont importants pour fixer le taux des prêts hypothécaires consentis aux ménages. Les TLTRO III ont été recalibrées afin de préserver des conditions d'octroi de prêts bancaires favorables, de garantir une transmission sans heurt de la politique monétaire et d'inciter les banques à maintenir le flux de crédit vers leurs clients. Enfin, le système de rémunération des réserves à deux paliers a été conçu pour alléger le coût direct des taux d'intérêt négatifs pour les banques afin de soutenir la transmission bancaire de la politique monétaire. Par conséquent, l'assouplissement des conditions de financement de marché a continué de se transmettre aux conditions d'octroi de prêts appliquées aux entreprises et aux ménages.

Suivre l'évolution de l'inflation à la lumière des premiers signes d'une stabilisation des perspectives de croissance, tout en se tenant prêt à agir

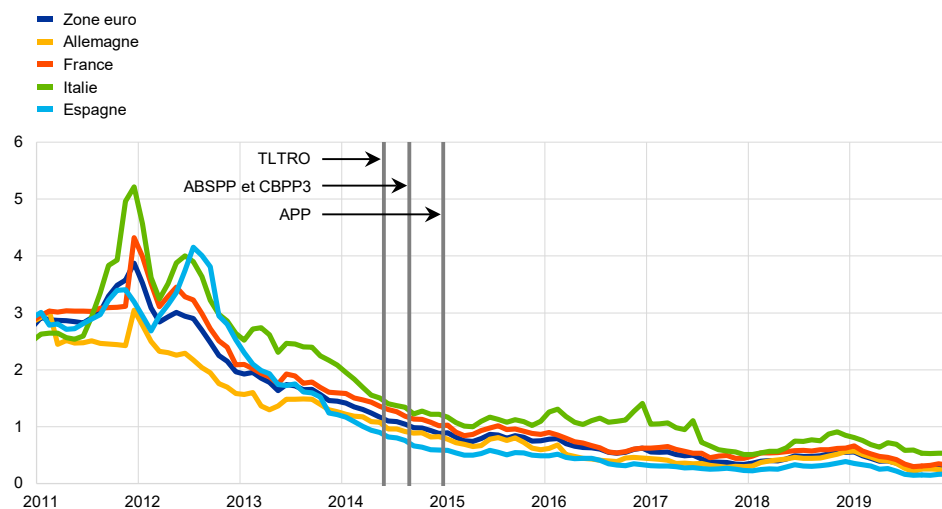
À la fin de l'année, après trois phases d'assouplissement de la politique monétaire en 2019, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement atones et la dynamique de la croissance dans la zone euro est demeurée faible, malgré les premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance et d'une modeste hausse de l'inflation sous-jacente, en ligne avec les projections précédentes. Compte tenu de ces évolutions et du temps nécessaire pour que l'ensemble des mesures exercent pleinement leurs effets, le Conseil des gouverneurs a annoncé lors de sa réunion de décembre qu'il suivait attentivement l'évolution de l'inflation et la transmission à l'économie des mesures de politique monétaire mises en œuvre en septembre. Dans tous les cas, le Conseil a souligné qu'il restait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation de son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Compte tenu de la persistance des incertitudes et des risques à la baisse, l'orientation accommodante de la politique monétaire a été significativement renforcée en 2019. Tous les éléments des mesures mises en œuvre se sont cumulés pour contribuer à une nouvelle baisse des coûts de financement bancaires (cf. graphique 19). Les conditions de financement très favorables pour les banques ont été répercutées sur l'économie au sens large, les conditions d'emprunt pour les entreprises et pour les ménages s'établissant à leurs points bas historiques ou à des niveaux proches (cf. graphique 20). L'ensemble des décisions prises en 2019 ont contribué à l'orientation très accommodante de la politique monétaire mise en œuvre depuis 2014 et ont continué de soutenir l'amélioration des performances économiques de la zone euro.

Graphique 19

Coût composite du financement par endettement pour les banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; en pourcentage annuel)



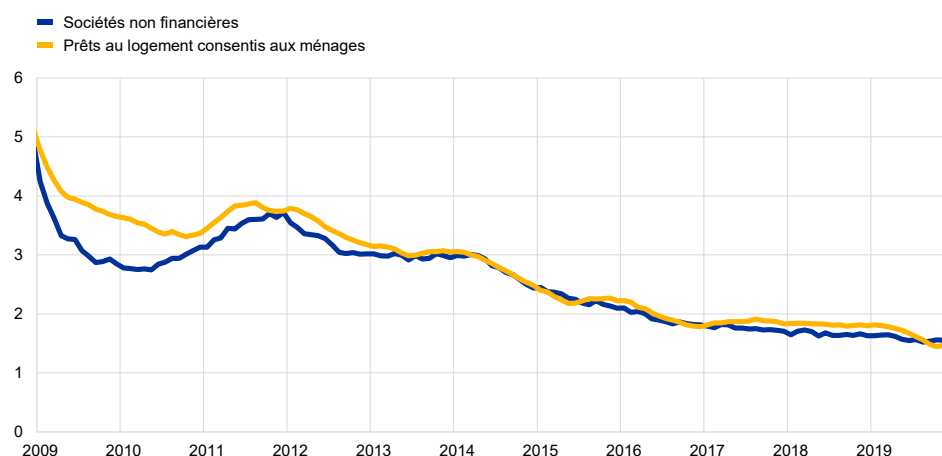
Sources : BCE, Markit iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

Graphique 20

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2019.

2.2 La dynamique du bilan de l'Eurosystème dans le contexte de la reprise des achats nets d'actifs

La taille du bilan de l'Eurosystème est restée inchangée en 2019

Depuis le début de la crise financière mondiale en 2007-2008, l'Eurosystème a pris un certain nombre de mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique

monétaire, qui ont eu un impact direct sur la taille et sur la composition de son bilan au fil du temps. Les mesures non conventionnelles comprennent des opérations de refinancement destinées à fournir aux contreparties des financements d'une durée initiale inférieure ou égale à quatre ans, ainsi que (dans le cadre de l'APP) des achats d'actifs émis par des entités privées et publiques. En décembre 2018, l'Eurosystème a mis fin aux achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP et, en 2019, il a réinvesti en totalité les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. À partir du 1^{er} novembre 2019, l'Eurosystème a repris les achats nets d'actifs à un rythme mensuel moyen de 20 milliards d'euros. À fin 2019, la taille du bilan de l'Eurosystème s'élevait à 4 700 milliards d'euros, sans changement par rapport à fin 2018.

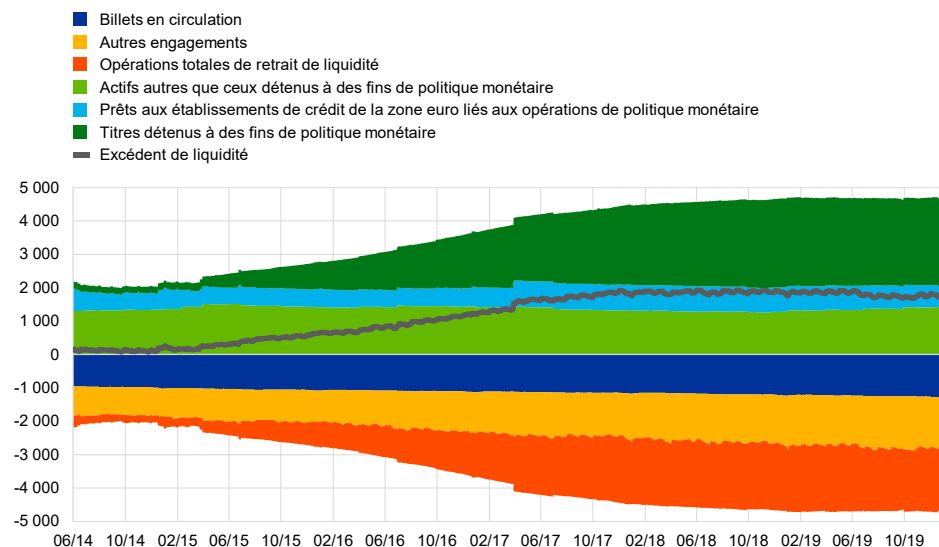
Fin 2019, les actifs liés à la politique monétaire s'élevaient à 3 300 milliards d'euros, soit 70 % du total des actifs inscrits au bilan de l'Eurosystème (contre 72 % fin 2018). Ces actifs liés à la politique monétaire recouvrent les prêts aux établissements de crédit de la zone euro, qui représentaient 13 % du total des actifs (après 16 % fin 2018), et les titres acquis à des fins de politique monétaire, soit 56 % environ du total des actifs (sans changement par rapport à fin 2018) (cf. graphique 21). Les autres actifs financiers figurant au bilan sont constitués principalement d'avoirs en devises étrangères et en or détenus par l'Eurosystème et de portefeuilles de titres libellés en euros autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire.

Au passif, le montant global des réserves obligatoires des contreparties et de leur recours à la facilité de dépôt est demeuré globalement inchangé à 2 000 milliards d'euros, soit 39 % du passif à fin 2019, sans changement par rapport à fin 2018. Après l'annonce du système de rémunération des réserves à deux paliers, prenant effet à compter du 30 octobre 2019, les avoirs en numéraire des contreparties auprès de l'Eurosystème ont été sensiblement réorientés vers les avoirs de réserve au détriment du recours à la facilité de dépôt. À fin 2019, cette facilité représentait 15 % des avoirs en numéraire totaux des contreparties auprès de l'Eurosystème, contre 34 % à fin 2018. Les billets en circulation ont augmenté en phase avec leur tendance historique de croissance et représentaient 28 % du passif à fin 2019, contre 26 % fin 2018. Les autres engagements, y compris les comptes de capital et de réévaluation, représentaient 34 %, sans changement par rapport à fin 2018 (cf. graphique 21).

Graphique 21

Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Les chiffres positifs représentent des actifs et les chiffres négatifs des passifs. La ligne de l'excédent de liquidité est représentée avec un chiffre positif bien qu'elle se rapporte à la somme des rubriques suivantes du passif : excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et recours à la facilité de dépôt.

Échéance moyenne du portefeuille de l'APP et décomposition selon les actifs et les juridictions

L'APP comprend quatre programmes d'achats d'actifs en cours : le troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). À la suite des décisions du Conseil des gouverneurs, les objectifs d'achats nets mensuels pour l'APP ont évolué au fil du temps.

Fin 2019, les avoirs au titre de l'APP s'élevaient à 2 600 milliards d'euros

Fin 2019, les avoirs au titre de l'APP s'élevaient à 2 600 milliards d'euros (au coût amorti). Fin 2019, l'ABSPP représentait 1 % (28 milliards d'euros) du total des avoirs au titre de l'APP, le CBPP3 en représentait 10 % (264 milliards) et le CSPP 7 % (185 milliards). Parmi les programmes d'achats de titres du secteur privé, c'est le CSPP qui a le plus contribué à la croissance des avoirs détenus au titre de l'APP au cours des deux derniers mois de 2019, avec 7,7 milliards d'euros d'achats nets. Les achats dans le cadre du CSPP sont réalisés sur la base d'une référence qui reflète la capitalisation boursière de l'ensemble des encours d'obligations éligibles.

Le PSPP constituait 82 % du total des avoirs au titre de l'APP

Le PSPP constituait la part la plus importante des avoirs au titre de l'APP, soit 2 100 milliards d'euros ou 82 % du total des titres détenus dans le cadre de l'APP fin 2019, la même proportion que fin 2018. Dans le cadre du PSPP, la ventilation des achats entre les juridictions est déterminée par la clé de répartition du capital de la BCE, sur la base des encours existants. Au sein des quotas d'achats assignés aux banques centrales nationales de la zone euro (BCN), les BCN ont eu la possibilité

d'acheter des titres des administrations centrales, des titres des administrations régionales, ou des titres émis par des agences établies dans les juridictions respectives. Certaines BCN ont également acheté des titres émis par des institutions supranationales de l'UE. La BCE n'a pas acheté de titres de créance émis par des institutions supranationales de l'UE ni d'obligations des administrations régionales. L'échéance moyenne pondérée des titres détenus dans le cadre du PSPP est ressortie à 7,12 ans fin 2019, légèrement inférieure à la moyenne de 7,37 ans enregistrée fin 2018, avec quelques variations d'une juridiction à l'autre ²³.

L'Eurosystème a réinvesti les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance détenus dans les portefeuilles de l'APP. Les remboursements dans le cadre des programmes d'achats de titres du secteur privé ont représenté 37,2 milliards d'euros en 2019, tandis que ceux effectués dans le cadre du PSPP ont représenté 167,3 milliards ²⁴. Les actifs acquis dans le cadre du PSPP, du CSPP et du CBPP3 ont continué d'être mis à disposition à des fins de prêts de titres ²⁵, en vue de soutenir la liquidité des marchés obligataires et des pensions ²⁶.

Évolutions des opérations de refinancement de l'Eurosystème

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème a diminué de 109,3 milliards d'euros depuis fin 2018 pour ressortir à 624,1 milliards fin 2019. Cette évolution peut être largement attribuée aux remboursements volontaires de 208 milliards d'euros au titre de la deuxième série de TLTRO. Le montant de 101,1 milliards d'euros alloué lors des deux premières opérations de la troisième série de TLTRO n'a que partiellement compensé la baisse de l'encours des opérations de refinancement en raison des remboursements au titre de la deuxième série de TLTRO. L'échéance moyenne pondérée des opérations de refinancement en cours de l'Eurosystème a diminué, revenant de 1,8 an environ fin 2018 à 1,2 an environ fin 2019.

2.3 Les risques financiers associés à l'APP sont atténués par le biais de cadres appropriés

L'équilibre risque/efficacité est un principe essentiel de la fonction de gestion des risques de l'Eurosystème

Le principal objectif de la reprise des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP est de favoriser la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les achats d'actifs doivent être nécessaires et

²³ L'Eurosystème vise une répartition neutre des actifs entre les marchés, achetant des titres sur l'ensemble des échéances éligibles dans toutes les juridictions afin de refléter la composition du marché des obligations souveraines de la zone euro.

²⁴ La BCE publie les montants mensuels attendus des remboursements au titre de l'APP sur un horizon de douze mois glissants.

²⁵ Cf. « *General APP securities lending framework* » sur le site internet de la BCE pour des informations sur les opérations de prêt de titres effectuées dans le cadre du CBPP3 et de l'ABSPP. Il convient de noter que les titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, du CBPP et du CBPP2 sont également mis à disposition à des fins de prêts par l'Eurosystème.

²⁶ La BCE publie tous les mois dans le cadre du PSPP la moyenne mensuelle agrégée du solde de prêts pour l'Eurosystème et le montant mensuel moyen agrégé des espèces reçues en garantie.

Les achats fermes d'actifs
nécessitent des cadres de contrôle
des risques spécifiques

proportionnés pour remplir le mandat de la BCE et atteindre son objectif de stabilité des prix. Lorsqu'il existe plusieurs options pour remplir les objectifs de politique monétaire, l'option retenue doit être efficace sur le plan opérationnel comme sur le plan des risques. Dans ce contexte, la fonction de gestion des risques de l'Eurosystème s'efforce de parvenir à l'équilibre entre risque et efficacité : atteindre les objectifs de politique monétaire avec le minimum de risques pour l'Eurosystème ²⁷.

Tous les instruments de politique monétaire, y compris les achats fermes d'actifs, comportent par nature des risques financiers, qui sont gérés et contrôlés par l'Eurosystème. Les achats fermes d'actifs nécessitent des cadres de contrôle des risques financiers spécifiques qui dépendent des objectifs spécifiques de la politique monétaire et des caractéristiques et des profils de risque des types d'actifs concernés. Chacun de ces cadres comporte des critères d'éligibilité, des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable, des cadres de valorisation, des portefeuilles de référence et des limites. Les cadres de contrôle des risques de l'APP s'appliquent aux achats d'actifs supplémentaires, aux réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP et aux avoirs détenus au titre de l'APP aussi longtemps qu'ils demeurent inscrits au bilan de l'Eurosystème.

Les cadres de contrôle des risques ne servent pas seulement à atténuer les risques financiers, ils contribuent également à la réalisation des objectifs de politique monétaire en orientant les achats d'actifs vers une répartition des actifs diversifiée et neutre pour le marché. De plus, la conception des cadres de contrôle des risques prend également en compte les risques non financiers, tels que les risques juridiques, opérationnels et de réputation.

La suite de la section présente une description des cadres actuels de contrôle des risques financiers régissant la mise en œuvre de l'APP ²⁸. Le tableau 1 résume les principaux éléments des cadres applicables.

²⁷ Cf. « *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations* », BCE, juillet 2015.

²⁸ Cf. également la page intitulée « *Asset purchase programmes* » sur le site internet de la BCE.

Tableau 1

Principaux éléments des cadres de contrôle des risques pour l'APP

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP
Principaux critères d'éligibilité	Titres adossés à des actifs éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème ; critères de localisation supplémentaires	Obligations sécurisées pouvant être utilisées par leur propre émetteur en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème	Obligations d'entreprise éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème ; critères d'exclusion supplémentaires	Obligations des administrations centrales, régionales et locales et obligations émises par des agences reconnues et des institutions internationales ou supranationales situées dans la zone euro ²⁾ , éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.
Seuil minimum de qualité du crédit	CQS 3 ¹⁾	CQS 3	CQS 3	CQS 3
Durée résiduelle minimale	Aucune	Aucune	6 mois	1 an
Durée résiduelle maximale	Aucune	Aucune	30 ans et 364 jours	30 ans et 364 jours
Limites de détention par émission	70 %	70 %	70 %, pour les entreprises publiques: 33 %/25 % (en fonction de la clause d'action collective)	50 % pour les obligations supranationales, sinon 33 %/25 % (en fonction de la clause d'action collective)
Limites de détention par émetteur	Aucune	Oui	Oui	50 % pour les obligations supranationales, sinon 33 %
Évaluations du risque de crédit et procédures de diligence raisonnable	Oui	Oui	Oui	Aucune
Examen du prix (ex post)	Oui	Oui	Oui	Oui

Source : BCE.

Notes : CQS : échelon de qualité de crédit selon l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (cf. le [dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème](#)).

1) Les ABS dont la notation est inférieure à l'échelon 2 de qualité de crédit doivent satisfaire à des exigences supplémentaires, notamment : a) les ABS ne doivent pas être adossés à des prêts non performants ni au moment de l'émission ni au cours de leur durée de vie ; b) les actifs générant des flux financiers auxquels sont adossés les ABS ne doivent pas être structurés, syndiqués ou à effet de levier ; et c) des dispositions relatives à la continuité du service doivent être en place.

2) Cf. la page intitulée « [Implementation aspects of the public sector purchase programme \(PSPP\)](#) » sur le site internet de la BCE.

Critères d'éligibilité pour les achats fermes d'actifs

Les critères d'éligibilité s'appliquent à toutes les classes d'actifs

Seuls les actifs négociables acceptés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème sont potentiellement éligibles aux achats fermes d'actifs. Les critères d'éligibilité des garanties pour les opérations de crédit de l'Eurosystème sont définis dans le [cadre général](#) relatif aux instruments de politique monétaire. Les actifs éligibles doivent notamment respecter des normes élevées de qualité du crédit en ayant au moins une note d'évaluation du crédit ²⁹ attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit (*external credit assessment institution*, ECAI) agréé par le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème ([Eurosystem credit assessment framework](#), ECAF) correspondant à l'échelon 3 de qualité du crédit (CQS 3) sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème ou à un niveau supérieur (CQS 1 et

²⁹ Les titres adossés à des actifs (ABS) doivent avoir au moins deux notations attribuées par un organisme externe d'évaluation du crédit.

CQS 2). De plus, les actifs doivent être libellés en euros et émis et réglés dans la zone euro. Dans le cas des titres adossés à des actifs (ABS), les débiteurs sous-jacents aux créances respectives doivent être principalement situés dans la zone euro.

Outre les critères d'éligibilité mentionnés précédemment, des critères d'éligibilité spécifiques s'appliquent en fonction du programme d'achats d'actifs. Par exemple, pour le PSPP et le CSPP, des restrictions s'appliquent pour les échéances minimales et maximales. Pour le CSPP, les actifs émis par des établissements de crédit, ou par des émetteurs dont l'entreprise mère est un établissement de crédit, ne sont pas éligibles aux achats. De plus, pour le CSPP et le CBPP3, les actifs émis par des entités en liquidation et des structures de gestion des actifs sont exclus des achats. Dans le CBPP3, les actifs doivent remplir les conditions nécessaires pour pouvoir être mobilisés par leur propre émetteur pour les opérations de crédit de l'Eurosystème, c'est-à-dire qu'ils peuvent être remis en garantie par l'établissement de crédit émetteur ³⁰. En outre, les obligations sécurisées à échéance conditionnelle (*conditional pass-through covered bonds*) ont cessé d'être éligibles aux achats à compter du 1^{er} janvier 2019. De plus, les achats d'actifs ne doivent pas contourner les règles relatives à l'interdiction du financement monétaire des autorités publiques telles que définies à l'article 123, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Évaluations du risque de crédit et procédures de diligence raisonnable

Des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable sont appliquées en continu

Pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, l'Eurosystème applique en continu des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable adaptées à la totalité des titres pouvant être acquis. L'utilisation de certains indicateurs de risque permet de préserver l'efficacité des cadres de suivi. Ces évaluations et procédures se conforment au principe de proportionnalité, selon lequel les actifs plus risqués font l'objet d'une analyse plus approfondie. Si nécessaire, des mesures supplémentaires de gestion des risques peuvent s'appliquer, en étant également soumises au principe de proportionnalité. Ces mesures incluent notamment des limitations ou des suspensions des achats et même, dans des cas exceptionnels, des cessions d'actifs, ce qui nécessite une évaluation au cas par cas par le Conseil des gouverneurs.

Cadres de valorisation

Les cadres de valorisation garantissent que les achats sont effectués aux prix de marché

Les cadres de valorisation pour l'APP garantissent que les achats sont effectués aux prix de marché afin de réduire au maximum les distorsions de marché et de favoriser la réalisation de l'équilibre risque/efficacité. Ces dispositifs prennent en compte les prix de marché disponibles, la qualité de ces prix et les justes valeurs. Des

³⁰ Cf. l'article 138, paragraphe 3, point b), de l'orientation (UE) 2015/510 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) (JO L 91, 02.04.2015, p. 3).

vérifications des prix *ex post* sont également effectuées afin d'évaluer si les cours auxquels les achats ont été réalisés reflétaient les prix de marché au moment des transactions.

Les achats d'instruments de dette éligibles présentant un rendement actuariel négatif sont autorisés dans le cadre de tous les programmes d'achats d'actifs, y compris, si cela est nécessaire, ceux dont le rendement est inférieur à la facilité de dépôt ³¹.

Portefeuilles de référence

Des portefeuilles de référence sont utilisés afin de garantir une diversification

Des portefeuilles de référence sont utilisés pour garantir la constitution de portefeuilles diversifiés et contribuer à réduire les risques. Pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, les portefeuilles de référence sont guidés par la capitalisation boursière de l'ensemble des titres pouvant être acquis, c'est-à-dire l'encours nominal des actifs éligibles satisfaisant aux exigences en matière de risque. S'agissant du PSPP, la clé de répartition du capital de la BCE oriente l'allocation des achats par juridiction sur la base des encours existants.

Limites

Les limites de détention par émission et par émetteur sont un outil efficace pour limiter la concentration des risques.

Des dispositifs de limites sont en vigueur pour l'APP. Le calibrage des limites de détention par émission et par émetteur ³² tient compte de considérations relatives à la politique monétaire et d'aspects opérationnels, juridiques et de gestion des risques. Les limites sont modulées en fonction de la classe d'actifs, en établissant une distinction entre les actifs du secteur public et ceux du secteur privé.

Pour le PSPP, des limites de détention par émission et par émetteur sont appliquées afin de préserver le fonctionnement du marché et le processus de formation des prix, de limiter la concentration des risques et de faire en sorte que l'Eurosystème ne devienne pas le principal créancier des gouvernements de la zone euro. La limite de détention par émission pour les obligations supranationales éligibles au PSPP est égale à 50 % de l'encours de l'actif émis. Pour toutes les autres obligations éligibles au PSPP, la limite de détention par émission est fixée à 33 % de l'encours de l'émission, moyennant une vérification au cas par cas que cela ne placerait pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage, au titre de clauses d'action collective. Sinon, la limite est fixée à 25 %. Pour les émetteurs supranationaux, la limite de détention par émetteur est fixée à 50 % de l'encours des actifs éligibles émis par l'institution concernée ; pour les autres émetteurs éligibles, elle est de 33 %.

³¹ Le 12 septembre 2019, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre la possibilité d'acheter des actifs assortis de rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt, dans la mesure nécessaire, à toutes les composantes de son programme d'achats d'actifs (APP). Pour plus de détails, cf. le communiqué de presse intitulé « [La BCE précise les modalités des achats d'actifs assortis de rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt](#) », BCE, 12 septembre 2019.

³² La limite de détention par émetteur se rapporte à la part maximale de l'encours de titres d'un émetteur que l'Eurosystème pourrait détenir.

Pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, la limite de détention par émission est fixée à 70 %. Dans le cadre du CSPP, de plus faibles limites de détention par émission s'appliquent dans des cas spécifiques, par exemple pour les titres émis par des entreprises publiques, qui font l'objet d'un traitement conforme à celui qui leur est appliqué dans le cadre du PSPP. Outre ces limites de détention par émission, des limites de détention par émetteur s'appliquent pour le CBPP3 et le CSPP. Pour le CSPP, les limites de détention par émetteur sont définies sur la base d'une allocation de référence liée à la capitalisation boursière d'un groupe émetteur afin de garantir une répartition diversifiée des achats. De plus, des limites plus faibles peuvent s'appliquer si nécessaire en fonction du résultat de l'évaluation du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable, comme expliqué précédemment.

3 Secteur financier de la zone euro : face aux risques, la résilience des banques s'accroît

L'environnement en matière de risque auquel est confronté le secteur financier de la zone euro est resté difficile en 2019. D'une part, plusieurs facteurs ont soutenu la stabilité financière, notamment une économie en croissance et la capitalisation solide des banques de la zone euro. D'autre part, des risques croissants de ralentissement de la croissance future ont pesé sur la stabilité financière. D'importantes prises de risque sur les marchés financiers et de l'immobilier ont continué d'alimenter une accumulation des vulnérabilités en termes de prix des actifs, tandis que les risques ont continué de s'accroître dans un secteur financier non bancaire en développement. Dans ce contexte, les pays de la zone euro, en concertation avec la BCE, ont mis en œuvre un certain nombre de mesures macroprudentielles pour limiter les risques systémiques et accroître la résilience à ces risques. En outre, la supervision bancaire de la BCE a pris des mesures microprudentielles et contribué à la stabilité du secteur bancaire européen. En 2019, la BCE a également continué de contribuer aux discussions sur l'achèvement de l'union bancaire et l'avancement de l'union des marchés de capitaux, et a souligné l'importance d'élaborer des outils pour limiter les risques dans le secteur financier non bancaire.

3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2019



L'environnement de la stabilité financière est difficile, mais les banques sont suffisamment capitalisées

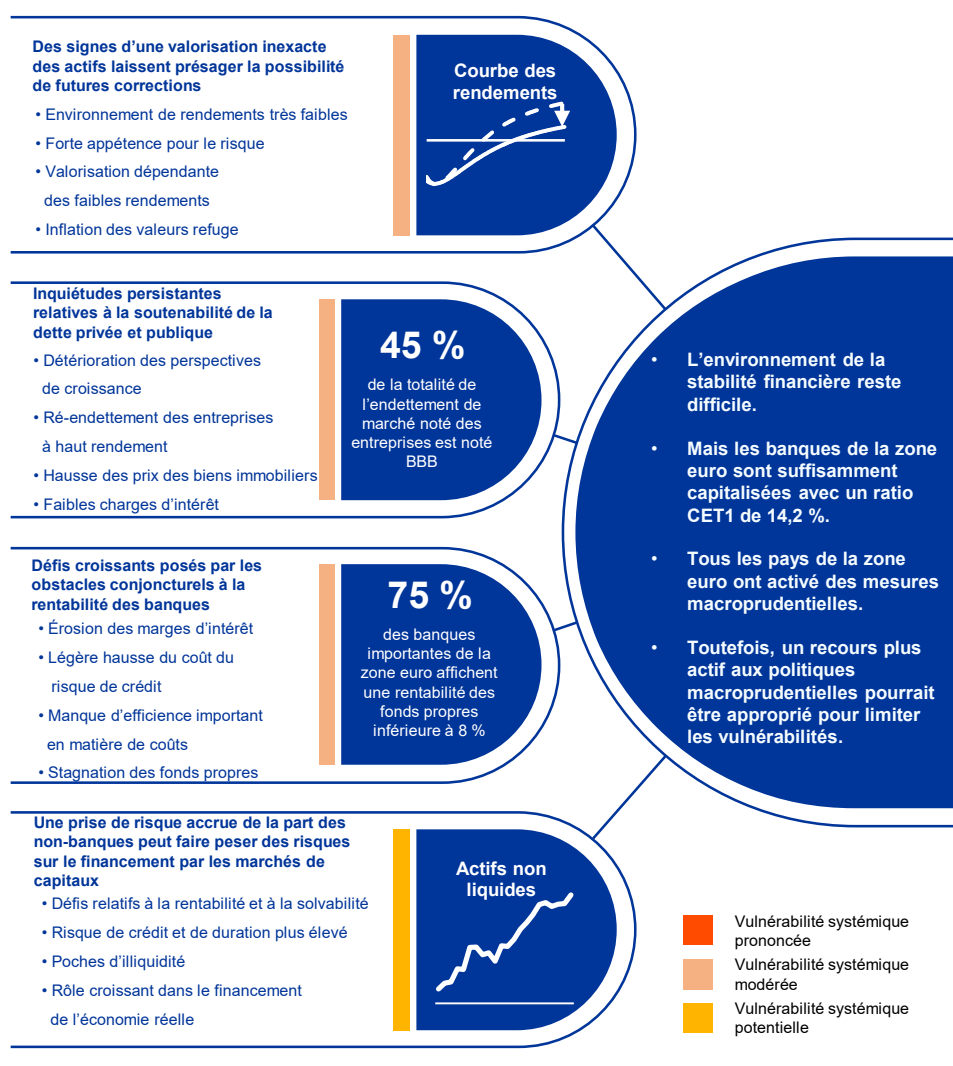
L'environnement de la stabilité financière est resté difficile en 2019. Les perspectives économiques mondiales se sont détériorées durant l'année et le niveau élevé de l'incertitude politique et de l'incertitude relative aux politiques suivies par les autorités a fait peser des risques négatifs importants. Dans ce contexte, l'évolution des marchés a été déterminée de manière croissante par les anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire et par un mouvement de report vers les valeurs sûres. Il en a résulté une baisse significative des rendements des obligations souveraines et des obligations d'entreprises les mieux notées. L'environnement caractérisé par le niveau bas (ou négatif) des taux d'intérêt et les faibles rendements des actifs sûrs a mis à mal la rentabilité des institutions financières. Pour y faire face, les fonds d'investissement et les sociétés d'assurance ont pris des risques plus importants. La détérioration des perspectives de croissance et l'anticipation d'un environnement de taux d'intérêt « plus bas sur plus longue période » ont encore dégradé les perspectives de rentabilité des banques. Les banques ont toutefois été soutenues par l'atténuation des difficultés de financement dans un contexte de baisse des coûts de financement et d'amélioration de l'accès au marché obligataire et elles sont restées suffisamment capitalisées, avec un ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) de 14,2 %.

Quatre vulnérabilités majeures en termes de stabilité financière ont été identifiées

Pour la zone euro, quatre vulnérabilités majeures en termes de stabilité financière à un horizon de deux ans ont été identifiées par la BCE en 2019 et examinées dans la *Financial Stability Review* semestrielle de la BCE (cf. figure 1) :

Figure 1

Vulnérabilités majeures en termes de la stabilité financière dans la zone euro



Source : BCE.

Note : Évaluation de la stabilité financière au 20 novembre 2019.

- Premièrement, les vulnérabilités relatives aux prix des actifs sont restées prépondérantes en 2019, la BCE soulignant le risque d'une correction des prix déstabilisatrice sur les marchés financiers internationaux. La recherche de rendement s'est intensifiée en 2019, les prix des actions dans la zone euro augmentant de quelque 20 %, malgré un recul des bénéfices des entreprises et une détérioration de l'environnement macroéconomique, et moins de 10 % de l'encours des obligations au niveau mondial offrant des rendements de 3 % ou plus. Par conséquent, des corrections brutales sur les marchés d'actions et de titres à revenu fixe moins bien notés ont continué de représenter un risque, en particulier en présence d'un degré élevé d'incertitude économique et politique.

Favorisés par l'environnement de taux d'intérêt bas, les prix des biens immobiliers de la zone euro ont continué d'augmenter en 2019. Les alertes et recommandations émises par le Comité européen du risque systémique concernant les vulnérabilités présentées par l'immobilier résidentiel ont en effet laissé supposer que la dynamique toujours robuste des prix, conjuguée à une croissance relativement soutenue des prêts hypothécaires et à un endettement élevé des ménages, a représenté des vulnérabilités majeures dans un certain nombre de pays (cf. section 3.2).

- Deuxièmement, les préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette publique et privée ont persisté dans plusieurs pays, la dette des secteurs public et/ou privé non financier ressortant souvent à des niveaux élevés au regard des normes historiques et internationales. Bien que les coûts de financement faibles aient atténué les pressions sur la soutenabilité de la dette à court terme, les finances publiques et privées ont continué d'être exposées au risque d'un revirement soudain du sentiment de marché ou d'une détérioration de la situation macroéconomique. Une correction soudaine des taux d'intérêt à la hausse, partant d'un niveau très bas, pourrait être particulièrement dommageable pour les ménages et les sociétés non financières dans les pays où les prêts à taux variable sont majoritaires.
- Troisièmement, les vulnérabilités se sont accrues dans le secteur bancaire de la zone euro. La rentabilité des banques de la zone euro est restée faible en 2019 et les perspectives de rentabilité se sont dégradées sur fond de détérioration des perspectives de croissance et de persistance d'un environnement de taux d'intérêt bas. Bien que l'encours de prêts non performants ait continué de fléchir à un rythme modéré, de nouvelles améliorations étaient requises dans certains pans du secteur bancaire. Des capacités excédentaires et un manque d'efficacité en matière de coûts ont également continué de peser sur les perspectives de rentabilité à long terme des banques dans de nombreux cas.
- Quatrièmement, les vulnérabilités ont continué à s'accumuler dans le secteur financier non bancaire en raison d'une prise de risque plus importante. Les fonds d'investissement et les sociétés d'assurance ont continué de prendre des risques en réponse à la baisse des rendements des actifs les mieux notés. Dans le même temps, la baisse des actifs très liquides et les poches de fort endettement dans le secteur des fonds d'investissement ont suscité des inquiétudes quant à la capacité à faire face à des remboursements soudains et à grande échelle et à une stratégie d'investissement qui pourrait amplifier la volatilité du marché, quelle qu'elle soit.



Réduction des émissions de carbone de la BCE par poste de travail

D'autres vulnérabilités au-delà de l'horizon court à moyen terme et susceptibles de générer des effets négatifs sur le secteur financier ont également été soulignées par la BCE en 2019. En particulier, les efforts visant à évaluer les conséquences du changement climatique sur la stabilité financière ont été intensifiés, et la communication sur ce thème améliorée. L'objectif de la BCE est de contribuer, dans le cadre de son mandat, aux efforts globaux pour atténuer les effets négatifs potentiels du changement climatique, en se concentrant sur plusieurs domaines essentiels (cf. encadré 3). Plus précisément, s'agissant des efforts de la BCE pour réduire son

propre impact environnemental, les émissions de carbone par poste de travail ont été réduites de 74 % entre 2008 et 2018 (cf. également encadré 3). De plus, en 2019, la BCE a étudié les implications des évolutions de la technologie financière aux niveaux microprudentiel et macroprudentiel (cf. encadré 4).

Encadré 3

La BCE et le changement climatique

Les risques liés au climat (également appelés risques liés au réchauffement climatique) sont devenus de plus en plus importants pour le système financier et l'économie dans son ensemble, au travers de deux canaux principaux : les risques physiques et les risques de transition. Les risques physiques sont liés, notamment, à l'augmentation de la gravité et de la fréquence des phénomènes météorologiques défavorables. La matérialisation de ces risques a des effets négatifs sur la valeur des actifs, les prix des biens et les garanties dans les zones touchées et entraîne par conséquent des pertes pour de nombreux acteurs, notamment les sociétés d'assurance, ainsi que les banques et les autres établissements financiers. Les risques physiques se matérialisent déjà et sont en augmentation au niveau mondial ³³. Les risques de transition ont trait aux éventuels effets secondaires et aux coûts des politiques visant à atténuer les risques climatiques. L'ajustement qui en résulte vers une économie à faible émission de carbone peut intervenir de manière ordonnée ou désordonnée. Par exemple, des politiques introduites de manière brutale ou l'impact des nouvelles technologies pourraient entraîner des risques de marché pour les banques et les autres investisseurs en raison de baisses inattendues des prix des actifs et de possibles liquidations des actifs à forte intensité en carbone. De plus, la transition ou les politiques qui s'y rapportent peuvent diminuer la rentabilité des entreprises à forte intensité en carbone, conduisant à une augmentation des risques de crédit pour les banques exposées à ces secteurs. Cela peut également entraîner des pertes de production et des variations des prix relatifs.

Les décideurs doivent prendre une décision lorsqu'ils envisagent la lutte contre le changement climatique : ils peuvent s'engager dès à présent dans des politiques d'atténuation des risques climatiques potentiellement coûteuses afin de garantir une transition rapide et ordonnée vers une économie à faible émission de carbone, ou bien, ils peuvent décider de ne pas prendre de mesures et se trouver confrontés au scénario de la « tragédie de l'horizon », dans lequel les risques liés au climat seront traités trop tard, et des risques physiques et de transition pourraient se matérialiser simultanément ³⁴. Il a déjà été admis que même si les externalités environnementales doivent être avant tout corrigées par les politiques les plus efficaces, telles que la fiscalité, toutes les autorités doivent réfléchir à la réponse appropriée au changement climatique et aux risques connexes dans leur propre domaine de compétence ³⁵. Dans le cadre de l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire, la BCE évaluera la participation éventuelle de l'Eurosystème à la lutte contre les risques liés au changement climatique et étudiera si elle peut y contribuer et comment – en agissant dans le cadre de son mandat.

³³ Cf. l'article thématique intitulé « *Climate change and financial stability* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2019.

³⁴ Cf. Carney (M.), « *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability* », discours prononcé à la Lloyd's of London, 29 septembre 2015.

³⁵ Cf. Cœuré (B.), « *Monetary policy and climate change* », discours prononcé à la conférence « *Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks* », organisée par le Réseau pour le verdissement du système financier, la Deutsche Bundesbank et le Council on Economic Policies, Berlin, 8 novembre 2018.

Dans ce contexte, la BCE peut contribuer, dans le cadre de son mandat, aux efforts globaux pour atténuer les effets négatifs potentiels du changement climatique dans les domaines où cela peut être le plus efficace et où cela est faisable d'un point de vue opérationnel. Plus précisément, les efforts de la BCE se concentrent sur les domaines principaux suivants : 1) améliorer l'analyse économique, les modèles de prévision et l'évaluation des risques ; 2) développer le suivi et l'évaluation des risques pour la stabilité financière, y compris les tests de résistance au risque climatique ; 3) la supervision bancaire ; 4) intégrer les considérations relatives au risque climatique dans ses propres opérations d'investissement et ses activités ; 5) évaluer l'impact du changement climatique sur l'orientation de sa politique monétaire ; 6) soutenir les instances de l'UE et les instances internationales, les législateurs et les organismes de normalisation dans leurs travaux visant à faire face aux risques liés au changement climatique et à intégrer les problématiques liées au développement durable dans les décisions financières ; et 7) protéger l'environnement par le biais de son système de gestion environnementale.

1. L'analyse économique, les modèles de prévision et l'évaluation des risques

Il est important et de plus en plus pertinent pour la BCE de prendre en compte les effets du changement climatique et des politiques en la matière lors de l'évaluation des perspectives de stabilité des prix dans le cadre de la conduite de la politique monétaire. Dans ce contexte, le changement climatique fera partie de la future évaluation de la stratégie de politique monétaire. La BCE a déjà été en mesure de prendre en compte l'impact des chocs liés au changement climatique et les politiques qui s'y rapportent dans son analyse économique de fond. Les politiques technologiques ainsi que les politiques budgétaires d'atténuation et d'adaptation, telles que la taxation du carbone, ont généralement un impact direct sur les prix. L'incidence sur l'inflation peut également être indirecte, au travers des conditions d'offre et de demande au sein de l'économie qui affectent à leur tour l'investissement et la croissance de la productivité. Les politiques nécessaires en faveur du climat ont par conséquent également un effet sur les soldes budgétaires des pays et les coûts opérationnels des entreprises dans les secteurs exposés, avec au bout du compte des implications sur la fixation des prix. Le changement climatique lui-même peut également entraîner une transformation progressive du comportement des ménages et des profils de consommation, avec des conséquences sur la dynamique de croissance s'agissant à la fois de la moyenne et de la volatilité de la croissance de la production. Ces effets se traduisent *in fine* par des impacts sur la richesse et la production potentielle. La BCE analyse de plus en plus les implications macroéconomiques du changement climatique et les politiques publiques qui s'y rapportent. Les conclusions de ces travaux visent à mieux prendre en compte de tels aspects dans l'analyse régulière de la situation économique conduite par la BCE, dans ses modèles de prévision et dans son analyse du risque. Les implications du changement climatique pour les canaux de transmission de la politique monétaire et de l'analyse monétaire, et en particulier pour la fourniture de crédit, sont également examinées.

2. Le suivi et l'évaluation des risques pour la stabilité financière

Dans le cadre de l'adaptation au changement climatique, la BCE surveille activement les risques physiques et de transition pour les banques ainsi que pour les institutions financières non bancaires. À cet effet, il a été nécessaire de développer une compréhension et un suivi suffisamment granulaires de l'intensité en carbone des portefeuilles des banques au niveau des entreprises, en se fondant sur

les expositions vis-à-vis des sociétés non financières et sur les émissions de carbone ³⁶. Parallèlement, l'accent est également mis sur le développement d'un cadre analytique pour conduire une analyse pilote d'un test de résistance au risque climatique pour le secteur bancaire de la zone euro, qui sera de nature macroprudentielle ³⁷. Il est important de noter que ces travaux ont couvert tous les pays de l'Espace économique européen sous l'égide d'une équipe de projet conjointe sur le suivi du risque climatique. L'équipe, qui rend compte au Comité technique consultatif du Conseil européen du risque systémique et au Comité de stabilité financière du Système européen de banques centrales, poursuit deux objectifs : a) mettre en œuvre un cadre de suivi pour les risques systémiques liés au climat et b) identifier des scénarios prospectifs pour évaluer les risques climatiques et les canaux de transmission dans le cadre d'un exercice de tests de résistance. Compte tenu du caractère mondial du défi climatique, il est essentiel de développer une compréhension commune des risques financiers posés par le changement climatique. Dans cette perspective, la BCE et plusieurs autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, qui sont membres du [Réseau pour le verdissement du système financier](#) (*Network for Greening the Financial System*, NGFS), jouent un rôle important dans l'orientation des premiers travaux sur l'évaluation des risques pour la stabilité financière liés au changement climatique, conjointement avec le Conseil de stabilité financière et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB).

3. Supervision bancaire

Les risques liés au climat sont un facteur de risque important pour le système bancaire de la zone euro ³⁸. Les enquêtes menées par la BCE en 2019 auprès des banques (couvrant 44 % environ du total des actifs bancaires de la zone euro) ont mis en évidence le fait que les banques de la zone euro sont de plus en plus impliquées dans des initiatives conjointes organisées par la profession afin d'améliorer leurs propres méthodologies pour mesurer les risques liés au climat et contribuer à des publications de données plus vastes et davantage comparables. La BCE estime que les banques doivent adopter une approche rapide et stratégique pour prendre en compte ces risques, en cohérence avec les messages et les attentes politiques contenus dans le plan d'action de l'ABE sur la finance durable (*EBA Action Plan on Sustainable Finance*) publié en décembre 2019. La BCE coopère activement avec les autorités compétentes nationales, les régulateurs financiers (par exemple, l'Autorité bancaire européenne et le CBCB), ainsi qu'avec d'autres banques centrales et autorités de surveillance (notamment par l'intermédiaire du NGFS), afin de poursuivre le développement de son approche prudentielle des risques liés au climat ³⁹.

4. Opérations d'investissement

La BCE contribue à la lutte contre le changement climatique par le biais de ses propres décisions d'investissement. Le fonds de pension du personnel de la BCE suit une stratégie d'investissement durable, qui cherche à réduire l'empreinte carbone de la BCE. Pour le portefeuille de la BCE au titre du fonds de pension, le large éventail de placements et l'horizon d'investissement à plus long terme

³⁶ Cf. les numéros de mai 2019 et de novembre 2019 de la *Financial Stability Review* de la BCE.

³⁷ Cf. de Guindos (L.), « *Implications of the transition to a low-carbon economy for the euro area financial system* », discours prononcé à la conférence « *Creating sustainable financial structures by putting citizens first* » organisée par le European Savings and Retail Banking Group, Bruxelles, 21 novembre 2019.

³⁸ Cf. la [Cartographie des risques réalisée par le MSU pour 2020](#).

³⁹ Pour plus d'informations sur les activités de surveillance prudentielle de la BCE s'agissant du changement climatique, cf. l'encadré intitulé « La finance verte » dans le [Rapport annuel 2019 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

permettent la poursuite d'une politique d'investissement durable et responsable, fondée sur des directives d'exclusion sélective et de vote par procuration. La BCE donne des délégations de votes pour les portefeuilles en actions à ses gestionnaires de placements externes, qui ont adhéré aux Principes pour l'investissement responsable (*Principles for Responsible Investment*) soutenus par les Nations Unies, qui exigent qu'ils intègrent des normes environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans leurs politiques de vote. La BCE a également décidé de remplacer les larges portefeuilles de référence actuels des portefeuilles en actions de son fonds de pension par leurs versions à faible teneur en carbone. La BCE travaille également à la mise en œuvre pratique des principes d'une politique d'investissement durable et responsable pour son portefeuille de fonds propres, qui se compose de son capital libéré et de son fonds de réserve générale, dans le cadre de sa participation au NGFS et conformément au guide de l'investissement durable et responsable (*SRI guide*) récemment publié par ce dernier pour la gestion des portefeuilles des banques centrales.

5. Les opérations de politique monétaire

En se conformant au principe de neutralité du marché, l'Eurosystème a également acquis des obligations vertes dans le cadre de ses quatre programmes d'achats d'actifs (à savoir le programme d'achats de titres adossés à des actifs, le programme d'achats de titres du secteur des entreprises, le programme d'achats de titres du secteur public et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées), et soutient ainsi la lutte actuelle contre le changement climatique. La BCE soutient les initiatives visant à améliorer la valorisation des risques liés au changement climatique et l'évaluation des risques de transition qui s'y rapportent par les acteurs du secteur privé. Ces initiatives incluent le développement et l'amélioration par les organismes externes d'évaluation du crédit (*external credit assessment institution*, ECAI) agréés par le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF) des méthodologies et des normes pour l'intégration des critères ESG dans leurs notations, ou le développement d'autres notes plus spécifiques liées aux critères ESG.

La BCE examine tout particulièrement dans quelle mesure les risques liés au changement climatique sont valorisés et ainsi intégrés dans les conditions de prêt, et si des mesures supplémentaires sont nécessaires pour refléter ces risques dans l'univers des garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème dans le cadre applicable aux actifs négociables. Plus généralement, l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE devrait examiner de quelle manière le changement climatique peut affecter les opérations de politique monétaire de la BCE.

6. Initiatives de l'UE et initiatives internationales en matière de finance durable

La BCE a contribué à diverses initiatives européennes et internationales visant à améliorer la réponse collective au changement climatique à travers la promotion de la finance durable et verte. Au niveau de l'UE, la BCE a salué le *Plan d'action* de la Commission européenne sur le financement d'une croissance durable comme étant une étape importante vers l'intégration de la soutenabilité dans les décisions financières et a soutenu activement la proposition de développer une taxonomie commune de l'UE pour les actifs durables en tant qu'étape clé pour renforcer la finance verte. En qualité de membre du Groupe technique d'experts sur la finance durable qui a été créé pour apporter un soutien aux initiatives de la Commission européenne à la suite de son Plan d'action, la BCE a contribué à la préparation d'un *rapport technique* publié en juin 2019, qui fournit notamment des données analytiques et un soutien technique pour l'évaluation de l'impact économique de la taxonomie. La BCE a coopéré plus largement avec un plus grand nombre de banques centrales et de régulateurs financiers à travers le monde afin d'intégrer la finance verte et de renforcer la contribution

du secteur financier au financement de la transition vers une économie verte, notamment dans le cadre du NGFS et dans des instances internationales telles que le G7.

7. La BCE verte

S'agissant de ses efforts pour réduire son impact environnemental, en 2019, la BCE a de nouveau obtenu une certification conformément au système communautaire de management environnemental et d'audit (*European Eco-Management and Audit Scheme, EMAS*) avec de nouveaux objectifs environnementaux et elle a pris des mesures pour renforcer son engagement en faveur de la protection de l'environnement et de l'amélioration continue de ses performances environnementales. Plusieurs nouvelles mesures ont été mises en œuvre durant l'année afin d'atténuer l'impact environnemental des opérations quotidiennes, telles que les soumissions électroniques pour les procédures d'appels d'offres. La BCE a également entamé une collaboration interinstitutionnelle avec le Parlement européen afin de compenser conjointement les émissions résiduelles de CO₂, tout en maintenant la prévention et la réduction des émissions comme priorités stratégiques de son système de gestion environnementale. La sensibilisation aux défis urgents posés par le changement climatique et la nécessité de prendre des mesures concrètes sont restées un pilier central des efforts de la BCE en matière de gestion environnementale. La BCE a participé à la Semaine européenne de la mobilité et à la Semaine européenne de la réduction des déchets et elle a également proposé des formations sur le changement climatique à son personnel. Par rapport à 2008, les actions de la BCE en matière d'environnement ont entraîné une réduction des émissions de carbone et de la consommation d'énergie par poste de travail de 74 % et 54 %, respectivement, en 2018. De plus amples informations sur les résultats de la BCE sont disponibles dans sa [déclaration environnementale](#).

3.2 Une politique macroprudentielle pour renforcer la résilience de l'ensemble du secteur

Les politiques macroprudentielles sont un instrument essentiel pour faire face aux risques pour la stabilité financière

L'émergence de risques systémiques dans le système financier peut être traitée par le biais de politiques macroprudentielles et le [règlement MSU](#) attribue un rôle important et des pouvoirs spécifiques à la BCE dans ce domaine. En particulier, la BCE est chargée d'évaluer les mesures macroprudentielles pour les banques prévues par la législation de l'UE et adoptées par les autorités nationales dans les pays participant au mécanisme de surveillance unique (MSU), et elle a également le pouvoir d'imposer des mesures plus strictes que ces mesures nationales. En réponse aux risques existants en 2019, les autorités nationales dans la zone euro, en consultation avec la BCE, ont mis en œuvre nettement plus de mesures macroprudentielles que l'année précédente, en vue d'atténuer les risques systémiques et de renforcer la résilience face à ces derniers.

Poursuite des efforts macroprudentiels en vue de préserver la stabilité financière

La BCE évalue les politiques macroprudentielles dans les pays de la zone euro

La BCE a poursuivi ses vastes efforts dans le domaine de la politique macroprudentielle, contribuant ainsi de façon importante à préserver la stabilité financière. Outre un ensemble de travaux analytiques connexes, la BCE a fourni une plateforme pour les évaluations des risques conjointes régulières et la coordination des politiques entre la BCE et les autorités nationales de la zone euro. La BCE et les autorités nationales ont également continué de mener des discussions larges et ouvertes sur l'utilisation des instruments macroprudentiels et sur l'amélioration des outils d'analyse dans le domaine de la politique macroprudentielle. Ces efforts ont permis d'améliorer encore les méthodes et les processus pour évaluer les risques systémiques et l'adéquation des mesures de politique macroprudentielle dans la zone euro.

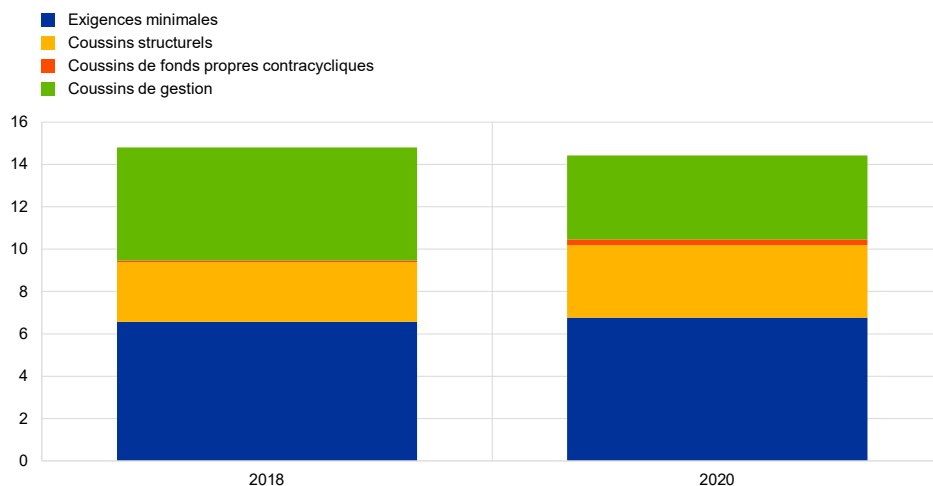
Les coussins macroprudentiels libérables peuvent jouer un rôle contracyclique important

En 2019, les débats macroprudentiels se sont concentrés sur le fait qu'il est important pour les banques de rester résistantes et capables de faire face à des chocs défavorables affectant l'environnement macrofinancier. La politique macroprudentielle ne peut jouer un rôle contracyclique que si des coussins libérables sont en place. Dans ce contexte, le coussin de fonds propres contracyclique est l'instrument essentiel qui peut être utilisé si les risques conjoncturels se matérialisent. Une plus grande disponibilité des coussins libérables sous la forme de coussins de fonds propres contracycliques contribuerait donc à éviter un désendettement simultané dans l'ensemble du système bancaire, qui pourrait aboutir à une contraction du crédit et aggraver le ralentissement. Cela souligne la pertinence non seulement du niveau des coussins de fonds propres, mais également de la capacité à les libérer en périodes de tensions. À ce stade, dans la zone euro, les coussins de fonds propres contracycliques mis en œuvre représentent 0,1 % des actifs pondérés des risques et demeurent globalement faibles par rapport aux autres exigences en matière de coussins de fonds propres (cf. graphique 22).

Graphique 22

Décomposition des coussins de fonds propres des banques

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les exigences minimales incluent les fonds propres CET1 au titre du pilier 1, l'exigence au titre du pilier 2 et les fonds propres CET1 pour combler les insuffisances pour les catégories 1 et 2. Les coussins structurels incluent les coussins de conservation des fonds propres, les coussins contre les risques systémiques ainsi que les coussins des EISm et des autres EIS. Les coussins de gestion sont ceux que les banques détiennent en excédent par rapport à ces exigences réglementaires. La barre de droite représente les taux de coussins contracycliques annoncés en mars 2020.

La BCE a achevé l'examen du cadre relatif aux coussins des autres EIS

En 2019, la BCE a également achevé son premier examen du cadre relatif aux taux planchers pour les exigences de coussins de fonds propres pour les autres établissements d'importance systémique (autres EIS) régis par le MSU. Les coussins de fonds propres des autres EIS visent à limiter les externalités négatives qu'une défaillance d'institutions d'importance systémique peut engendrer pour le système financier domestique et l'économie au sens large. La méthodologie révisée des taux planchers pour les exigences de coussins de fonds propres pour les autres EIS est plus granulaire et accroît les taux minimaux pour les banques les plus importantes au plan systémique (cf. le *Bulletin macroprudentiel* de mars 2020 pour plus d'informations). Le nouveau cadre contribuera à garantir qu'un plus grand nombre de banques d'importance systémique puisse être soumis à des exigences en matière de coussins de fonds propres plus élevées dans certaines juridictions, réduisant ainsi les risques qui pèsent sur la stabilité financière. Ce cadre sera introduit progressivement à partir du 1^{er} janvier 2022.

En outre, la BCE a continué de renforcer sa communication sur les questions de politique macroprudentielle, favorisant la sensibilisation grâce à une plus grande transparence sur les travaux et les réflexions qu'elle mène en ce domaine. La *Financial stability Review* de novembre 2019 comporte une section sur la manière dont les politiques macroprudentielles peuvent remédier aux vulnérabilités dans le système financier. Outre les discours, communiqués de presse et autres publications telles que les articles sur des sujets spécifiques (*occasional papers*), la BCE a continué de publier deux fois par an son *Bulletin macroprudentiel*, un outil de communication important pour expliquer le cadre de sa politique macroprudentielle et les procédures décisionnelles, ainsi que les avancées analytiques et les évaluations dans ce domaine. La BCE a également continué de publier sur son site internet une

vue d'ensemble des mesures macroprudentielles actuellement en vigueur dans les pays soumis à la supervision bancaire de la BCE.

Les décisions de politique macroprudentielle prises en 2019

La BCE a évalué 106 décisions de politique macroprudentielle en 2019

En 2019, conformément à son mandat juridique, la BCE a évalué les notifications par les autorités nationales de la zone euro de 106 décisions de politique macroprudentielle relatives à des instruments ciblant les risques systémiques conjoncturels et structurels, ainsi qu'à d'autres instruments visés à l'article 458 du [règlement sur les exigences de fonds propres](#) (*Capital Requirements Regulation*, CRR). La plupart des notifications avaient trait à la constitution de coussins de fonds propres contracycliques ou à l'identification des banques d'importance systémique mondiale (EISm) et des autres établissements d'importance systémique (autres EIS) ainsi qu'au calibrage de leurs coussins de fonds propres respectifs. Le Conseil des gouverneurs de la BCE ne s'est opposé à aucune des décisions de politique macroprudentielle notifiées par les autorités nationales durant l'année 2019.

À fin 2019, les autorités compétentes nationales de sept pays de la zone euro avaient annoncé l'activation d'un taux de coussin de fonds propres contracyclique supérieur à 0 %, contre quatre pays l'année précédente. Dans douze pays, le coussin contracyclique n'avait pas été activé à fin 2019. Le calibrage des taux des coussins de fonds propres contracycliques a été fondé sur un « pouvoir discrétionnaire guidé », qui combine des orientations données par les principaux indicateurs de risque et des éléments plus discrétionnaires reflétant des conditions économiques et financières spécifiques.

En ce qui concerne les pays qui ont annoncé des augmentations des coussins contracycliques en 2019, le Haut Conseil de stabilité financière en France a décidé de porter le taux de ces coussins de 0,25 % à 0,5 % en mars 2019, à titre de mesure préventive et au vu d'une tendance à la hausse de l'endettement du secteur privé en France. La Banque nationale de Belgique a décidé d'augmenter ce taux de 0 % à 0,5 % en juin 2019, son principal objectif étant de renforcer la résilience des banques aux risques conjoncturels. Même si les risques systémiques conjoncturels n'ont pas été considérés comme graves, il a été jugé prudent d'introduire une mesure préventive afin de garantir la continuité de la fourniture de crédit tout au long du cycle. En Allemagne, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a décidé en juin 2019 d'introduire un taux de coussin contracyclique positif égal à 0,25 %. Elle a estimé que l'accumulation de risques systémiques conjoncturels (en particulier des vulnérabilités liées à la sous-estimation du risque de crédit, à la surévaluation des garanties et au risque de taux d'intérêt) avait créé une menace potentielle pour la stabilité financière. En juillet 2019, la Národná banka Slovenska a décidé d'augmenter à nouveau le taux de coussins contracycliques, le portant de 1,5 % à 2 % en Slovaquie. Le secteur bancaire et sa rentabilité étaient devenus davantage exposés aux risques conjoncturels et l'autorité prudentielle avait observé des signes d'exubérance sur les marchés financiers. Enfin, au Luxembourg, la Commission de surveillance du secteur financier a décidé de relever le taux de coussins

contracycliques de 0,25 % à 0,5 % en décembre 2019, compte tenu des fortes augmentations des prêts et des prix de l'immobilier résidentiel.

Des mesures relatives aux emprunteurs peuvent contribuer à maintenir des critères d'octroi sains pour les prêts

L'environnement de taux d'intérêt bas pourrait favoriser une prise de risque plus importante et un assouplissement des critères d'octroi des prêts, en particulier si la rentabilité bancaire est sous pression. De nouvelles hausses des prix de l'immobilier résidentiel, associées aux tendances des prêts hypothécaires et à des fragilités dans le secteur des ménages ont entraîné une augmentation des vulnérabilités du secteur de l'immobilier résidentiel en 2019 dans plusieurs pays de la zone euro. Dans une telle situation, des orientations en faveur de critères d'octroi sains pour les prêts ou le durcissement préventif des mesures concernant les emprunteurs avec des dérogations appropriées pourraient contribuer à contenir une accumulation éventuelle de risques. Fin 2019, treize pays de la zone euro avaient introduit de telles mesures, qui relèvent de la compétence exclusive des autorités nationales.

S'agissant des instruments macroprudentiels ciblant d'autres risques, la BCE a évalué les décisions des autorités nationales relatives aux coussins des autres EIS et aux coussins contre le risque systémique ainsi que les mesures macroprudentielles au titre de l'article 458 du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR). En ce qui concerne les mesures adoptées en 2019 dans cette dernière catégorie, l'Eesti Pank a introduit une nouvelle mesure afin d'assurer la résistance des banques aux risques systémiques liés aux prêts au logement. Les établissements de crédit qui utilisent l'approche fondée sur les notations internes (IRB) doivent appliquer une pondération de risque moyenne pondérée de l'exposition d'au moins 15 % pour les expositions sur la clientèle de détail garanties par des hypothèques sur des biens immobiliers accordées aux résidents de l'Estonie. La mesure est entrée en vigueur le 30 septembre 2019. L'autorité de surveillance financière finlandaise a également décidé en juin 2019 de prolonger la période d'application de la pondération de risque moyenne minimale propre aux établissements de crédit de 15 % pour les prêts au logement, applicable aux établissements de crédit ayant adopté l'approche IRB. L'extension du niveau minimum est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2020 pour une durée d'un an.

La coopération avec le Comité européen du risque systémique

La BCE a continué de coopérer étroitement avec le CERS et de lui apporter son soutien

La BCE a continué d'apporter un soutien analytique, statistique, logistique et administratif au Secrétariat du Comité européen du risque systémique (CERS), qui est chargé de coordonner au quotidien les activités du CERS. Le CERS est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE ainsi que de la prévention et de la réduction du risque systémique.

La BCE a contribué régulièrement à l'identification et au suivi des risques systémiques potentiels réalisés par le CERS, apportant également un soutien global aux travaux qu'il entreprend. Par exemple, la BCE a participé aux travaux visant à combler les lacunes en matière de données relatives à l'immobilier, qui ont conduit à l'approbation d'une **recommandation** du CERS, ainsi qu'à l'élaboration d'un cadre de suivi renforcé pour les pays tiers importants. De plus, la BCE a soutenu l'analyse réalisée par le

CERS sur les vulnérabilités à moyen terme du secteur de l'immobilier résidentiel, qui a conduit le CERS à adresser cinq alertes et six recommandations à certains pays de l'UE.

La BCE a également largement contribué aux réflexions initiales du CERS sur le développement d'un cadre commun pour l'orientation de la politique macroprudentielle. Un [rapport](#) spécifique a été publié en avril 2019 à titre de première étape vers un tel cadre commun. Il a établi le lien entre les politiques macroprudentielles et l'objectif de stabilité financière. De plus, la BCE a continué de contribuer à la deuxième phase de ces travaux, en co-présidant le groupe d'experts du CERS chargé de développer des méthodes opérationnelles pour faciliter l'évaluation, les discussions et la communication s'agissant de l'orientation de la politique macroprudentielle.

En outre, la BCE co-préside un groupe d'experts en analyse chargé d'évaluer l'importance du chevauchement potentiel entre les coussins de fonds propres macroprudentiels, le ratio de levier minimum et l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles (MREL). Ces travaux visent à décrire la manière dont les exigences interagissent et les implications pour l'efficacité des coussins macroprudentiels.

Tout au long de l'année, la BCE a également présidé l'équipe de rédaction préparant la [recommandation](#) du CERS concernant l'échange et la collecte d'informations à des fins macroprudentielles sur les succursales des établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre État membre ou un pays tiers.

La BCE a continuellement soutenu les travaux du CERS sur les instruments macroprudentiels pouvant être utilisés au-delà du secteur bancaire. La BCE a contribué à l'analyse des données et des risques, en particulier les implications des pratiques d'appel de marges pour les sociétés d'assurance, ainsi qu'à la conception de nouveaux instruments macroprudentiels pour le secteur des assurances, en se concentrant sur certaines des options qui avaient été présélectionnées dans le [rapport](#) 2018 sur les dispositions, mesures et instruments macroprudentiels pour l'assurance. Le résultat de ces travaux sera directement intégré dans les discussions en cours sur le réexamen de Solvabilité II, avec pour objectif de renforcer le cadre réglementaire pour l'assurance et la réassurance.

La BCE a également contribué à la poursuite du développement de mesures des risques pour les non-banques ainsi qu'à l'élaboration du quatrième numéro du rapport intitulé « [EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor](#) », qui présente une vue d'ensemble des évolutions dans le secteur, en mettant l'accent sur l'évaluation des risques potentiels pour la stabilité financière. En outre, la BCE a apporté de précieuses contributions au document provisoire sur l'atténuation de la procyclicité des marges et des décotes pour les marchés des produits dérivés et les cessions temporaires de titres, du point de vue tant de la rédaction que de l'élaboration de la réflexion analytique sous-jacente.

Les travaux ont été poursuivis sur les instruments macroprudentiels pouvant être utilisés au-delà du secteur bancaire

Davantage d'importance a été accordée aux travaux analytiques sur les implications du changement climatique pour le secteur financier

De plus, la BCE a travaillé conjointement avec le CERS au développement et à la mise en œuvre de méthodologies pour réaliser une étude d'impact sur la manière dont différents scénarios de changement climatique pourraient affecter le secteur financier de l'UE. Elle a également fourni une cartographie des différentes méthodologies, une évaluation de la disponibilité des données et une vue d'ensemble des catégories d'expositions des institutions financières à examiner lors de l'analyse des risques liés au climat.

La BCE a présidé le groupe de travail du CERS sur les tests de résistance (*Task Force on Stress Testing*), qui a préparé les scénarios adverses pour le test de résistance des fonds de pension réalisé par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, ainsi que pour les tests de résistance des fonds d'investissement monétaires et des contreparties centrales conduits par l'Autorité européenne des marchés financiers. À cet effet, plusieurs directions générales de la BCE ont apporté au groupe de travail du CERS un soutien essentiel sur le plan technique et de la modélisation.

Enfin, la BCE a participé activement au groupe européen contre les risques de cyber-attaques (*European Systemic Cyber Group*) du CERS, qui a développé un cadre analytique pour évaluer les cyber-risques.

Des informations plus détaillées sur le CERS sont disponibles sur son [site internet](#) et dans ses [Rapports annuels](#).

3.3 Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité de chacune des banques

À fin 2019, cinq années s'étaient écoulées depuis la mise en place de la supervision bancaire de la BCE. Tout au long de ces années, ses activités microprudentielles ont contribué à la stabilité du secteur bancaire européen et à une égalité de traitement de l'ensemble des banques de la zone euro. Grâce aux progrès réalisés depuis 2014, la surveillance bancaire européenne devient une institution mature.

Continuité et adaptation des priorités de la BCE en matière de surveillance

Bien que le redressement des bilans des banques après la crise ait beaucoup progressé, il est néanmoins demeuré l'une des principales priorités prudentielles en 2019. Les autres priorités ont été axées sur les facteurs de faible rentabilité des banques européennes et sur les questions de gouvernance, y compris les capacités de gestion du risque classique des banques, ainsi que sur les risques émergents, notamment en ce qui concerne la numérisation en cours des services financiers et leur vulnérabilité aux TI et aux cyber-risques.

Amélioration continue des outils et des méthodes de surveillance

Tout au long de 2019, la supervision bancaire de la BCE a continué d'améliorer ses outils et ses méthodes. À la suite de son engagement précédent, la BCE a révisé, en août 2019, les [attentes prudentielles](#) concernant le provisionnement prudentiel des nouvelles expositions non performantes (*non-performing exposures*, NPE), qui figurent dans l'[addendum](#) aux [lignes directrices](#) de la BCE pour les banques relative

aux prêts non performants, afin de tenir compte des nouvelles exigences du pilier 1 ⁴⁰. À la suite d'une consultation publique et de la publication du guide relatif aux thèmes généraux en novembre 2018, la BCE a publié, en juillet 2019, des chapitres spécifiques au type de risque final du [guide de la BCE relatif aux modèles internes](#), couvrant le risque de crédit, le risque de marché et le risque de crédit de contrepartie. En février 2019, la BCE a également publié les [résultats](#) agrégés des tests de résistance pour toutes les banques participantes placées sous sa supervision, en complément du test de résistance mené en 2018 à l'échelle de l'UE. Et, en octobre 2019, elle a publié les [résultats](#) de son analyse de sensibilité du risque de liquidité conduite en 2019 qui a constitué le test de résistance annuel. Les résultats de ces deux exercices ont alimenté, respectivement, le processus de contrôle et d'évaluation prudentiels de [2018](#) (publié en avril 2019) et celui de 2019.

Des travaux préparatoires ont été réalisés avant la sortie du Royaume-Uni de l'UE.

Alors que le nombre de banques soumises à la surveillance directe de la BCE est resté globalement stable en 2019, un certain nombre de banques ont subi d'importantes modifications de leurs structures et activités de groupe, avec la consolidation des groupes bancaires ou la relocalisation de leurs activités du Royaume-Uni vers la zone euro. La BCE a pris en charge la surveillance directe des banques devenues par conséquent importantes, et l'évaluation complète obligatoire de certaines d'entre elles a été lancée au second semestre 2019. Durant la période d'incertitude précédant la sortie du Royaume-Uni de l'UE, la surveillance bancaire de la BCE s'est employée surtout à suivre la préparation des banques et des superviseurs à toutes les éventualités et, en particulier, la mise en œuvre des plans Brexit tels qu'approuvés entre les banques et les superviseurs. Bien que les banques aient réalisé des avancées en ce qui concerne leurs modèles opérationnels cibles en 2019, la BCE a mis en garde à plusieurs reprises contre de nouveaux retards et a continué de communiquer ses attentes prudentielles via l'actualisation des [questions fréquemment posées](#) sur le site de la supervision bancaire de la BCE, plusieurs articles dans la *Newsletter* sur la supervision et des discussions bilatérales avec les entités supervisées.

Des progrès ont été accomplis dans la mise en place d'une coopération étroite avec la Bulgarie et la Croatie.

L'année 2019 a également été marquée par les progrès réalisés vers un élargissement du MSU au-delà de la zone euro, après la demande de la Bulgarie et de la Croatie de mettre en place une coopération étroite entre la BCE et leurs autorités compétentes nationales (ACN). La surveillance bancaire de la BCE a achevé, en juillet 2019, son évaluation complète de [six banques bulgares](#) et est convenue, en août 2019, de procéder à une évaluation complète de [cinq banques croates](#), ce qui est requis dans le cadre du processus d'instauration d'une coopération rapprochée avec les États membres de l'UE dont la monnaie n'est pas l'euro. Parallèlement, la BCE a travaillé en étroite collaboration avec la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка) et avec la Hrvatska narodna banka, en raison de leur futur rôle potentiel en tant qu'ACN au sein du MSU.

⁴⁰ Le nouveau règlement de l'UE, qui décrit le traitement des NPE dans le cadre du pilier 1, est le [règlement \(UE\) n° 2019/630](#) du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2019 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes (JO L 111 du 25.04.2019, p. 4). Il est entré en vigueur le 26 avril 2019.

Des informations plus détaillées sur la supervision bancaire de la BCE sont fournies sur son [site internet](#) et par le [Rapport annuel 2019 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

Encadré 4

La Fintech

La technologie financière apporte d'importants avantages aux banques, à leur clientèle, au système financier et à l'économie dans son ensemble, mais elle comporte également des défis et des risques. Les institutions financières sont libres d'innover de manière responsable, mais les risques associés doivent être atténués par des cadres de gestion du risque et une surveillance efficaces.

L'émergence de la Fintech et d'entreprises Fintech spécialisées a entraîné des modifications des modèles d'activité bancaire existants. Dans l'Union européenne, les entreprises de technologie financière ont jusqu'à présent, pour l'essentiel, conclu des partenariats avec des banques, permettant à ces dernières d'améliorer la satisfaction du client en fournissant un éventail plus large de services et de produits financiers d'une manière plus abordable et plus efficace. De plus, avec la disponibilité accrue des données et l'utilisation de l'intelligence artificielle et grâce aux capacités informatiques renforcées pour exploiter les données, les banques utilisent de plus en plus la Fintech pour améliorer leurs propres opérations internes.

En conséquence, les interdépendances entre les entreprises de technologie financière et les banques se développent, notamment en ce qui concerne la fourniture de services d'externalisation, et les risques opérationnels ont augmenté tant au niveau institutionnel qu'à l'échelle du système. Certaines entreprises Fintech proposent également de nouveaux services financiers, en particulier dans le domaine des paiements, exerçant ainsi une pression sur les banques. Il est important de noter que les entreprises Bigtech (les grands acteurs de la technologie) disposant d'une clientèle nombreuse et de plateformes technologiques établies, pénètrent progressivement le domaine des services financiers et sont déjà devenues des fournisseurs dominants de services d'informatique en nuage (*cloud computing*).

La BCE a répondu à l'évolution des défis et des risques liés à l'innovation financière dans de nombreux domaines. Au niveau macroprudentiel, la BCE surveille et évalue les implications de la Fintech pour la stabilité financière. Les pressions exercées sur la rentabilité par la concurrence avec les entreprises Fintech sont amplifiées par les besoins des banques en matière d'investissements dans la numérisation, qui demandent du temps pour produire des bénéfices nets. L'importance croissante des interdépendances avec les entreprises Fintech pourrait signifier que des perturbations dans ces entreprises sont susceptibles d'avoir des conséquences systémiques pour le système financier, si des protections adéquates ne sont pas mises en place.

La BCE contribue également aux travaux associés à la Fintech en matière de politique et de stabilité financière via diverses instances européennes et internationales, notamment l'Autorité bancaire européenne, le Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché. En outre, elle constitue un moteur du changement, comme le montre le lancement du système de règlement des paiements instantanés de

TARGET et l'exploration en cours de l'application des nouvelles technologies aux infrastructures de marché ⁴¹.

Au niveau microprudentiel, la surveillance bancaire de la BCE poursuit ses travaux visant à développer une compréhension commune des risques liés à la Fintech et à garantir une approche prudentielle cohérente de ces risques dans l'ensemble du MSU. Cela implique d'évaluer l'incidence de la Fintech sur les modèles d'activité des banques et les principaux risques associés. Afin de renforcer son approche prudentielle des entreprises Fintech, la surveillance bancaire de la BCE s'engage, avec les banques du MSU, à s'informer de l'utilisation qu'elles font des technologies et des solutions innovantes ainsi que des implications pour leurs modèles économiques et, plus important encore, de la manière dont les principaux risques pourraient être traités par les cadres de gestion du risque.

Les 21 et 22 mai, le premier [Dialogue de la BCE sur le secteur de la Fintech](#) a eu lieu, réunissant des banquiers et des autorités de surveillance de la zone euro, des autorités de surveillance de pays tiers, ainsi que des représentants d'autorités de régulation telles que la Commission européenne, l'Autorité bancaire européenne et l'Autorité européenne des marchés financiers. Le dialogue s'est concentré sur : a) attribution de notes de crédit à l'aide de l'intelligence artificielle et du *Big Data* ; b) le conseil en ligne automatisé en matière de placements (le « conseil automatisé ») ; et c) l'informatique en nuage. Cet événement devait être le premier de plusieurs dialogues de ce type dans lesquels les banques ont la possibilité de présenter aux autorités de surveillance leur point de vue sur les domaines prudentiels à privilégier. Cet apport contribue à développer l'approche de la surveillance prudentielle des banques en recourant à des technologies innovantes.

La surveillance bancaire de la BCE a également continué à développer sa coopération internationale sur les questions liées à la Fintech, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du MSU. Par exemple, des initiatives de partage des connaissances ont été mises en place pour faciliter l'accès rapide des autorités compétentes nationales de surveillance, et de la BCE, aux informations pertinentes en matière de Fintech.

3.4 Contribution de la BCE aux initiatives européennes

Le cadre mis en place à la suite de la crise financière mondiale peut encore être renforcé

Il y a cinq ans, le premier pilier de l'union bancaire, le mécanisme de surveillance unique, a commencé à fonctionner après une ambitieuse série d'initiatives institutionnelles et réglementaires prises au lendemain de la crise financière mondiale. Grâce à cette mesure concrète, les États membres et les institutions de l'UE ont favorisé l'intégration et la stabilité financières et renforcé la résilience de l'économie.

Aujourd'hui, toutefois, il subsiste une marge pour approfondir l'intégration du marché bancaire unique. Cela contribuerait à la transmission uniforme de la politique monétaire et distendrait encore le lien déstabilisateur entre banques et États, qui était au cœur de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. De nouveaux progrès sur la voie du développement et de l'intégration des marchés de capitaux sont

⁴¹ Cf. chapitre 4 pour plus de détails.

également nécessaires pour renforcer la capacité du système financier à diversifier les risques et pour compléter l'union bancaire. En outre, les risques pesant sur le secteur financier non bancaire devraient être atténués grâce à des outils macroprudentiels appropriés.

Achever l'union bancaire

Des travaux approfondis pour achever l'union bancaire ont été menés en 2019

En 2019, la BCE s'est pleinement investie dans les travaux des instances de l'UE visant à renforcer l'union bancaire. En juin 2019, le sommet de la zone euro a reconnu dans sa [déclaration](#) les progrès accomplis en ce qui concerne l'approfondissement de l'Union économique et monétaire et s'est déclaré favorable à la poursuite des travaux techniques visant à renforcer l'union bancaire. Au second semestre 2019, le groupe de travail de haut niveau sur le système européen d'assurance des dépôts (SEAD) a poursuivi ses travaux sur les perspectives à court et long terme de mise en place d'un SEAD, les options en matière de traitement réglementaire des expositions souveraines et les moyens de renforcer la stabilité financière, d'améliorer la gestion des crises et de promouvoir l'intégration. En outre, l'Eurogroupe a décidé de poursuivre ses efforts en vue de finaliser un train de mesures sur la révision du traité instituant le mécanisme européen de stabilité, prenant également en compte la nécessité de fournir un filet de sécurité commun au Fonds de résolution unique ⁴².

La BCE a très largement contribué aux discussions techniques des instances de l'UE en alimentant les différents flux de travaux. En ce qui concerne le cadre de gestion des crises, la BCE a insisté sur la nécessité de remédier aux chevauchements existant dans la réglementation relative aux mesures d'intervention précoce ⁴³. La BCE a également soutenu une analyse plus approfondie des obstacles à l'intégration transfrontière, notamment les obstacles à la libre circulation des capitaux et des liquidités au sein de l'union bancaire. De manière plus générale, la BCE s'est prononcée en faveur d'un compromis qui inclurait une première phase du SEAD sous la forme d'un soutien en liquidités, tout en offrant la perspective d'une phase finale sous la forme d'une couverture intégrale des pertes. Un accord de portée aussi globale permettra aux Européens de retirer tous les avantages de l'union bancaire, notamment l'intégration des marchés et l'égalité de protection des déposants. La mise en commun au niveau européen des ressources de l'assurance des dépôts permettrait de mieux maintenir la confiance des déposants que des dispositifs nationaux, ces derniers pouvant être plus exposés en cas de chocs spécifiques, qui affaibliraient potentiellement leur crédibilité et donc la confiance des déposants.

Conformément à la notion selon laquelle le partage des risques et la réduction des risques sont deux processus qui se renforcent mutuellement, la BCE a contribué à réduire encore les risques dans le secteur bancaire. En particulier, la supervision bancaire de la BCE a poursuivi ses travaux sur l'assainissement des bilans des

⁴² Le filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique, qui sera fourni par le mécanisme européen de stabilité, est un filet de sécurité qui vise à garantir que le Fonds de résolution unique dispose de ressources supplémentaires pour contribuer aux mesures de résolution nécessaires.

⁴³ Cf. également l'avis de la Banque centrale européenne du 8 novembre 2017 sur les révisions du cadre de l'Union en matière de gestion des crises ([CON/2017/47](#)).

banques grâce au suivi de ses lignes directrices sur les prêts non performants et a évalué la qualité des critères des banques en matière de souscription de crédits, en particulier pour les nouveaux prêts. En 2019, la BCE a continué de contribuer aux rapports de suivi conjoints sur la réduction des risques (cf. [l'édition de mai](#) et [l'édition de novembre](#)), élaborés conjointement avec la Commission européenne et le Conseil de résolution unique, qui ont fait apparaître de nouveaux progrès en matière de réduction des risques.

Le deuxième pilier de l'union bancaire était également un objectif majeur de l'année. En décembre 2018, il a été convenu que le mécanisme européen de stabilité fournirait le filet de sécurité commun au Fonds de résolution unique. Toutefois, le cadre de résolution continue de présenter une lacune majeure car il reste encore à créer un cadre de la zone euro pour la fourniture de liquidités à des banques viables sortant du processus de résolution. Si un tel cadre est déjà en place dans d'autres grandes juridictions, s'appuyant en grande partie sur des garanties données par l'État à la banque centrale en tant qu'apporteur de liquidités, il n'a pas été possible jusqu'à présent de trouver un accord sur une solution équivalente dans la zone euro.

Faire progresser l'union des marchés des capitaux

L'UMC peut faciliter la transmission de la politique monétaire

En 2019, la BCE a continué de plaider en faveur de l'achèvement de l'union des marchés des capitaux (UMC). Une véritable union des marchés de capitaux, si elle se réalisait effectivement, permettrait de renforcer considérablement l'intégration financière et de consolider l'Union économique et monétaire, tout en favorisant le rôle international de l'euro. Cela contribuerait à une transmission plus fluide et plus homogène de la politique monétaire.

Des marchés de capitaux fortement intégrés renforceraient encore la résilience du système financier en réduisant la dépendance vis-à-vis des banques et en encourageant d'autres sources de financement via le marché. Comme le souligne la [Financial Stability Review](#) de la BCE en 2019, l'achèvement de l'union des marchés des capitaux est un préalable essentiel au renforcement du partage des risques et à l'amélioration de la résilience de la zone euro aux chocs économiques. Les évolutions géopolitiques et économiques intervenues depuis 2015, telles que le Brexit ainsi que la numérisation de l'économie et le changement climatique, ont renforcé la nécessité d'une intégration des marchés de capitaux européens.

Après la conclusion du [plan d'action pour l'UMC](#) de 2015 de la Commission européenne, un grand nombre de propositions législatives et d'initiatives non législatives figurant dans le programme pour l'UMC ont été finalisées par la Commission au cours de la législature 2014-2019. Même si de nombreux progrès ont été réalisés sur le front législatif, une ambition renouvelée sur certaines grandes priorités est essentielle pour faire avancer ce projet.

De nouveaux efforts d'harmonisation sont nécessaires pour faire progresser l'UMC

En 2019, la BCE a souligné les priorités essentielles pour faire progresser l'union des marchés des capitaux dans les instances de l'UE. Elle a notamment mis en avant l'importance d'une harmonisation plus poussée des régimes fiscaux et d'insolvabilité nationaux, qui est essentielle au bon fonctionnement des opérations transfrontières

sur les marchés de capitaux, ainsi que l'importance d'une poursuite de la convergence en matière de surveillance prudentielle sur la voie d'un corpus réglementaire unique, en particulier pour les non-banques ⁴⁴. À long terme, l'octroi de pouvoirs de surveillance supplémentaires à l'Autorité européenne des marchés financiers devrait favoriser une véritable union des marchés de capitaux, associée à une application uniforme du corpus réglementaire unique dans l'ensemble de l'Union européenne.

Une politique macroprudentielle pour le secteur financier non bancaire

La poursuite du développement du secteur financier non bancaire suscite potentiellement des inquiétudes pour la stabilité financière

Si elle soutient pleinement un financement de l'économie de la zone euro davantage fondé sur le marché, la BCE reste préoccupée par le développement rapide du secteur financier non bancaire et ses répercussions potentielles en matière de stabilité financière. Bien qu'un rôle plus important de l'intermédiation financière non bancaire dans le financement de l'économie fasse partie du programme pour l'UMC, il reste primordial de surveiller efficacement ce secteur.

Compte tenu de ces évolutions, garantir un cadre prudentiel solide s'appliquant aux institutions financières non bancaires est indispensable pour faire face de manière adéquate aux risques systémiques qui pourraient se matérialiser dans ce secteur. Ainsi, en 2019, la BCE a continué de préconiser une extension du cadre macroprudentiel au-delà du système bancaire et a très largement contribué aux discussions techniques sur ce thème dans les instances de l'UE et les instances internationales.

⁴⁴ Une nouvelle harmonisation et un renforcement de la standardisation s'appuyant sur le corpus réglementaire unique comme cadre réglementaire harmonisé sont essentiels pour parvenir à une véritable union des marchés de capitaux.

4 Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements

L'une des missions fondamentales de l'Eurosystème consiste à assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Cette mission est étroitement liée aux responsabilités de l'Eurosystème dans les domaines de la politique monétaire et de la stabilité financière. L'Eurosystème joue un rôle central dans le développement, l'exploitation et la surveillance des dispositifs et des infrastructures de marché qui facilitent la circulation sûre et efficace des paiements, des titres et des garanties dans l'ensemble de la zone euro.

4.1 Les services TARGET

Actuellement, les services TARGET de l'Eurosystème se composent de trois volets : TARGET2, un système de règlement brut en temps réel pour les paiements en euros liés aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ainsi que pour les transactions interbancaires et commerciales ; TARGET2-Titres (T2S), une plateforme unique pour le règlement des titres dans l'ensemble de l'Europe ; et le service de règlement des paiements instantanés TARGET (*TARGET Instant Payment Settlement*, TIPS), qui permet aux fournisseurs de services de paiement d'offrir à leurs clients un transfert de fonds instantané, 24 heures sur 24 et sept jours sur sept.

Plus de 1 000 banques utilisent TARGET2 pour initier des opérations en euros, pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients. Si l'on tient compte des succursales et des filiales, plus de 45 000 banques sont connectées à TARGET2 à travers le monde. En 2019, TARGET2 a traité en moyenne 344 120 paiements par jour, pour un volume quotidien moyen de 1 700 milliards d'euros.

En tant que système de paiement d'importance systémique (SPIS), TARGET2 est essentiel non seulement pour la stabilité et l'efficacité du secteur financier et de l'économie de la zone euro, mais aussi pour la bonne conduite de la politique monétaire unique de la zone euro et pour la stabilité de la monnaie unique. À l'instar des autres SPIS, TARGET2 fait l'objet d'une surveillance continue de la part de l'Eurosystème, qui suit une approche fondée sur les risques incluant le contrôle de la sécurité des points terminaux et de la cyberrésistance.

En 2019, l'Eurosystème a mis en place un nouvel outil de contingence pour TARGET2. En cas d'interruption de TARGET2 (même si elle dure plus d'une journée), celui-ci permet à l'Eurosystème de continuer de traiter les opérations qualifiées de « critiques » et de « très critiques ». Ce nouvel outil de contingence s'inscrit dans le cadre d'une stratégie plus large visant à renforcer la résilience opérationnelle et la cyberrésistance des infrastructures de marché de l'Eurosystème.

TARGET2 est appelé à être remplacé par un nouveau système de règlement brut en temps réel en 2021

TARGET2 fonctionne sans problème depuis plus d'une décennie. Toutefois, étant donné que l'écosystème des paiements a considérablement évolué au cours de cette période en raison des avancées technologiques, des nouvelles exigences réglementaires et de l'évolution des attentes des utilisateurs, l'Eurosystème prévoit de remplacer TARGET2 par un nouveau système de règlement brut en temps réel (RBTR) en novembre 2021 et, dans le même temps, d'optimiser la gestion des liquidités dans tous les services TARGET. Pour sa messagerie, le nouveau système RBTR utilisera la norme ISO 20022 et sera en mesure de faciliter les paiements en plusieurs devises. Fin 2019, sur la base des commentaires reçus lors d'une consultation publique, une version améliorée des spécifications fonctionnelles détaillées (*User Detailed Functional Specifications*) pour l'utilisation du futur service RBTR a été publiée. Par ailleurs, deux fournisseurs de services de réseau ont signé avec l'Eurosystème des contrats par lesquels ils s'engagent à offrir aux utilisateurs une connectivité agnostique du réseau à tous les services d'infrastructure de marché de l'Eurosystème au travers de la nouvelle passerelle d'accès aux infrastructures du marché unique de l'Eurosystème (*Eurosystem Single Market Infrastructure Gateway*, ESMIG).

S'agissant de T2S, cela fait maintenant plus de deux ans que les vagues de migration des dépositaires centraux de titres (DCT) vers la plateforme commune ont été menées à bien. T2S est actuellement utilisé par 21 DCT, desservant 20 marchés à travers l'Europe. En 2019, T2S a traité en moyenne 606 938 opérations par jour, pour une valeur quotidienne moyenne de 1 106,13 milliards d'euros.

En 2019, pour la première fois, un auditeur externe indépendant nommé par le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à des contrôles techniques et opérationnels des services T2S. Les observations qu'il a formulées ont été partagées avec l'Eurosystème et avec les DCT et les banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro qui utilisent T2S. Ces examens seront désormais effectués chaque année.

En outre, à la suite d'une évaluation préalable réalisée en 2015, la première évaluation globale de la surveillance de T2S en cours de fonctionnement, entamée en 2018, a été finalisée en 2019. Celle-ci concluait que T2S est largement conforme aux [Principes pour les infrastructures de marchés financiers publiés par le CSPR et l'OICV](#), ce qui indique que T2S est sûr et efficace. Bien que des lacunes dans certains domaines aient été épinglees au cours de l'évaluation, aucune n'a été considérée comme présentant un risque grave si elle n'était pas traitée rapidement.

À la suite du lancement de TIPS en novembre 2018, sept marchés de la zone euro se sont connectés à ce service dès la première année, ce qui signifie que plus de 1 000 fournisseurs de services de paiement sont désormais accessibles via le réseau TIPS. D'autres marchés de la zone euro se préparent à le rejoindre en 2020. Compte tenu du fait que TIPS peut prendre en charge plusieurs monnaies, la Sveriges Riksbank a fait part de son intention d'intégrer la couronne suédoise dans le réseau en 2022.

Par ailleurs, l'Eurosystème développe une nouvelle composante des services TARGET, à savoir le système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem*

Collateral Management System, ECMS). Ce système unique sera capable de gérer les actifs utilisés comme garanties dans toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème. En 2019, et dans les délais prévus, le projet est arrivé au terme de sa phase de spécification. Sa mise en service est prévue pour novembre 2022.

4.2 Innovation et intégration aux niveaux des infrastructures de marché et des paiements

Le secteur financier subit une transformation considérable sous l'impulsion de l'innovation et de la numérisation. Sur le marché des paiements de détail, par exemple, la nouvelle législation européenne permettant à des tiers d'accéder aux comptes de paiement, le lancement des paiements instantanés et les innovations techniques en général ont conduit à l'émergence de nouveaux acteurs de marché, de nouveaux canaux d'accès aux services de paiement et de nouveaux modes de paiement. (Cf. encadré 5 pour des informations sur les crypto-actifs, les stablecoins et la monnaie numérique de banque centrale). Le défi pour l'Eurosystème en ce qui concerne ces évolutions est double : il doit à la fois [favoriser l'intégration et l'innovation dans son rôle de catalyseur](#) et promouvoir la sécurité et l'efficacité des infrastructures de marché et des paiements dans son rôle d'autorité de surveillance.

Encadré 5

Les crypto-actifs, les stablecoins et la monnaie numérique de banque centrale

Ces dernières années, les bitcoins et autres crypto-actifs et leur capacité de se substituer à la monnaie ont fait l'objet d'un énorme battage médiatique. Les crypto-actifs permettent aux particuliers et aux entreprises d'effectuer des opérations directement les uns avec les autres sans devoir solliciter l'intervention d'un tiers de confiance. Toutefois, le fait que ces actifs aient été qualifiés de « cryptomonnaies », de « monnaies numériques » et de « monnaies virtuelles » pourrait avoir donné lieu à de fausses attentes en ce qui concerne leurs caractéristiques et leurs fonctionnalités. De manière générale, les [crypto-actifs](#) sont des actifs enregistrés sous une forme numérique qui ont une grande valeur aux yeux de leurs utilisateurs en tant qu'investissement et/ou moyen d'échange mais qui ne constituent en aucun cas une créance financière ou un engagement financier d'une personne physique ou morale.

Le principal inconvénient des crypto-actifs réside dans la volatilité de leur prix. Ces dernières années, la volatilité des crypto-actifs a été supérieure à celle observée, par exemple, sur divers marchés de matières premières. Cela montre à quel point les investisseurs en crypto-actifs sont exposés au risque de marché. En outre, cette forte volatilité implique que les crypto-actifs ne peuvent pas remplir correctement les trois fonctions de la monnaie : être une réserve de valeur, un moyen de paiement et une unité de compte.

Dans une tentative de circonvenir le problème de la forte volatilité des prix, les prestataires de services financiers et les entreprises de technologie ont lancé une nouvelle catégorie de crypto-actifs, connue sous le nom de « stablecoins », qui recourt à des mécanismes de stabilisation pour minimiser les fluctuations des prix. En fonction du mécanisme de stabilisation utilisé, la valeur du stablecoin peut être garantie : a) par des avoirs monétaires (dans une monnaie ou dans un panier de

plusieurs monnaies) ; b) par des titres et des matières premières telles que l'or ; c) par des crypto-actifs ; ou encore d) par un mécanisme tentant de faire coïncider l'offre avec la demande (c'est-à-dire des stablecoins algorithmiques). En 2019, une attention particulière a été accordée aux initiatives relatives aux stablecoins, comme le Libra, qui prétendent permettre des transactions plus rapides à des coûts potentiellement plus faibles à l'échelle mondiale en proposant un nouveau dispositif de paiement distinct. Les stablecoins n'ont toutefois pas encore été testés à grande échelle, et ils présentent un certain nombre de risques juridiques, réglementaires et en matière de surveillance. Avant de lancer ces initiatives de stablecoins, ces questions doivent être abordées au travers d'une conception et d'une gouvernance du système qui soient appropriées, de même que d'exigences et d'une réglementation en matière de surveillance qui soient proportionnées aux risques.

Les crypto-actifs et les stablecoins ont suscité un débat plus large sur l'innovation en matière de paiements et sur le rôle des secteurs privé et public dans l'élaboration de nouvelles façons de rendre les paiements plus abordables, plus efficaces et plus inclusifs. L'émission d'une [monnaie digitale de banque centrale](#) (MDBC) pourrait éventuellement répondre à la demande sociale de nouveaux outils innovants, efficaces et résistants pour effectuer des paiements. Les différentes caractéristiques de la MDBC pourraient toutefois avoir des implications importantes pour le système financier. Elles devront être soigneusement évaluées. En ce qui concerne l'écosystème des paiements de détail, la MDBC ne devrait ni exclure une éventuelle collaboration avec le secteur privé ni évincer les solutions dictées par le marché privé pour des paiements de détail rapides et efficaces dans la zone euro.

En 2019, la BCE a publié un rapport intitulé [SEPA Migration Impact Assessment](#), qui montrait que le développement de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA) et la migration vers des systèmes de paiement paneuropéens pour les virements et les prélèvements directs ont considérablement progressé vers un marché européen des paiements sûr, efficace et intégré. Toutefois, un SEPA pour les [cartes](#) n'a pas encore été mis en place. En outre, les solutions d'initiation de paiement pour les utilisateurs finaux restent fragmentées à travers l'Europe. De même, pour les paiements aux points d'interaction (c'est-à-dire les paiements effectués dans les points de vente et dans le cadre du commerce électronique), il n'existe pas encore de solution paneuropéenne répondant aux besoins des utilisateurs européens.

Nouvelle stratégie pour les paiements de détail, nouveau cadre de surveillance des instruments de paiement et nouvelles normes en matière de gestion des garanties

Pour remédier à cette situation, l'Eurosystème a adopté, en 2019, une nouvelle stratégie en matière de paiements de détail. Cette stratégie soutient l'élaboration d'une solution paneuropéenne, pilotée par le marché, pour les paiements dans les points d'interaction et définit les principaux objectifs d'une telle solution.

Dans le domaine de la surveillance, et sur la base de l'approche selon laquelle les entités exerçant les mêmes fonctions devraient être soumises aux mêmes attentes en matière de surveillance (« à risque identique, exigences identiques »), l'Eurosystème a pris des mesures pour revoir sa politique de surveillance et pour commencer à élaborer un nouveau cadre de surveillance des instruments, systèmes et dispositifs de paiement (cadre de surveillance PISA). Ce nouveau cadre global, souple et tourné vers l'avenir est conçu pour s'appliquer aux produits, fournisseurs et technologies de

paiement, existants comme nouveaux, ainsi que pour contribuer à la sécurité et à l'efficacité du système de paiement dans son ensemble.

L'Eurosystème encourage l'harmonisation post-marché à l'échelle de l'ensemble du marché, de manière à soutenir la poursuite de l'intégration des marchés financiers en Europe. Dans le domaine de l'harmonisation de la gestion des garanties, l'objectif principal est d'œuvrer à la mise en place d'un règlement unique pour l'Europe sur le plan de la gestion des garanties, incluant des normes en la matière. En 2019, une première série de normes de ce type a été adoptée par le groupe consultatif de la BCE sur les infrastructures de marché pour les titres et les garanties (*ECB Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*), qui couvre [la gestion des garanties tripartites](#), [les opérations sur titres pour les instruments de dette](#) et [les procédures de facturation](#) ; ces normes devraient être mises en œuvre d'ici novembre 2022. Les groupes nationaux de parties prenantes (*National Stakeholder Groups*) ont été invités à préparer leurs plans d'adaptation respectifs en vue de se conformer à ces normes.

L'Eurosystème a également continué de favoriser l'harmonisation post-marché dans le domaine du règlement de titres, notamment [en suivant de près les progrès réalisés dans la mise en œuvre des normes et en assurant le suivi des lacunes éventuelles](#). Fin 2019, 90 % des marchés qui participent à T2S respectaient les normes d'harmonisation de base (contre 85 % en 2018).

L'Eurosystème est impliqué dans l'agrément de tous les DCT de la zone euro

Pour ce qui est des infrastructures de titres, l'Eurosystème, en sa qualité de banque centrale d'émission pour l'euro, participe à l'agrément, à l'examen et au contrôle réguliers des DCT au titre du [règlement relatif aux DCT](#). En fait, l'Eurosystème est la seule autorité actuellement impliquée dans l'agrément et l'examen de tous les DCT de la zone euro et, à ce titre, il contribue à faciliter une approche cohérente de ces derniers, jouant ainsi un rôle essentiel dans la garantie de la sécurité et de l'efficacité du règlement de titres.

S'agissant des contreparties centrales, l'Eurosystème, en sa qualité de banque centrale d'émission pour l'euro, a continué de contribuer aux activités des collèges d'autorités de surveillance créés dans le cadre du [règlement sur l'infrastructure du marché européen](#) (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR), et notamment à l'évaluation des demandes des contreparties centrales désireuses d'étendre leurs services ou d'introduire des modifications dans leurs modèles de risque. En outre, l'Eurosystème est représenté dans les groupes de gestion de crise créés, ou en passe de l'être, à l'échelle mondiale pour les contreparties centrales qui sont d'importance systémique dans plus d'une juridiction.

En 2019, l'Eurosystème a entamé des discussions relatives à la révision du cadre du règlement EMIR. L'objectif est de renforcer le cadre réglementaire régissant les contreparties centrales qui est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2020, et en particulier celles situées en dehors de l'UE. L'Eurosystème a également contribué à la préparation d'un règlement européen sur le redressement et la résolution des contreparties centrales, de même qu'il a participé aux tests de résistance des contreparties centrales menés à l'échelle de l'UE, notamment en ce qui concerne le risque de liquidité.

5 Les efforts en vue de soutenir le fonctionnement du marché et les services financiers offerts aux autres établissements

En octobre 2019, la BCE a commencé à publier le taux à court terme en euros (€STR), un nouveau taux d'intérêt de référence entièrement basé sur les données tirées du dispositif de collecte d'informations statistiques des marchés monétaires (Money Market Statistical Reporting, MMSR). L'€STR remplacera progressivement le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et devrait devenir un des principaux taux de référence sur les marchés de la zone euro. Le lancement du nouveau taux de référence a été bien anticipé par le secteur financier et n'a pas entraîné de perturbations importantes. La production journalière de l'€STR fonctionne bien et la méthodologie se révèle fiable. En 2019, la BCE a continué de gérer différentes opérations financières pour le compte de l'UE et de jouer un rôle de coordination générale dans le cadre des services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS). En outre, la BCE a décidé de commencer à publier des données supplémentaires concernant ses interventions sur les marchés des changes à partir d'avril 2020, afin d'améliorer la communication et la transparence dans ce domaine et conformément à ses pratiques en matière d'obligation de rendre compte dans d'autres domaines d'action (cf. encadré 6).

5.1 L'€STR, le nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour pour les marchés monétaires de la zone euro



La BCE a lancé le taux à court terme en euros (euro short-term rate, €STR)

Le 2 octobre 2019, la BCE a commencé à publier un nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour pour les marchés de la zone euro. Le taux à court terme en euros, ou €STR, reflète les coûts des opérations d'emprunt en blanc libellées en euros sur le marché de gros pour les banques de la zone euro. Ce taux robuste et fiable, calculé quotidiennement sur la base d'opérations éligibles représentant actuellement plus de 30 milliards d'euros et communiquées par 50 agents déclarants différents, devrait progressivement remplacer l'Eonia.

La méthodologie de l'€STR est conçue de manière à refléter pleinement la dynamique sous-jacente du marché monétaire. Le taux repose sur un large éventail d'opérations éligibles déclarées par les banques, qui ont été réalisées tant avec d'autres banques qu'avec des établissements financiers non bancaires, ce qui le rend résistant aux changements structurels sur le marché des opérations en blanc. En 2019, le volume quotidien moyen des opérations qui sous-tendent le calcul de l'€STR s'élevait à 31,1 milliards d'euros. La politique en matière de robustesse du volume de données sous-jacentes de l'€STR garantit la représentativité du taux en imposant : a) qu'au

moins 20 établissements déclarant actuellement leurs transactions dans le cadre du [règlement relatif à la collecte d'informations statistiques des marchés monétaires \(Money Market Statistical Reporting \(MMSR\) Regulation\)](#) envoient des contributions ; et b) que les cinq banques déclarant la plus grande part du volume ne représentent pas plus de 75 % du volume des transactions d'un jour donné. Si l'une de ces exigences n'est pas remplie, une procédure d'urgence à court terme est déclenchée, assurant ainsi la disponibilité du taux. Enfin, le taux est calculé comme une moyenne ajustée pondérée en fonction du volume, dans laquelle les quarts supérieur et inférieur du volume, qui correspondent aux opérations assorties des taux les plus bas et les plus élevés, sont éliminés, ce qui contribue à réduire l'influence des valeurs extrêmes (pour de plus amples détails sur la méthode de calcul de l'€STR, (cf. l'encadré 7 du chapitre 7).

L'€STR, un taux robuste et fiable basé sur un large éventail d'opérations éligibles, remplacera l'Eonia

L'€STR remplace progressivement l'Eonia, qui sera abandonné le 3 janvier 2022. Le 2 octobre 2019, à la suite des recommandations du [groupe de travail du secteur privé sur les taux sans risque pour l'euro](#) et d'une consultation publique, l'administrateur de l'Eonia – l'Institut du marché monétaire européen (*European Money Markets Institute*, EMMI) – en a modifié la méthodologie afin que, jusqu'à son abandon le 3 janvier 2022, il soit déterminé sur la base d'un *spread* fixe de 8,5 points de base au-dessus de l'€STR. Le groupe de travail sur les taux sans risque pour l'euro, qui a été créé en 2017 afin d'identifier et de recommander des taux sans risque pouvant servir de base à des indices de référence remplaçant ceux en vigueur actuellement, a fourni des orientations pour la transition de l'Eonia à l'€STR. Celles-ci incluent des [recommandations sur la façon d'aborder les contrats indexés sur l'Eonia](#), ainsi que des analyses des implications de ce changement pour les [produits, processus et modèles](#), pour la [comptabilité financière](#) et pour la [gestion des risques](#).

Les efforts de la BCE pour communiquer avec les utilisateurs des indices de référence en préparation du lancement de l'€STR, de même que les orientations et les recommandations du groupe de travail sur les taux sans risque pour l'euro, ont contribué au bon démarrage de l'€STR. Le lancement du nouveau taux de référence et la modification de la méthodologie de l'Eonia ont été bien anticipés par le secteur financier et n'ont pas entraîné de perturbations importantes. Par exemple, les systèmes internes ont été ajustés pour tenir compte du nouveau moment de publication du taux de référence, à savoir le matin du jour suivant la date de transaction. En outre, les premières opérations de marché indexées sur l'€STR, y compris les premières émissions de titres, ont été effectuées avec succès. Sur le marché des produits dérivés, les premières opérations de *swap* de gré à gré ont été réalisées lors du lancement du taux, tandis que certaines contreparties centrales de compensation ont commencé à proposer la compensation de produits fondés sur l'€STR peu de temps après, en octobre et en novembre.

La production journalière de l'€STR fonctionne bien et la méthodologie se révèle fiable

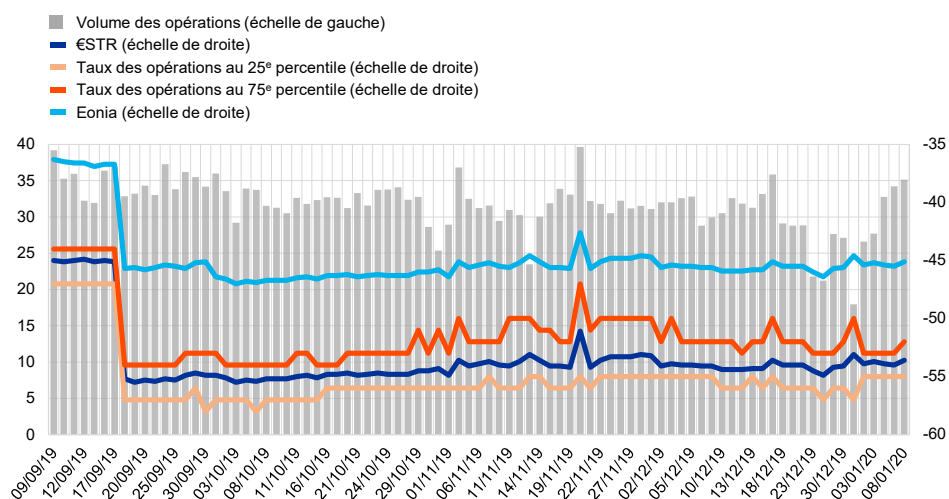
La production journalière de l'€STR fonctionne bien et la méthodologie se révèle fiable. Cette fiabilité peut être illustrée par deux exemples. Premièrement, la baisse du taux de la facilité de dépôt de la BCE, le 18 septembre 2019, s'est pleinement et immédiatement reflétée dans les données pré-€STR et, depuis le début de la publication de l'€STR, le taux et la distribution des transactions sous-jacentes dans la fourchette intermédiaire sont restés relativement stables. Deuxièmement, le jour férié

du 3 octobre 2019 en Allemagne a eu une incidence négligeable sur le taux et sur ses divers paramètres de calcul. Si la valeur des opérations déclarées a diminué ce jour-là de 4,3 milliards d'euros par rapport à la veille, le nombre de banques participantes et la concentration du volume de transactions communiqué par les cinq banques représentant la plus grande part du volume sont restés à une distance confortable des seuils définis dans le cadre de la politique en matière de robustesse du volume de données sous-jacentes expliquée ci-avant. En outre, la volatilité de l'€STR est demeurée limitée, ce qui illustre la résilience de la méthodologie face à de tels événements.

Graphique 23

L'€STR depuis le 9 septembre 2019

(échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en points de base)



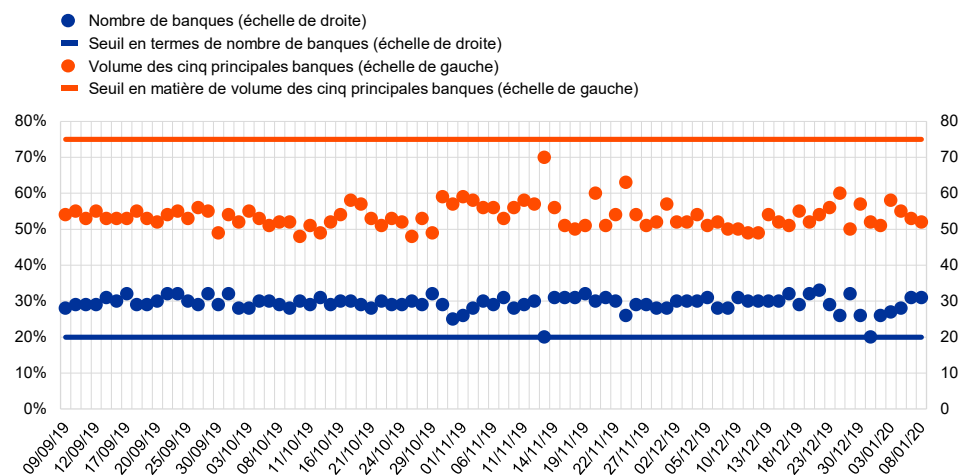
Source : BCE.

Note : Pré-€STR jusqu'au 30 septembre, €STR à partir du 1^{er} octobre.

Graphique 24

Paramètres en matière de robustesse du volume de données sous-jacentes de l'€STR depuis le 9 septembre 2019

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : nombre de banques)



Source : BCE.

Note : Pré-€STR jusqu'au 30 septembre, €STR à partir du 1^{er} octobre.

Les intervenants de marché doivent fournir des efforts supplémentaires afin de constituer des marchés au comptant et de produits dérivés en €STR suffisamment liquides

Alors que l'utilisation de l'€STR s'accélère, les intervenants de marché doivent fournir des efforts supplémentaires afin de constituer des marchés au comptant et de produits dérivés en €STR suffisamment liquides. Le recours à l'€STR devrait être étendu à l'ensemble des compartiments de marché – c'est-à-dire ne pas être uniquement considéré comme un taux de remplacement pour l'Eonia sur le marché des produits dérivés, mais être également exploité dans des cas où d'autres taux d'intérêt de référence seraient normalement utilisés. Parmi les exemples d'un tel usage des deux côtés du bilan figurent les émissions d'obligations et l'octroi de prêts.

L'€STR pourrait servir de solution de repli pour les contrats référencés sur l'Euribor et de taux de remplacement pour celui-ci

L'€STR permet également de remédier aux risques liés aux « taux interbancaires offerts » (*Interbank Offered Rates, IBOR*), dans le cadre de la réforme globale de ces indices. Comme l'a recommandé le Conseil de stabilité financière ⁴⁵, le recours à des taux quasi sans risque au jour le jour devrait être encouragé sur l'ensemble des marchés de taux d'intérêt à l'échelle mondiale lorsque cela s'avère opportun et les contrats faisant référence aux taux IBOR devraient comporter des dispositions de repli robustes. Dans la zone euro, l'agrément de l'administrateur de l'Euribor, le 3 juillet 2019, a permis de continuer d'utiliser cet indice de référence ; en outre, contrairement à ce qui est prévu pour le Libor, un abandon de l'Euribor n'est pas à l'ordre du jour. Néanmoins, la viabilité à long terme de l'Euribor ne peut pas être tenue pour acquise : elle dépend, tout d'abord, de la stabilité du panel de banques participantes et, ensuite, de l'évolution de l'activité du marché monétaire que l'Euribor vise à mesurer. Bien que les autorités compétentes soient en mesure de fournir un filet de sécurité temporaire consistant en des contributions obligatoires à l'indice de référence ou en l'administration obligatoire de celui-ci en vertu du [règlement de l'UE concernant les indices de référence](#), ce mécanisme est restreint par nature et limité dans le temps.

⁴⁵ Cf. « [Reforming major interest rate benchmarks – Progress report](#) », Conseil de stabilité financière, 18 décembre 2019.

Par conséquent, l'€STR – de même que les structures par terme fondées sur l'€STR – pourrait servir de solution de repli pour les contrats référencés sur l'Euribor et de taux de remplacement pour celui-ci. D'autres pays, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et la Suisse, recourent déjà de manière croissante à des taux au jour le jour similaires à l'€STR et encouragent fortement leur utilisation comme moyen de remédier aux incertitudes liées au Libor.

5.2 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE

La BCE est responsable de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE liées au [mécanisme de soutien financier à moyen terme](#) (*medium-term financial assistance*, MTFA)⁴⁶ et au [mécanisme européen de stabilisation financière](#) (MESF)⁴⁷. En 2019, la BCE a traité le paiement des intérêts relatifs aux prêts accordés dans le cadre du MTFA. L'encours total au titre de ce mécanisme se chiffrait à 200 millions d'euros au 31 décembre 2019. En 2019, la BCE a également traité une série de paiements et de versements d'intérêts dans le cadre des prêts octroyés au titre du MESF. L'encours total dans le cadre de ce mécanisme se montait à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2019.

La BCE traite des paiements pour divers programmes de prêts de l'UE

De même, la BCE est responsable de la gestion de paiements liés à des opérations relevant du [Fonds européen de stabilité financière](#) (FESF)⁴⁸ et du [Mécanisme européen de stabilité](#) (MES)⁴⁹. En 2019, la BCE a traité une série de paiements d'intérêts et de commissions relatifs à deux prêts accordés dans le cadre du FESF. La BCE a également traité des paiements dans le cadre des souscriptions des membres du MES au capital autorisé de celui-ci.

Enfin, la BCE assume la responsabilité d'effectuer tous les paiements afférents à la convention de prêt dont bénéficie la Grèce⁵⁰. L'encours total au titre de cet accord s'élevait à 52,9 milliards d'euros au 31 décembre 2019.

⁴⁶ Conformément à l'article 141, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, aux articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du SEBC et à l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002.

⁴⁷ Conformément aux articles 122, paragraphe 2, et 132, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC et à l'article 8 du règlement (UE) n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010.

⁴⁸ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3, paragraphe 5, de l'accord-cadre régissant le FESF).

⁴⁹ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 5.12.1 des conditions générales du MES relatives aux conventions d'assistance financière).

⁵⁰ Dans le cadre de la convention de prêt entre les États membres dont la monnaie est l'euro (autres que la Grèce et l'Allemagne) et le Kreditanstalt für Wiederaufbau (agissant dans l'intérêt public, soumis aux instructions de la République fédérale d'Allemagne et bénéficiant de la garantie de la République fédérale d'Allemagne) en tant que prêteurs, d'une part, et la République hellénique en tant qu'emprunteur ainsi que la Banque de Grèce en tant qu'agent de l'emprunteur, d'autre part, et en vertu des articles 17 et 21.2 des statuts du SEBC et de l'article 2 de la [décision BCE/2010/4](#) du 10 mai 2010.

5.3 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves

Plusieurs banques centrales de l'Eurosystème offrent des services dans le cadre des ERMS

En 2019, un large éventail de services financiers a continué d'être offert dans le cadre des services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves (*Eurosystem Reserve Management Services*, ERMS) instaurés en 2005 pour la gestion des actifs libellés en euros et mis en réserve par des clients de l'Eurosystème. Un certain nombre de banques centrales nationales de l'Eurosystème (ci-après « les prestataires de services de l'Eurosystème ») proposent aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux organismes gouvernementaux de pays n'appartenant pas à la zone euro, de même qu'aux organisations internationales, la gamme complète des services d'investissement selon des modalités harmonisées et conformément aux normes du marché. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, suit le bon fonctionnement des services, encourage les modifications visant à améliorer le cadre et prépare des rapports y afférents pour le Conseil des gouverneurs.

En 2019, une banque centrale supplémentaire a commencé à proposer des ERMS, ce qui porte à dix le nombre total de prestataires de services de l'Eurosystème. Le nombre de comptes de clients gérés dans le cadre des ERMS s'élevait à 273 fin 2019, contre 277 fin 2018. L'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés dans le cadre des ERMS a diminué de quelque 7,5 % en 2019 par rapport à 2018.

Encadré 6

La BCE renforce la publication de données relatives aux interventions sur le marché des changes

Le 26 septembre 2019, le Conseil des gouverneurs a décidé de publier des données supplémentaires relatives aux interventions de la BCE sur le marché des changes à partir d'avril 2020. L'objectif de cette nouvelle publication est de renforcer la communication et la transparence à cet égard, conformément aux pratiques en matière d'obligation de rendre compte appliquées dans d'autres domaines d'action, tout en préservant la capacité de la BCE d'intervenir efficacement sur le marché des changes. Dans le cas du programme d'achats d'actifs, à titre d'exemple de pratiques en matière d'obligation de rendre compte, l'Eurosystème fournit régulièrement des données sur le volume des achats et leur répartition entre les programmes et les pays.

Le taux de change n'est pas un objectif pour la BCE dans le cadre de son mandat. Depuis l'introduction de l'euro, la BCE est intervenue à deux reprises sur le marché des changes : en 2000 et 2011 (cf. tableau A). La BCE est intervenue pour la première fois en 2000 en raison de préoccupations relatives aux répercussions internationales et internes de l'évolution du taux de change de l'euro, et notamment à son incidence sur la stabilité des prix. La BCE a tout d'abord effectué une intervention coordonnée avec les autorités américaines et japonaises le 22 septembre, puis elle est intervenue de façon unilatérale en novembre. La deuxième fois, la BCE est intervenue de manière coordonnée avec les autorités américaines, britanniques et canadiennes le 18 mars 2011, à la demande des autorités nippones, en réponse aux mouvements du taux de change du yen associés aux événements tragiques survenus au Japon.

Tableau A

Interventions de la BCE sur le marché des changes à ce jour

Période	Date	Type d'intervention	Paire de devises	Devise achetée	Montant brut (millions d'euros)	Montant net (millions d'euros)
T3 2000	22/09/2000	Coordonnée	EUR/USD	EUR	1 640	1 640
	22/09/2000	Coordonnée	EUR/JPY	EUR	1 500	1 500
T4 2000	03/11/2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	2 890	2 890
	03/11/2000	Unilatérale	EUR/JPY	EUR	680	680
	06/11/2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	1 000	1 000
	09/11/2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	1 700	1 700
	09/11/2000	Unilatérale	EUR/JPY	EUR	800	800
T1 2011	18/03/2011	Coordonnée	EUR/JPY	EUR	700	700

Source : BCE.

Grâce à cette modification de sa politique de publication, la BCE fournira des données relatives aux interventions sur le marché des changes au moyen d'une approche structurée et systématique en termes de fréquence et de couverture des données. La BCE a déjà utilisé plusieurs canaux pour publier des informations relatives aux interventions sur le marché des changes, notamment les situations financières hebdomadaires, les *Comptes annuels* et le *Rapport annuel*. À l'avenir, la BCE communiquera des données relatives aux interventions sur le marché des changes sous la forme d'un tableau publié sur son site internet et dans son *Rapport annuel*. Le tableau publié sur le site internet sera actualisé trimestriellement, avec un décalage d'un trimestre. Lors de la première publication, le tableau présentera l'ensemble des données historiques relatives aux interventions sur le marché des changes depuis 1999. Le Rapport annuel de la BCE fournira dorénavant aussi des informations générales complémentaires et résumera, le cas échéant, toute nouvelle évolution s'agissant des interventions de change. De plus, les *Comptes annuels* de la BCE indiqueront si des interventions de change ont été réalisées ou non au cours de l'année sous revue. Le commentaire de la situation financière hebdomadaire comportera également une référence générale à toute intervention ayant eu lieu la semaine précédente, comme ce fut le cas précédemment en 2000 et 2011.

Le nouveau cadre en matière de publication de données couvrira les interventions sur le marché des changes effectuées par la BCE unilatéralement et en coordination avec d'autres autorités, ainsi que les interventions de change « aux marges » dans le cadre du mécanisme de change européen (MCE II)⁵¹. Il englobera le montant total (net et brut), la direction (vente ou achat), la ventilation par devise et la ou les date(s) d'intervention. Dans un souci de transparence totale, l'absence d'intervention sur le marché des changes sera aussi mentionnée explicitement dans le tableau trimestriel.

Cette décision met la politique de communication de la BCE sur les interventions de change en conformité avec les pratiques en matière d'obligation de rendre compte qu'elle a développées dans d'autres domaines au fil des années. Ces pratiques vont au-delà de ce qui est strictement exigé par le

⁵¹ Les interventions aux marges dans le cadre du mécanisme de change européen (MCE II) sont des interventions menées lorsque le taux de change d'une devise par rapport à l'euro atteint les marges de sa bande de fluctuation préalablement convenue (c'est-à-dire la fourchette dans laquelle les devises participant au MCE II sont autorisées à fluctuer par rapport à l'euro). En principe, ces interventions sont automatiques et illimitées.

traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. De cette manière, la BCE fournit au grand public et aux marchés financiers des informations pertinentes sur sa stratégie, ses évaluations et ses décisions de politique monétaire. Cela lui permet de renforcer sa crédibilité en faisant preuve de transparence sur la manière dont elle accomplit ses missions. Chaque banque centrale participant au MCE II demeure responsable de la publication des données relatives aux interventions sur le marché des changes conformément à sa propre pratique.

6 Un plus grand nombre de billets et un faible niveau de contrefaçon

La BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro sont responsables de l'émission des billets en euros au sein de la zone euro, ainsi que de la garantie de la disponibilité des espèces et du maintien de la confiance dans la monnaie. Le nombre et la valeur des billets en euros en circulation sont en augmentation depuis leur introduction en 2002 et, de manière générale, ils progressent à un rythme plus rapide que la croissance économique. En 2019, le nombre de contrefaçons est resté faible, grâce à une combinaison de facteurs, parmi lesquels des signes de sécurité renforcés dans la nouvelle série « Europe », la coopération continue avec les autorités répressives, la communication régulière avec le public et la formation offerte aux professionnels appelés à manipuler des espèces. L'introduction, en mai 2019, des nouvelles coupures de 100 et 200 euros dotées de nouveaux signes de sécurité innovants a clôturé la série « Europe ».

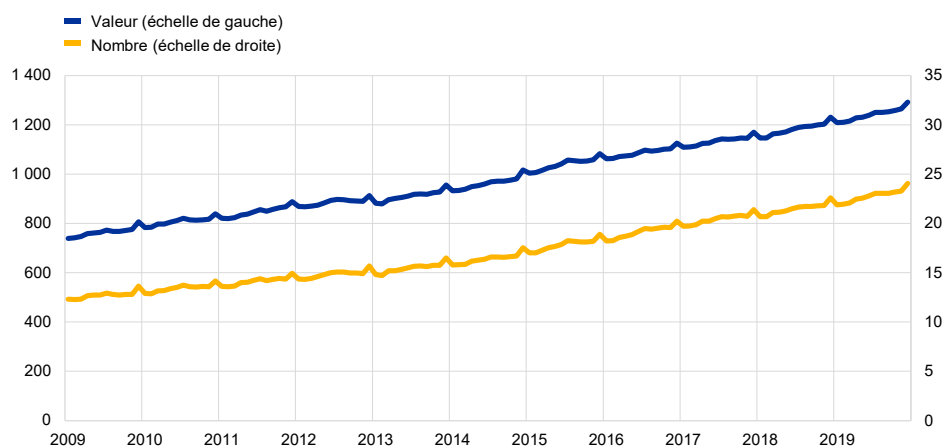
6.1 La circulation des billets a poursuivi sa progression

En 2019, le nombre et la valeur des **billets en euros en circulation** ont augmenté de, respectivement, 6,4 % et 5,0 % environ. Il y avait, à la fin de l'année, 24,1 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur totale de 1 293 milliards d'euros (cf. graphiques 25 et 26). Le billet de 50 euros représentait près de la moitié du nombre et de la valeur des billets en circulation. Le billet de 200 euros, qui a satisfait une partie de la demande pour le billet de 500 euros, dont l'émission a pris fin, a, de loin, affiché le taux de croissance annuel le plus élevé, atteignant 61,4 % en 2019. La valeur totale des billets de 100 euros en circulation s'établissait fin 2019 à 305 milliards d'euros, ce qui correspond à la valeur combinée de toutes les coupures en euros qui étaient en circulation en juillet 2002. La croissance des billets de 100 et de 50 euros est restée vigoureuse, à 8,8 % et 7,4 % respectivement.

Graphique 25

Nombre et valeur des billets en euros en circulation

(échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en milliards)

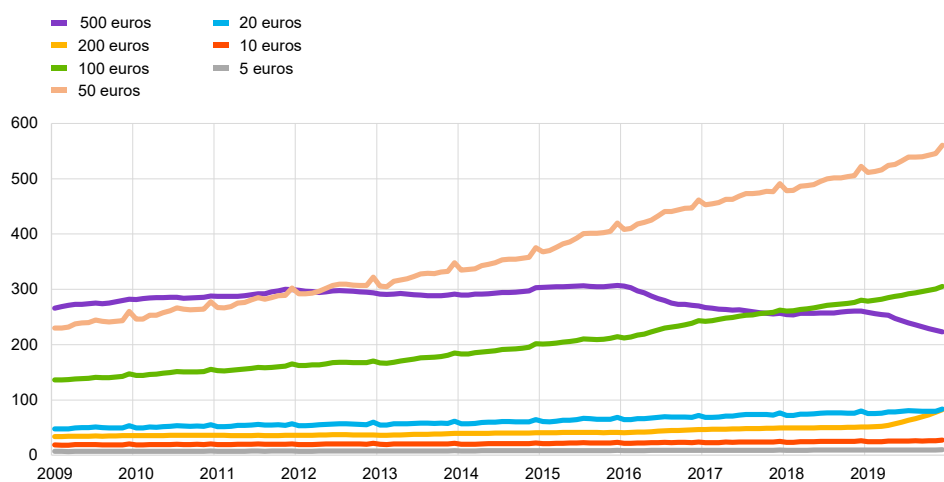


Source : BCE.

Graphique 26

Valeur des billets en euros en circulation par coupure

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

En valeur, un tiers des billets en euros sont détenus à l'extérieur de la zone euro

On estime que, en valeur, un tiers environ des billets en euros en circulation sont détenus à l'extérieur de la zone euro, principalement dans les pays limitrophes. Il s'agit majoritairement de grosses coupures. Ces billets sont utilisés comme réserve de valeur et à des fins de transaction sur les marchés internationaux.

La production des billets en euros est répartie entre les BCN de la zone euro, lesquelles ont assuré conjointement la production de quelque 3,7 milliards de billets en 2019.

En 2019, le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 3,3 %, pour s'établir à 135,1 milliards en fin d'année. La valeur des pièces en circulation est

passée à 30 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 3,4 % par rapport à fin 2018.

En 2019, les BCN de la zone euro ont vérifié l'authenticité et la qualité de quelque 30 milliards de billets, retirant de la circulation environ cinq milliards de billets impropres. L'Eurosystème a également poursuivi ses efforts d'aide aux fabricants d'équipements pour s'assurer que leurs machines répondent aux normes fixées par la BCE pour les équipements utilisés afin de vérifier l'authenticité et la qualité des billets avant de remettre ceux-ci en circulation. En 2019, les établissements de crédit et les professionnels appelés à manipuler des espèces ont ainsi examiné quelque 38 milliards de billets en euros.

Introduction des nouvelles coupures de 100 et 200 euros et arrêt de l'émission des coupures de 500 euros



Les nouvelles coupures de 100 et 200 euros ont été mises en circulation

Le 28 mai 2019, les nouvelles coupures de 100 et 200 euros ont été mises en circulation. L'introduction de ces nouveaux billets a clôturé la série « Europe », qui avait été lancée en 2013 avec la coupure de 5 euros.

Toutes les BCN de la zone euro ont cessé d'émettre le billet de 500 euros entre janvier et avril 2019. Comme c'est le cas pour les autres coupures de la première série de billets en euros, le billet de 500 euros continuera d'avoir cours légal et pourra dès lors encore être utilisé comme moyen de paiement et comme réserve de valeur. Les billets de la première série (y compris le billet de 500 euros) conserveront toujours leur valeur ; ils pourront en effet être échangés auprès des BCN de la zone euro pendant une période illimitée.

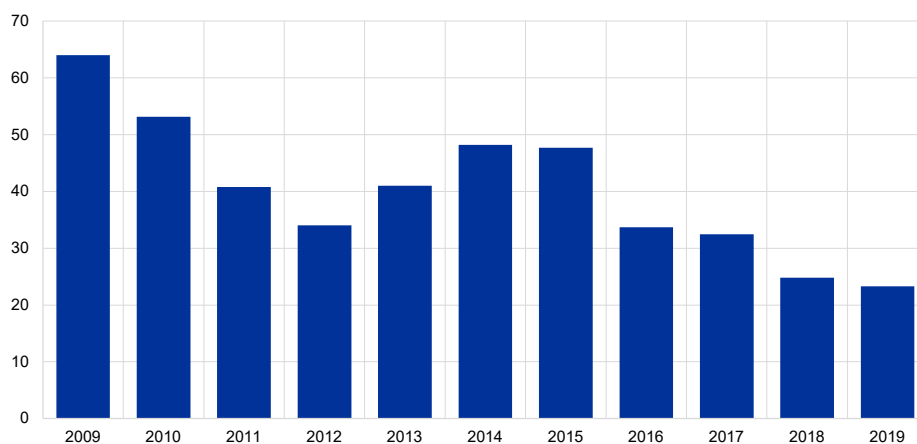
6.2 La contrefaçon des billets en euros est restée faible en 2019

Le nombre total de billets en euros contrefaits est resté faible en 2019 : quelque 559 000 faux billets ont été retirés de la circulation. Ce nombre peu élevé résulte de la combinaison de plusieurs facteurs, parmi lesquels des signes de sécurité renforcés pour la nouvelle série « Europe », la coopération avec les autorités répressives et les efforts consentis sur les plans de la communication et de la formation aux niveaux européen et national. Comparativement au nombre de billets en euros authentiques en circulation, la proportion de contrefaçons a continué de se réduire et est très limitée. Le graphique 27 met en évidence l'évolution sur une longue période du nombre de faux billets retirés de la circulation.

Graphique 27

Nombre de faux billets en euros par million de coupures authentiques en circulation

(parts par million)



Source : BCE.

Les faussaires produisent principalement des faux billets de 20 et de 50 euros, qui représentaient conjointement plus de 70 % du nombre total de contrefaçons retirées de la circulation en 2019. La part des fausses coupures de 50 euros s'est repliée en 2019.

La BCE recommande au public de rester vigilant lorsqu'il reçoit des billets et de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder, incliner »

En dépit de l'atténuation du caractère trompeur des fausses coupures retirées de la circulation, la BCE continue de recommander au public de rester vigilant lorsqu'il reçoit des billets, de se rappeler le test consistant à « **toucher, regarder, incliner** » et de ne pas se fier à un seul signe de sécurité. En outre, des formations sont proposées en permanence aux professionnels manipulant des espèces, tant en Europe que hors Europe, et des supports d'information actualisés sont mis à la disposition du public en vue de soutenir la lutte de l'Eurosystème contre la contrefaçon. L'étroite collaboration de la BCE avec Europol, Interpol et la Commission européenne sert également cet objectif.

6.3 La poursuite d'un objectif de « verdissement » des billets de banque

En 2004, l'Eurosystème a réalisé une évaluation du cycle de vie des billets en euros sur la base de la série de normes ISO 14040, ouvrant la voie à l'analyse de l'incidence environnementale des billets sur l'ensemble de leur cycle de vie. Cette évaluation complexe a constitué la source principale d'information pour la mise en œuvre de mesures visant à réduire l'incidence environnementale des billets de banque en euros. L'Eurosystème a, par exemple, mis en place un régime d'accréditation pour les fabricants de billets en euros et de leurs composants, qui comprend un système de *management* environnemental et qui met notamment l'accent sur la transition vers un objectif d'utilisation exclusive de fibres de coton durable dans le papier entrant dans la composition des billets de banque en euros.

L'Eurosystème a également procédé au suivi, sur une base annuelle, des données-clés relatives à la consommation et aux émissions de tous les fabricants accrédités, en vue d'améliorer la performance environnementale du processus de production.

7 Les statistiques

La BCE, assistée par les banques centrales nationales (BCN), développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques et de données nécessaires pour appuyer la politique monétaire de la zone euro, la stabilité financière et différentes autres missions du Système européen de banques centrales (SEBC), de même que les fonctions du Comité européen du risque systémique (CERS). Ces statistiques sont également utilisées par les autorités publiques, par les intervenants sur les marchés financiers, par les médias et par le grand public, ce qui contribue à la réalisation de l'objectif de transparence visé par la BCE.

Le présent chapitre est axé sur la manière de limiter la charge de déclaration pour les banques, ainsi que sur les statistiques relatives aux Fintech, y compris les crypto-actifs. Deux encadrés mettent l'accent, respectivement, sur le processus de détermination indépendant pour le taux à court terme (€STR) fondé sur l'orientation applicable (encadré 7) et sur la stratégie à moyen terme pour les statistiques des comptes financiers, ainsi que sur la fixation d'objectifs pour les années à venir (encadré 8).

7.1 Limiter la charge de déclaration

La crise financière a entraîné un alourdissement de la charge de déclaration

La crise financière a révélé les limites des statistiques agrégées dans la fourniture des informations nécessaires pour assister les responsables de la politique économique dans une situation de fragmentation accrue entre les pays, les secteurs et les marchés. La BCE a réagi à ces limitations en adoptant de nouveaux actes juridiques lui permettant d'obtenir des données granulaires supplémentaires qui répondent aux besoins en matière de données des politiques monétaire, microprudentielle et macroprudentielle, par exemple des séries de données statistiques telles que AnaCredit, les statistiques sur les détentions de titres et les statistiques du marché monétaire. Il en a résulté une augmentation de la charge de déclaration pour les banques.

Un autre problème auquel le secteur bancaire est confronté est le manque d'harmonisation entre les pays au niveau des dispositifs de déclaration, lequel découle de l'approche traditionnelle du SECB dans laquelle les BCN peuvent s'acquitter de leurs obligations statistiques européennes au travers de leurs cadres de déclaration nationaux.

Si les rapports statistiques présentent un degré élevé d'harmonisation conceptuelle dans l'ensemble de la zone euro, dans la pratique, un nombre important de rapports statistiques distincts doivent être soumis aux BCN, lesquels affichent des fréquences et des délais de transmission divers, de même que des niveaux d'agrégation différents.

En outre, les rapports statistiques se recouvrent partiellement, un large éventail de rapports étant exigés par les contrôleurs bancaires. Cela conduit à des redondances et à des chevauchements, ainsi qu'à des calendriers et des processus de déclaration complexes.

À juste titre, le secteur bancaire a mis en lumière cette situation et a appelé à réduire largement les coûts d'élaboration et de mise en œuvre des obligations de déclaration⁵², tout en maintenant l'efficacité de la réglementation et en renforçant encore davantage la qualité des données.

L'*Integrated Reporting Framework* consolide les exigences statistiques actuelles du SEBC en ce qui concerne les banques

Dans ce contexte, le SEBC a commencé à œuvrer, en 2016, à la consolidation des exigences statistiques existantes pour les banques en développant un *Integrated Reporting Framework* (IReF), destiné à proposer une solution intégrée pour les déclarations statistiques du SEBC dans les différents pays et les différents domaines statistiques. Les données collectées dans ce nouveau cadre, qui devrait être mis en œuvre entre 2024 et 2027, seront plus granulaires que dans les séries de données existantes⁵³, ce qui permettra de couvrir les obligations actuelles dans un cadre unique et d'éviter les doublons chaque fois que cela est possible. Par conséquent, alors que le volume des données va significativement s'accroître, les banques devront procéder à moins de classifications et d'agrégations statistiques, qui sont des activités coûteuses en ressources ; ces tâches seront effectuées par le SEBC, avec une amélioration générale attendue de la qualité des données. L'IReF utilisera un modèle et un dictionnaire de données uniques, qui devraient permettre de normaliser complètement les définitions et de garantir une robustesse méthodologique. Les données granulaires sont intrinsèquement flexibles en ce sens qu'elles peuvent être combinées de différentes manières pour fournir de nouveaux produits et services, ce qui pourrait diminuer la fréquence des adaptations du cadre de déclaration légal et, dans le même temps, réduire la nécessité pour les autorités d'introduire des demandes ponctuelles de données.

Le *Banks' Integrated Reporting Dictionary* complète l'*Integrated Reporting Framework*

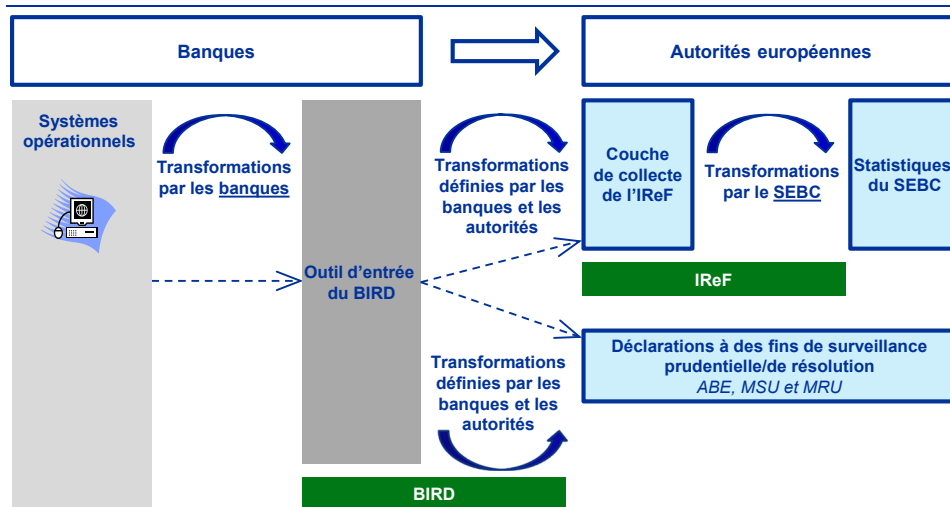
Comme le montre la figure 2, la stratégie globale du SEBC en matière de collecte de données en provenance des banques prévoit également d'aider les agents déclarants à optimiser l'organisation des informations contenues dans leurs systèmes opérationnels internes (par exemple, en matière de comptabilité, de gestion des risques, de valeurs mobilières ou de dépôts) dans un outil d'entrée, qui pourrait ensuite servir de base pour répondre à toutes les obligations de déclaration applicables fondées sur des règles de transformation normalisées. À cette fin, un groupe composé de représentants de la BCE, de certaines BCN de la zone euro et du secteur bancaire élabore un *Banks' Integrated Reporting Dictionary* (BIRD). Le champ d'application du BIRD s'étend au-delà des séries de données statistiques du SEBC pour couvrir les déclarations à des fins de surveillance prudentielle et de résolution.

⁵² Cf. par exemple « *Boosting Europe* » Fédération bancaire européenne, 2019.

⁵³ Nous nous référons principalement ici aux séries de données liées aux obligations de déclaration des institutions de dépôts mentionnées dans les règlements statistiques de la BCE concernant les rubriques du bilan et les taux d'intérêt des institutions financières monétaires, dans le module sectoriel du règlement concernant les statistiques sur les détentions de titres et dans le règlement AnaCredit relatif à la collecte de données granulaires sur le crédit et le risque de crédit.

Figure 2

La stratégie du SEBC pour la collecte de données en provenance des banques



Notes : ABE : Autorité bancaire européenne ; MSU : Mécanisme de surveillance unique ; MRU : Mécanisme de résolution unique.

Le SEBC procède à une analyse coûts-bénéfices de l'Integrated Reporting Framework

En 2018, le SEBC a décidé de lancer une analyse coûts-bénéfices de l'IReF en étroite coopération avec le secteur bancaire et d'autres parties prenantes concernées, en vue d'évaluer l'incidence de l'initiative du côté tant de l'offre que de la demande. La première étape a consisté en un questionnaire visant à dresser un bilan qualitatif de l'état d'avancement des rapports statistiques dans les différents domaines et pays, afin d'identifier les principaux facteurs de coût et les avantages potentiels de l'IReF. En 2019, le Comité des statistiques du SEBC a évalué les résultats du questionnaire visant à dresser un bilan qualitatif et a élaboré des scénarios concrets pour l'IReF portant sur différents aspects de la collecte de données et de la production statistique. La prochaine étape en 2020 consistera à évaluer les coûts et les avantages de ces scénarios au moyen d'un questionnaire. Ceux-ci ont été élaborés par des groupes de discussion associant des experts de terrain du SEBC et, pour certains thèmes, des représentants du secteur bancaire. Le nouveau questionnaire reposera sur un projet de dispositif de déclaration de l'IReF, qui permettra aux répondants d'évaluer les scénarios sur la base de propositions concrètes d'obligations de déclaration. Le SEBC évaluera ensuite les résultats et, si ceux-ci soutiennent l'IReF, il déterminera les caractéristiques optimales qui conviendraient le mieux au secteur, ainsi qu'aux utilisateurs et aux producteurs de statistiques du SEBC.

Si le résultat de l'analyse coûts-bénéfices globale est satisfaisant, le Conseil des gouverneurs de la BCE pourrait décider de mettre en place l'IReF. Un projet de règlement de la BCE serait élaboré en vue d'une consultation publique avant son adoption et sa mise en œuvre. Les exigences de l'IReF seraient contraignantes pour l'ensemble des banques de la zone euro.

7.2 Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro

Les Fintech et les crypto-actifs

La BCE surveille le phénomène des crypto-actifs et les Fintech

Des statistiques relatives aux innovations technologiques qui sont utilisées pour le support ou la fourniture de services financiers (Fintech) sont en cours de développement et d'amélioration, afin de continuer de répondre aux besoins statistiques des utilisateurs dans un monde en pleine mutation sur le plan numérique. En particulier, la Direction générale des statistiques de la BCE a développé, début 2019, une série de données internes sur les crypto-actifs, ainsi qu'un ensemble d'indicateurs principalement fondés sur les données agrégées accessibles au public. Après avoir fait l'objet de contrôles de qualité et avoir été complétés par d'autres données provenant de sources commerciales ⁵⁴, cette série de données et cet ensemble d'indicateurs ont contribué au suivi par la BCE du phénomène des crypto-actifs ⁵⁵. L'utilisation de technologies de mégadonnées a permis à la BCE de créer un ensemble automatisé de procédures pour la collecte, le traitement et l'intégration de plusieurs séries de données sur les crypto-actifs. L'examen de la classification statistique des crypto-actifs représente une composante importante de ces travaux. S'agissant des Fintech, alors que les débats sur les définitions statistiques les concernant ainsi que sur les besoins en données connexes se déroulent également au sein des instances internationales ⁵⁶, la BCE développe une série expérimentale de données internes sur les entités Fintech dans la zone euro ⁵⁷, en phase avec des initiatives similaires mises en œuvre dans certaines BCN de la zone euro. L'objectif est de mieux comprendre les liens entre le secteur financier et les Fintech, les opportunités qu'offrent ces dernières et les risques qu'elles présentent.

Encadré 7

Un processus de détermination indépendant pour le taux à court terme en euros (€STR)

Après deux années d'intenses préparatifs de la part de l'Eurosystème et des banques déclarantes, la BCE a publié le taux à court terme en euros (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019 (cf. section 5.1). L'€STR, qui reflète les coûts des opérations d'emprunt en blanc au jour le jour libellées en euros sur le marché de gros pour les banques de la zone euro, est calculé et publié par la fonction statistique de la BCE, ce qui garantit que la détermination du taux est distincte des fonctions de politique monétaire de la BCE. Conformément à l'[orientation sur le taux à court terme en euros](#)

⁵⁴ Cf. « [Dataset and indicators to monitor the crypto-assets phenomenon](#) », présentation des services de la BCE ; un article sur ce sujet rédigé par les services de la BCE paraîtra également dans le prochain *Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) Working Group on Fintech data report (H1 2020)*.

⁵⁵ Cf. ECB Crypto-Assets Task Force, « [Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures](#) », *Occasional Paper Series*, n° 223, BCE, mai 2019, et l'article intitulé « [Comprendre le phénomène des crypto-actifs, ses risques et les problèmes de mesure](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

⁵⁶ Cf. « [2018 IFC Annual Report](#) », Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, Banque des règlements internationaux, mars 2019.

⁵⁷ Cf. « [Characterisation of the euro area fintech scene](#) », *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, BCE, mars 2020.

(€STR), un cadre de contrôle a été créé afin de protéger l'intégrité et l'indépendance du processus de détermination et de gérer tout conflit d'intérêts avéré ou potentiel.

L'orientation sur l'€STR établit la responsabilité de la BCE concernant l'administration du taux, ainsi que les missions et les responsabilités de la BCE et des BCN relatives à leur contribution au processus de détermination de l'€STR et d'autres procédures du métier. Conformément à l'orientation sur l'€STR, un comité de surveillance interne a été créé pour examiner et contester tous les aspects du processus de détermination de l'€STR et faire rapport sur ceux-ci. En outre, le processus de détermination de l'€STR fait l'objet d'audits internes et externes réguliers. Afin de garantir que les procédures de l'€STR sont conformes aux meilleures pratiques internationales, les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) régissant les indices de référence financiers sont transposés dans l'orientation sur l'€STR, lorsque cela est pertinent et approprié.

La BCE a publié l'€STR pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant les activités de négociation du 1^{er} octobre 2019. L'€STR est publié sur le site internet de la BCE ⁵⁸ à 8 heures (heure d'Europe centrale) chaque jour ouvré TARGET2, sur la base des opérations effectuées et réglées le jour ouvré TARGET2 précédent. Si, après la publication, des erreurs sont détectées ayant une incidence de plus de 2 points de base, l'€STR est révisé et republié le même jour à 9 heures (heure d'Europe centrale). Passé ce délai, l'€STR n'est plus révisé. Immédiatement après sa publication par la BCE, l'€STR est mis à disposition par des fournisseurs de données commerciales via des flux de données de marché en temps réel. Afin de favoriser la transparence du processus de détermination de l'indice de référence, la BCE publie périodiquement des informations succinctes sur les erreurs dépassant 0,1 point de base qui sont détectées après la publication régulière et qui ne correspondent pas aux critères de republication.

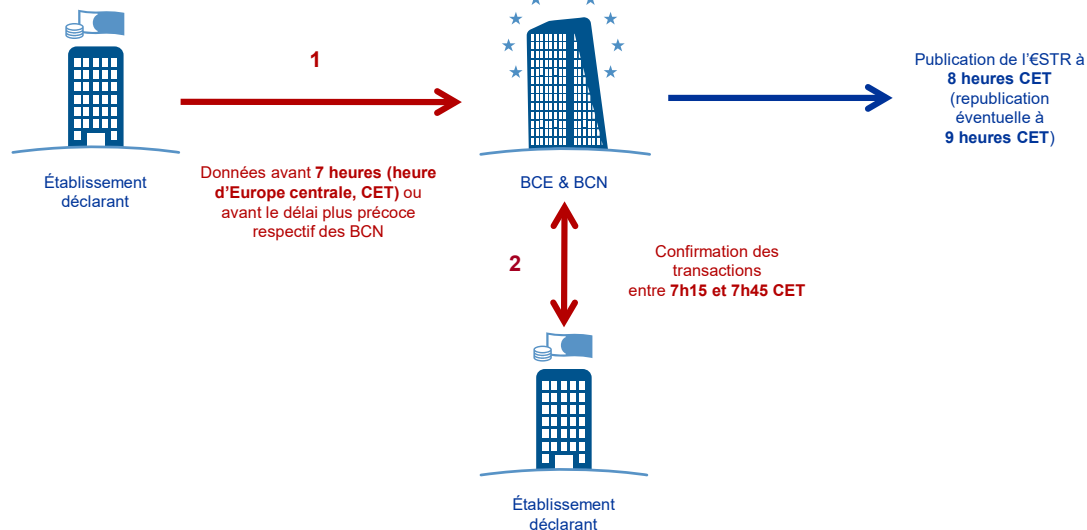
L'€STR est entièrement basé sur les transactions effectives en euros déclarées par les banques conformément au [règlement concernant les statistiques des marchés monétaires \(MMSR\)](#), tel que modifié récemment pour améliorer la disponibilité de statistiques de haute qualité sur le marché monétaire de l'euro ⁵⁹. Les agents déclarants dans le cadre du MMSR – au nombre de 50 à la date d'arrêté des données dans le présent Rapport – transmettent les données soit de manière indirecte via les BCN respectives (la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France ou la Banca d'Italia), soit directement à la BCE avant 7 heures (heure d'Europe centrale) (cf. figure A). Les données sont ensuite soumises à un processus d'assurance-qualité, qui comprend un ensemble de vérifications techniques, un grand nombre de tests de cohérence et une série de contrôles de qualité ciblés des données afin de déterminer quelles transactions devraient, le cas échéant, être exclues du calcul de l'€STR. Le processus de confirmation des opérations se déroule entre 7h15 et 7h45 (heure d'Europe centrale). Au cours de ce processus, la BCE, en coopération avec les BCN, demande aux établissements déclarants de vérifier que les transactions identifiées sont correctes.

⁵⁸ L'€STR est publié sur le [site internet de la BCE](#), via la plateforme de diffusion des informations de marché (*Market Information Dissemination, MID*) de la BCE et dans l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse, SDW*) de la BCE, la plateforme MID constituant le principal canal de publication.

⁵⁹ Les obligations de déclaration prévues pour le MMSR ainsi qu'une liste des agents déclarants actuels sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#). La collecte régulière de données au titre du MMSR a débuté le 1^{er} juillet 2016.

Figure A

Processus opérationnel de l'€STR



Source : BCE.

Encadré 8

Une stratégie à moyen terme pour les statistiques des comptes financiers

En 2019, le Comité des statistiques du SEBC a finalisé l'élaboration d'une nouvelle stratégie à moyen terme pour les statistiques des comptes financiers trimestriels. L'objectif de cette initiative était de préparer la poursuite du développement des statistiques des comptes financiers en prenant en considération les nouveaux besoins analytiques et les améliorations continues de la capacité statistique (par exemple, la granularité accrue des données), ainsi que la réponse aux défis posés par la mondialisation et par le renforcement des interdépendances internationales. La conception de la stratégie à moyen terme a consisté en des examens approfondis des besoins analytiques, des sources de données et des options de production des statistiques, en étroite collaboration avec des utilisateurs de données et des experts des différents domaines statistiques, par exemple des producteurs de statistiques de la balance des paiements ou des données relatives au bilan des IFM.

La stratégie définit cinq objectifs à atteindre dans les années à venir. Premièrement, on relèvera les défis que présente la mondialisation pour les statistiques des comptes financiers, liés au renforcement des interdépendances internationales et de l'intégration économique, par un alignement accru de ces statistiques sur celles de la balance des paiements et de la position extérieure, par une augmentation de la granularité des données relatives aux activités transfrontières et par un accent statistique mis spécifiquement sur les entreprises multinationales. En deuxième lieu, on répondra au besoin d'éclairer davantage l'intermédiation financière non bancaire par une ventilation sectorielle plus détaillée et par une plus grande granularité des données relatives aux instruments financiers. Troisièmement, les besoins analytiques croissants liés à la compréhension de l'interconnexion au niveau macroéconomique, une attention particulière étant accordée aux interdépendances des investissements et du financement, aux canaux de transmission de la politique et aux chaînes de contagion, seront satisfaits en renforçant le cadre « de qui à qui », qui met

en lumière les liens entre créateur et débiteur, au moyen d'une ventilation sectorielle et/ou géographique plus détaillée. Quatrièmement, l'analyse statistique du secteur des ménages sera renforcée par l'instauration de mesures de répartition pour le patrimoine et l'endettement des ménages, ainsi que par la réalisation d'une analyse visant à déterminer l'exposition indirecte des ménages aux investissements sous-jacents de fonds investis en titres, en actions et dans d'autres actifs (ce que l'on appelle le « *look-through* » des fonds d'investissement). Cinquièmement, la stratégie a pour objectif de rendre les données relatives aux comptes financiers plus utilisables, par exemple en termes de respect des délais et de disponibilité des données rétrospectives.

Les travaux poursuivant ces objectifs prennent en compte les exigences énoncées dans le cadre de la deuxième phase de l'initiative visant les lacunes statistiques du G20 (*G20 Data Gaps Initiative*)⁶⁰ et exploiteront les initiatives en cours destinées à soutenir les domaines statistiques. La phase de développement, qui a débuté en 2019, devrait globalement se prolonger durant les trois à cinq prochaines années et comprendra également un réexamen des règlements et des orientations statistiques existants de la BCE, lorsque cela s'avérera pertinent pour la mise en œuvre des nouvelles productions de statistiques des comptes financiers. Dans un environnement qui évolue rapidement, il convient dès le départ d'envisager la stratégie comme dynamique et ajustable.

La mise en œuvre de la stratégie à moyen terme pour les statistiques des comptes financiers représentera un effort collectif pour faire face aux différents défis de manière coordonnée et avec un ensemble clair d'objectifs, en mettant à profit les opportunités qui découlent de l'évolution de la disponibilité des données et de la capacité statistique, et afin de préserver la pertinence et la qualité des statistiques des comptes financiers.

⁶⁰ Pour de plus amples informations, cf. « *G20 Data Gaps Initiative (DGI-2): The Fourth Progress Report – Countdown to 2021* », Conseil de stabilité financière et Fonds monétaire international, 2019.

8 La recherche au sein de la BCE

La recherche économique apporte une contribution importante à l'analyse des évolutions économiques et à la transmission des interventions de politique, participant ainsi à la réalisation des objectifs poursuivis dans les politiques menées. Compte tenu de l'environnement économique qui a prévalu en 2019, la dynamique de l'inflation, la situation financière des ménages et les interactions entre la politique monétaire, la stabilité financière et les secteurs réels de l'économie sont demeurées au cœur des priorités en matière de recherche en 2019.

8.1 Les réseaux de recherche

Trois pôles de recherche et plusieurs réseaux de recherche jouent un grand rôle dans la coordination des efforts de recherche au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) et dans le maintien des relations avec les chercheurs universitaires. En 2019, les trois pôles de recherche du SEBC consacrés à la politique monétaire, à la stabilité financière et à la compétitivité des économies de la zone euro ont continué d'organiser des ateliers sur des questions connexes. En outre, un réseau de recherche et de politique axé sur la communication de banque centrale (*Research and Policy Network on Central Bank Communication*), codirigé par la BCE, a été créé dans le cadre du Centre de recherche sur la politique économique (cf. également section 11.2).

Quelles sont les interactions entre les politiques monétaire et macroprudentielles ?

Un accent particulier de la recherche au sein de la BCE est mis sur les politiques macroprudentielles et sur leurs interactions avec la politique monétaire. En 2019, un groupe de travail a étudié les divers effets de contagion entre ces deux types de politique, parmi lesquels les effets de la politique monétaire sur la stabilité financière et l'incidence des politiques macroprudentielles sur l'économie réelle. En 2020, l'accent sera mis sur la coordination optimale entre ces deux types de politique ⁶¹.

Que peuvent nous apprendre les microdonnées relatives à la fixation des prix sur la dynamique de l'inflation ?

Le réseau de recherche PRISMA (*Price-setting Microdata Analysis*) étudie le comportement en matière de fixation des prix des entreprises individuelles et du secteur du commerce de détail sur la base de groupes de données de nature microéconomique sur les prix. Les chercheurs se penchent sur la relation entre la fixation des prix des entreprises individuelles et la dynamique globale de l'inflation. Ils examinent plus particulièrement si le comportement en matière de fixation des prix est influencé par le bas niveau de l'inflation, par l'orientation de la politique monétaire et par l'état du cycle conjoncturel.

⁶¹ Cf. Cozzi (G.) et al., « *Macprudential policy measures: macroeconomic impact and interaction with monetary policy* », Working Paper Series, n° 2376, BCE, février 2020, et Albertazzi (U.) et al., « *Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed* », Working Paper Series, n° 2377, BCE, février 2020.

Qu'implique l'hétérogénéité des ménages pour la transmission de la politique monétaire ?

Le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Network*, HFCN) a clôturé ses travaux sur la troisième vague de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS), dont les résultats seront publiés en 2020. Les chercheurs ont examiné, entre autres, les implications de l'hétérogénéité des ménages pour la transmission de la politique monétaire, et plus particulièrement son rôle dans la transmission de cette dernière sur l'ensemble de la distribution des revenus. La HFCS a également été utilisée comme ingrédient essentiel des modèles de microsimulation qui quantifient les effets des scénarios de test de résistance sur les ménages.

Le réseau de recherche sur la compétitivité (*Competitiveness Research Network*, CompNet), un forum de recherche pour l'étude de la productivité et de la compétitivité dans les pays de l'UE, a achevé une nouvelle vague de collecte de données visant à améliorer la couverture et la comparabilité entre pays de son ensemble d'indicateurs de compétitivité à l'échelle des entreprises. En 2019, la base de données CompNet a, par exemple, été utilisée dans les études sur le rôle du commerce et sur celui des politiques budgétaires et de l'emploi dans la réallocation du capital et de la main-d'œuvre.

En 2019, la BCE a lancé un projet visant à collecter des données sur les attentes des consommateurs dans la zone euro par le biais d'une enquête en ligne. Cette enquête sera menée en collaboration avec les banques centrales nationales et portera sur les prévisions relatives à l'inflation, au marché du travail, aux comportements de consommation et d'épargne et à la situation financière des consommateurs. Elle permettra à la BCE d'étudier le rôle que jouent les attentes des consommateurs dans leurs décisions économiques et financières.

8.2 Les conférences et les publications

La BCE a une fois de plus organisé plusieurs conférences, parmi lesquelles le forum de Sintra sur les 20 ans de l'UEM

La BCE a une nouvelle fois organisé plusieurs événements de haut niveau dans le domaine de la recherche en 2019. Le [Forum 2019 de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra](#) s'est penché sur les enseignements tirés de 20 années d'existence de l'Union économique et monétaire européenne (UEM), en accordant une attention particulière aux divers progrès de la convergence économique et au rôle des politiques budgétaire et monétaire dans la stabilisation macroéconomique (cf. également encadré 12 au chapitre 12). Lors de la [quatrième Conférence annuelle de recherche](#) de la BCE, des recherches innovantes liées à la stagnation séculaire, aux structures des marchés financiers et au rôle des mégadonnées dans l'économie ont été présentées. D'autres conférences importantes ont porté sur les réformes structurelles dans la zone euro, l'évolution de l'inflation, le commerce mondial, les marchés du travail, la politique budgétaire et la gouvernance de l'UEM, les enquêtes sur les attentes des consommateurs, le rapport entre les genres et la progression des carrières, ou encore les politiques monétaire et macroprudentielles.

La BCE a publié ses travaux de recherche dans plusieurs séries de publications

En 2019, 129 articles préparés par des experts de la BCE ont été publiés dans la *Working Paper Series* de la BCE. Qui plus est, plusieurs études davantage axées sur les politiques ou de nature plus méthodologique ont été publiées dans la série d'articles thématiques (*Occasional Paper Series*), dans la série d'articles statistiques (*Statistics Paper Series*) et dans la série de documents de discussion (*Discussion Paper Series*) de la BCE. De nombreuses activités de recherche de la BCE ont également débouché sur la publication d'articles dans des revues scientifiques. En outre, les résultats de ces travaux de recherche ont été diffusés auprès d'un public plus large, par exemple au travers de la publication de douze articles dans le *Bulletin de recherche* de la BCE. Les encadrés 9 et 10 résument les résultats de deux séries de travaux de recherche menés en 2019.

Encadré 9

Concentration du marché, pouvoir de marché et dynamisme de l'emploi dans la zone euro

La question de savoir si le pouvoir de marché des entreprises est devenu excessif au cours des dernières décennies alimente un vaste débat public. S'agissant des États-Unis, des études ont montré que les ratios de concentration des entreprises ont augmenté, un petit nombre d'entre elles détenant une plus large part du marché. Dès lors, le niveau de concurrence a baissé, ce qui a permis aux entreprises, dans leurs prix, de gonfler leur marge de profit par rapport à leurs coûts marginaux, tandis que le dynamisme de l'emploi s'est affaibli.

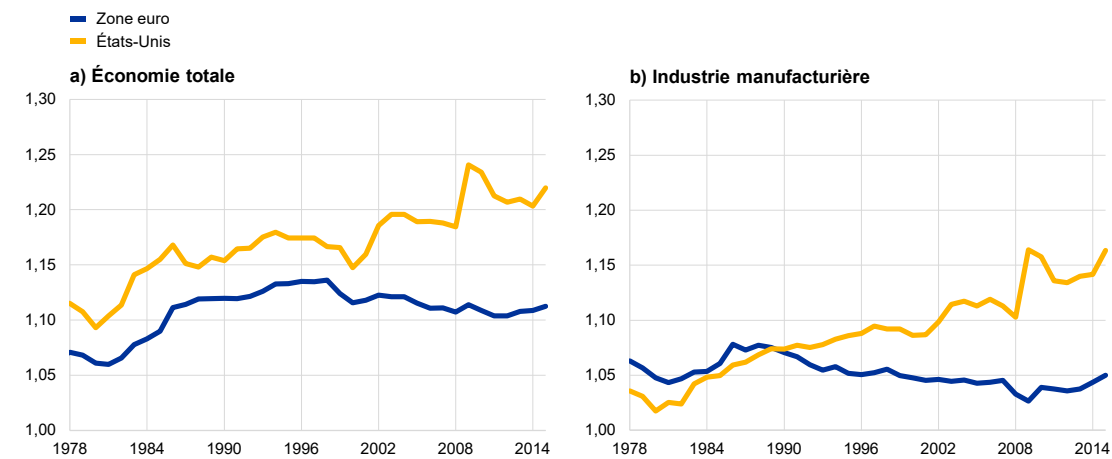
Une récente étude de la BCE ⁶² a examiné les évolutions connexes dans les quatre plus grandes économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne). Elle n'a pas pu conclure à une augmentation du pouvoir de marché des entreprises dans ces pays depuis les années 1990. En fait, alors que la marge de profit dans les prix par rapport aux coûts s'est accrue aux États-Unis, passant d'un niveau proche de 15 % à plus de 20 % depuis les années 1990, elle s'est marginalement repliée dans la zone euro (cf. graphique A). Cette situation résulte en grande partie des évolutions dans le secteur manufacturier, peut-être sous l'effet d'une intégration commerciale et monétaire plus poussée dans la zone euro. En outre, contrastant manifestement avec les évolutions observées aux États-Unis, les ratios de concentration sont demeurés globalement stables dans la zone euro ces dernières années, aux niveaux tant agrégé que national.

⁶² Cf. Cavalleri (M. C.), Eliet (A.), McAdam (P.), Petroulakis (F.), Soares (A.) et Vansteenkiste (I.), « *Concentration, market power and dynamism in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2253, BCE, mars 2019.

Graphique A

Évolutions des marges de profit dans la zone euro et aux États-Unis

(marges de profit dans les prix par rapport aux coûts de production)



Source : Cavalleri *et al.* (2019).

Note : Une marge de 15 % correspond, comme indiqué dans le graphique, à une marge brute de 1,15.

Si le pouvoir de marché est généralement considéré comme réduisant le bien-être (puisque'il conduit les entreprises à augmenter leurs prix et à diminuer leur production), il peut aussi avoir des effets bénéfiques dans les secteurs innovants puisque la perspective de jouir d'un pouvoir de marché incite largement les entreprises à innover. En effet, l'étude a montré que, dans les industries de haute technologie, une forte concentration était associée à des taux de croissance de la productivité totale des facteurs plus élevés.

Enfin, le dynamisme du marché du travail, mesuré par les taux de création et de destruction d'emplois, s'est considérablement affaibli ces deux dernières décennies aux États-Unis, tandis qu'il est demeuré stable dans la zone euro. Néanmoins, le marché du travail américain reste nettement plus dynamique que celui de la zone euro. Dans l'ensemble, on n'observe pas de signes de changements majeurs aux niveaux du pouvoir de marché et du dynamisme de l'emploi dans les grandes économies de la zone euro.

Encadré 10

Le rapport entre les genres et la progression des carrières à la BCE

L'écart entre les genres sur les marchés du travail a suscité une attention croissante ces dernières années. Un récent *working paper*⁶³ de la BCE examine cet écart dans le monde des banques centrales, traditionnellement dominé par les hommes. L'article analyse la progression des carrières des hommes et des femmes à la BCE, sur la base de données à caractère personnel anonymisées et confidentielles relatives aux collaborateurs présents entre 2003 et 2017. L'analyse se concentre sur le personnel expert occupé dans quatre tranches salariales différentes couvrant des domaines

⁶³ Cf. Hospido (L.), Laeven (L.) et Lamo (A.), « *The gender promotion gap: evidence from central banking* », *Working Paper Series*, n° 2265, BCE, avril 2019.

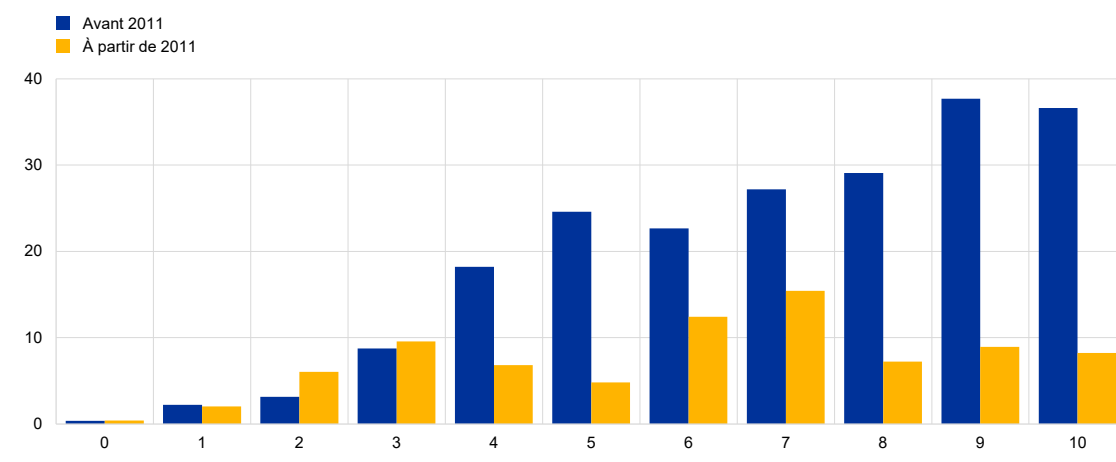
d'activité comparables liés à l'analyse économique et constituant ainsi un groupe homogène en termes de capital humain et d'expérience ⁶⁴.

L'étude conclut que, avant 2011, les femmes étaient moins susceptibles que les hommes d'être promues dans une tranche salariale supérieure. Cette différence a, dans une large mesure, disparu après 2011, lorsque la BCE a adopté plusieurs mesures visant à soutenir l'équilibre entre les genres et qu'elle a publié une déclaration publique en faveur de la diversité. Le graphique A montre l'évolution de l'écart entre les genres pour ce qui est de la probabilité d'être promu(e) dans une tranche salariale supérieure dans les dix ans qui suivent l'entrée dans la fourchette de salaire F/G (la fourchette de salaire de départ des experts à la BCE). Avant 2011, l'écart dix ans après l'entrée s'établissait à 36 %, mais il est tombé à 8 % par la suite.

Graphique A

Écart au niveau des promotions, par genre, avant et après 2011

(en pourcentage, nombre d'années après l'entrée)



Source : Hospito, Laeven et Lamo (2019).

Notes : Le graphique montre l'évolution de l'écart entre les genres pour ce qui est de la probabilité annuelle moyenne d'une promotion à partir de la fourchette de salaire F/G dans les dix ans qui suivent l'entrée dans celle-ci avant et après 2011. L'écart de promotion entre les genres est défini comme la différence entre les taux de promotion annuels moyens des hommes et des femmes par rapport à la probabilité de promotion des hommes.

Les données postérieures à 2011 permettent une analyse plus détaillée du processus de promotion. Il en ressort que les femmes qui avaient sollicité une promotion avaient plus de chances de l'obtenir que les hommes dans le même cas. Elles affichaient également de meilleurs résultats en termes de progression salariale ultérieure, ce qui donne à penser que leur plus grande probabilité d'être promues reposait sur leurs mérites et non sur une discrimination positive.

Toutefois, les femmes étaient à la base moins susceptibles de solliciter une promotion. Certains éléments indiquent qu'un tel écart entre les genres au niveau des candidatures reflète la réticence des femmes à postuler lorsqu'elles anticipent que le niveau de concurrence sera élevé. Ainsi, par exemple, les femmes étaient moins susceptibles de postuler lorsque la campagne était également ouverte aux candidats externes ou lorsqu'elles entraient en concurrence avec un grand nombre de leurs collègues directs aux niveaux de salaire relativement élevés. Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que les efforts institutionnels visant à promouvoir l'équilibre entre les genres pourraient

⁶⁴ Plus précisément, l'analyse couvre les directions générales Questions économiques, Politique macroprudentielle et stabilité financière, Relations internationales et européennes, Infrastructure de marché et paiements, Opérations de marché, Politique monétaire, Recherche, Statistiques et Gestion des risques.

devoir inclure des mesures visant à réduire les obstacles que rencontrent les femmes désireuses d'être promues et ayant sollicité une promotion. (cf. section 12.1 pour des informations sur les efforts consentis par la BCE en 2019 pour promouvoir la diversité des genres.)

9 Les activités et obligations juridiques

Le présent chapitre traite de la compétence de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE, des avis de la BCE et des cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation dans les domaines relevant de sa compétence, ainsi que du contrôle par la BCE du respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié.

9.1 Compétences de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE

La Cour de justice a annulé une décision du Bureau letton de prévention et de lutte contre la corruption, dans la mesure où elle interdisait à M. Ilmārs Rimšēvičs d'exercer ses fonctions de gouverneur de la Latvijas Banka

Le 26 février 2019, la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) a annulé la décision du Korupcijas novēršanas un apkarošanas birojs (Bureau letton de prévention et de lutte contre la corruption) du 19 février 2018, dans la mesure où elle interdisait à M. Ilmārs Rimšēvičs d'exercer ses fonctions de gouverneur de la Latvijas Banka. Les recours distincts introduits par M. Rimšēvičs (C-202/18) et par la BCE (C-238/18) contre cette décision ont été les premières affaires dont la CJUE a été saisie sur la base des compétences qui lui sont conférées par l'article 14.2, second alinéa, des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (ci-après « les statuts du SEBC »). Premièrement, la CJUE a estimé qu'une interdiction, même temporaire, comme en l'espèce, faite à un gouverneur d'une banque centrale nationale d'exercer ses fonctions constituait un relèvement de fonctions et qu'il lui appartenait donc de contrôler la légalité de cette interdiction. Deuxièmement, la CJUE a jugé que le recours visé à l'article 14.2, second alinéa, des statuts du SEBC avait pour objet l'annulation d'un acte de droit national en raison du « contexte institutionnel particulier » dans lequel opère le SEBC. Troisièmement, la CJUE a conclu que la Lettonie n'avait pas établi que le relèvement de M. Rimšēvičs de ses fonctions reposait sur l'existence d'indices suffisants que celui-ci avait commis une faute grave au sens de l'article 14.2, second alinéa, des statuts du SEBC.

Le Tribunal a rejeté un recours en dommages et intérêts formé à l'encontre de la BCE relatif à un avis de la BCE émis dans le cadre de la restructuration de la dette publique grecque en 2012

Le 23 mai 2019, le Tribunal a rejeté le recours en dommages et intérêts formé à l'encontre de la BCE par plusieurs détenteurs d'obligations (affaire T-107/17). Les dommages réclamés portaient sur la décote affectant certaines obligations d'État grecques dans le contexte d'une restructuration partielle de la dette publique hellène en 2012. Les requérants ont fait valoir que la BCE, dans son avis du 17 février 2012 (CON/2012/12), ne mettait pas en évidence l'illégalité de la restructuration de la dette envisagée par la République hellénique. L'avis de la BCE portait sur le projet de loi grec prévoyant l'application rétroactive de clauses d'action collective aux obligations souveraines régies par le droit hellénique. Le Tribunal a considéré que la restructuration ne violait pas le droit fondamental de propriété des requérants garanti par l'article 17 de la Charte des droits fondamentaux. Il a également rejeté toutes les autres requêtes en illégalité introduites par les requérants. En conséquence, le Tribunal a conclu que la BCE n'était pas responsable des dommages allégués pour ne

pas avoir souligné l'illégalité présumée de la loi grecque dans son avis. Le jugement a fait l'objet d'un pourvoi devant la Cour de justice.

Le Tribunal a jugé qu'une évaluation par la BCE de la défaillance avérée ou prévisible d'un établissement de crédit constituait un acte préparatoire ne pouvant être contesté devant les tribunaux européens

Le 6 mai 2019, le Tribunal a jugé dans deux affaires différentes (T-283/18 Bernis e.a./BCE et T-281/18 ABLV Bank/BCE) qu'une évaluation de « défaillance avérée ou prévisible » adoptée dans le cadre de la résolution d'un établissement de crédit constituait un acte préparatoire non susceptible de recours juridictionnel indépendant. Dans ces affaires, des recours ont été introduits par un établissement de crédit et par ses actionnaires directs et indirects contre une évaluation par la BCE de la défaillance avérée ou prévisible d'ABLV Luxembourg au sens de l'article 18, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 806/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique. Le Tribunal a confirmé la position de la BCE selon laquelle une telle évaluation doit être considérée comme une simple évaluation factuelle qui ne produit pas d'effet juridique et ne peut dès lors pas être attaquée devant les tribunaux européens.

La Cour de justice a confirmé la compétence exclusive de la BCE en matière de surveillance de tous les établissements de crédit dans le cadre du MSU

Le 8 mai 2019, la CJUE, dans l'affaire C-450/17 P (Landeskreditbank Baden-Württemberg/BCE), a confirmé le jugement du Tribunal par lequel celui-ci a rejeté un recours tendant à l'annulation d'une décision de la BCE. Dans cette décision, la BCE informait la Landeskreditbank que, en raison de sa taille, elle relevait de sa seule surveillance plutôt que de la surveillance partagée du mécanisme de surveillance unique (MSU), en application de l'article 6, paragraphe 4, du règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit. Le Tribunal a rejeté le recours de la Landeskreditbank contre cette décision. La CJUE a confirmé que la BCE était seule compétente pour la surveillance de tous les établissements de crédit en vertu de l'article 4 du règlement n° 1024/2013. Les autorités compétentes nationales assistent la BCE dans l'accomplissement des missions que lui confie le règlement n° 1024/2013 par une mise en œuvre décentralisée de certaines de ces missions à l'égard des établissements de crédit moins importants, au sens de l'article 6, paragraphe 4, premier alinéa, de ce règlement.

La Cour de justice a partiellement annulé l'arrêt du Tribunal reconnaissant aux actionnaires d'un établissement de crédit la qualité pour contester une décision de la BCE de retirer l'agrément bancaire de cet établissement de crédit

Le 5 novembre 2019, la CJUE a partiellement annulé l'arrêt du Tribunal reconnaissant aux actionnaires d'un établissement de crédit la qualité pour contester, devant les juridictions de l'UE, une décision de la BCE de retirer l'agrément bancaire de cet établissement de crédit (affaires jointes C-663/17 P, C-665/17 P et C-669/17 P, Trasta Komercbanka e.a./BCE). À la suite d'un appel interjeté par la BCE, la CJUE a dû statuer pour la première fois sur la recevabilité d'un recours en annulation formé par les actionnaires d'un établissement de crédit contre une décision prudentielle de la BCE adressée à l'établissement de crédit dont ils sont les actionnaires. La CJUE a jugé que la décision ne concernait pas directement les actionnaires, au sens de l'article 263, paragraphe 4, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et, par conséquent, le recours introduit en leur nom a été déclaré irrecevable. La CJUE a également jugé que le recours formé au nom de Trasta Komercbanka par le représentant légal de l'ancienne direction devait être considéré comme recevable afin

de respecter le droit à une protection juridictionnelle effective tel que prévu à l'article 47 de la Charte des droits fondamentaux.

9.2 Les avis de la BCE et les cas de non-respect

Les articles 127, paragraphe 4, et 282, paragraphe 5, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne disposent que la BCE doit être consultée sur toute proposition de législation de l'UE ou sur tout projet de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son [site internet](#). Les avis de la BCE sur les propositions de législation de l'UE sont également publiés au Journal officiel de l'Union européenne.

En 2019, la BCE a adopté six avis sur des propositions d'acte de l'UE et 40 avis sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

Cas évidents et importants de non-consultation

Huit cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation nationale ont été recensés, dont sept ont été jugés évidents et importants⁶⁵. La BCE n'a pas été consultée par : a) les autorités bulgares sur une loi modifiant la loi sur les établissements de crédit en ce qui concerne les pouvoirs prudentiels de la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка) et ses pouvoirs d'imposer des sanctions administratives ; b) les autorités italiennes sur un décret-loi portant dispositions urgentes en matière budgétaire et relatif à d'autres besoins urgents ; c) les autorités lituaniennes sur une loi relative à l'impôt des sociétés pour les intervenants sur les marchés financiers ; d) les autorités portugaises sur une loi modifiant les règles du secret bancaire dans le cadre des commissions d'enquête parlementaires et déterminant la divulgation d'opérations impliquant l'utilisation de fonds publics au sein d'établissements de crédit, ainsi que sur une loi de réforme et d'extension du Système d'organisation et d'information de l'État ; e) les autorités roumaines sur une loi modifiant les statuts de la Banca Națională a României en ce qui concerne la détention des réserves d'or qu'elle gère ; et f) les autorités suédoises sur une loi obligeant certains établissements de crédit et certaines succursales à fournir des services de caisse. Aucun cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des propositions d'actes juridiques de l'UE n'a été recensé.

La BCE a adopté des avis sur des propositions de législation tant nationale qu'europpenne

La BCE a adopté des avis sur des propositions de l'UE relatives à un cadre de gouvernance pour l'instrument budgétaire de convergence et de compétitivité pour la zone euro, à la conclusion de l'accord sur le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne et à la nomination d'une nouvelle présidente de la BCE et de nouveaux membres du directoire de la BCE.

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant des banques centrales nationales (BCN), visant notamment : les réformes des structures

⁶⁵ Les cas de non-respect incluent : a) les cas où une autorité nationale a omis de soumettre pour consultation à la BCE des projets de dispositions législatives relevant de sa compétence ; et b) les cas où une autorité nationale a formellement consulté la BCE mais en ne lui laissant pas suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour adopter son avis avant l'adoption de ces dispositions.

de gouvernance de la Banque nationale de Belgique, de la Central Bank of Cyprus (Banque centrale de Chypre), de la Banca d'Italia, de la Latvijas Banka et du Banco de Portugal ; la participation de la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка) au mécanisme de résolution unique ; l'indépendance financière de la Central Bank of Cyprus (Banque centrale de Chypre) ; les exigences en matière de lobbying applicables à la Česká národní banka ; la propriété des réserves d'or de l'Italie ; le rôle de la Banque centrale du Luxembourg dans la protection de l'euro contre le faux monnayage et l'authentification des pièces en euros ; la surveillance des services de paiement par la Bank Centrali ta'Malta/Central Bank of Malta (Banque centrale de Malte) ; les exigences en matière de liberté d'information applicables à la Nederlandsche Bank ; la rémunération des cadres et de la direction générale de la Narodowy Bank Polski ; les exigences en matière d'audit applicables au Banco de Portugal ; la responsabilité de la Banka Slovenije s'agissant des mesures extraordinaires adoptées concernant les dépréciations de créances des banques ; ainsi que l'attribution de nouvelles missions aux BCN en matière de surveillance prudentielle des fournisseurs de microcrédit (Banque de Grèce), de surveillance des sociétés d'information financière sur le crédit (Bank Centrali ta'Malta/Central Bank of Malta (Banque centrale de Malte)) et de contrôle du respect par les établissements de crédit des exigences relatives à la restructuration des prêts libellés en francs suisses (Banka Slovenije).

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant des questions de surveillance prudentielle et financière, visant notamment : l'établissement d'accords de coopération étroite entre la BCE et la Hrvatska narodna banka dans le cadre du mécanisme de surveillance unique ; les réformes du cadre institutionnel de la surveillance bancaire et financière en Autriche, en Lettonie et au Portugal ; les réformes du cadre institutionnel de la surveillance macroprudentielle au Portugal et en Espagne ; les réformes de la surveillance des entités qui achètent et vendent des facilités de crédit (y compris des prêts non performants) à Chypre, des fournisseurs de microcrédit en Grèce et des sociétés d'information financière sur le crédit à Malte ; ainsi que l'échange d'informations entre la BCE et les autorités danoises en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux.

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant les moyens de paiement, visant notamment : les limitations de l'utilisation des espèces en Grèce, en Espagne et aux Pays-Bas ; l'interdiction du billet de 500 euros au Danemark ; ainsi que l'élargissement de la fourniture de services de caisse en Suède.

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant la réglementation bancaire et financière, visant notamment : le cadre juridique des obligations sécurisées en Estonie ; un système de garantie destiné aux titrisations des prêts non productifs émis par des établissements de crédit en Grèce ; la protection des résidences principales en Grèce et en Irlande ; des restrictions applicables aux cessions de prêts immobiliers résidentiels en Irlande et en Pologne ; des taxes spéciales applicables aux banques et/ou aux établissements financiers en Lituanie, en Roumanie et en Slovaquie ; des outils macroprudentiels portant sur les crédits immobiliers résidentiels au Luxembourg ; des exigences applicables aux politiques de rémunération des entreprises financières aux Pays-Bas ; l'indice de référence de taux

d'intérêt pour les contrats de crédit à la consommation en Roumanie ; ainsi que la restructuration des prêts à la consommation libellés en francs suisses en Slovénie. La BCE a également émis des avis sur l'incidence d'un projet de législation nationale dans le domaine de la cybersécurité concernant les infrastructures de marché et les établissements de crédit à Chypre et en Espagne.

9.3 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié

En vertu de l'article 271, point (d), du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la BCE a pour mission de vérifier le respect par les banques centrales nationales (BCN) de l'UE des interdictions résultant des articles 123 et 124 du Traité et des règlements (CE) n° 3603/93 et n° 3604/93 du Conseil. L'article 123 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions et organes de l'UE, de même que d'acquérir sur le marché primaire des instruments de dette émis par ces institutions. L'article 124 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 l'UE aux établissements financiers. Parallèlement au Conseil des gouverneurs de la BCE, la Commission européenne vérifie le respect de ces dispositions par les États membres.

La BCE procède également à l'examen des achats par les banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis par le secteur public national, le secteur public d'autres États membres et les institutions et organes de l'UE. En vertu des considérants du règlement (CE) n° 3603/93 du Conseil, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner l'objectif poursuivi par l'article 123 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

Les interdictions prévues par les articles 123 et 124 du Traité ont en général été respectées

L'exercice de surveillance réalisé pour 2019 confirme que les articles 123 et 124 du Traité ont en général été respectés.

L'exercice de surveillance a révélé que la plupart des BCN disposaient, en 2019, de politiques de rémunération en matière de dépôts du secteur public qui respectaient pleinement les plafonds de rémunération. Néanmoins, un petit nombre de BCN doivent s'assurer que le taux de rémunération des dépôts du secteur public ne dépasse pas le plafond.

À la suite des inquiétudes soulevées dans les Rapports annuels de la BCE à compter de 2014, celle-ci a continué de surveiller plusieurs programmes lancés par la Magyar Nemzeti Bank en 2014 et 2015. En 2019, la Magyar Nemzeti Bank a continué d'adopter des mesures visant à atténuer les préoccupations de la BCE quant à la portée de son engagement dans le programme public de réflexion Pallas Athéné. Ce cas ne devrait toutefois pas servir de précédent. La BCE continuera de surveiller l'implication de la Magyar Nemzeti Bank dans la Bourse de Budapest vu que l'acquisition par celle-ci de la participation majoritaire dans la Bourse de Budapest en

novembre 2015 peut toujours être considérée comme soulevant des préoccupations en matière de financement monétaire.

En 2019, la réduction par la Central Bank of Ireland d'actifs liés à l'Irish Bank Resolution Corporation, par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape significative sur la voie de l'objectif à atteindre d'une cession intégrale de ces actifs. La poursuite des ventes à un rythme approprié atténuerait davantage les inquiétudes sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

10 La BCE dans un contexte européen et international

En 2019, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec différentes institutions européennes, notamment avec le Parlement européen, qui joue un rôle de premier plan dans son obligation de rendre compte quant à ses décisions. Au niveau des instances internationales, la BCE a entamé des discussions constructives dans l'enceinte du G20 sur les perspectives relatives à l'économie mondiale et, au sein du Fonds monétaire international (FMI), elle a contribué activement à la mise en place d'une perspective européenne sur les questions relatives au système monétaire et financier international ainsi qu'à l'examen, par le FMI, de ses politiques au titre du cadre régissant la surveillance et l'octroi de crédits. La BCE continue d'offrir sa collaboration et son assistance à des banques centrales de pays extérieurs à l'UE dans le monde entier.

10.1 L'obligation de la BCE de rendre compte au public

L'obligation de rendre compte est la contrepartie nécessaire de l'indépendance

Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne assigne à la BCE le mandat clair de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro et dispose que la BCE utilise, en toute indépendance, les instruments qu'elle juge pertinents à cette fin. Le mandat et l'indépendance de la BCE ont été inscrits dans le Traité au terme d'un processus démocratique. Son indépendance permet à la BCE de poursuivre ses missions, libre de toute pression politique et de considérations à court terme qui pourraient la détourner de l'accomplissement de son mandat. Parallèlement, l'obligation de rendre compte constitue la contrepartie nécessaire de l'indépendance : pour garantir la légitimité de ses décisions, la BCE est tenue de les expliquer au public et à ses représentants élus. Cette obligation est complétée par le contrôle juridictionnel des décisions de la BCE par la Cour de justice de l'Union européenne. En d'autres termes, l'indépendance et l'obligation de rendre compte garantissent respectivement que la BCE *puisse* agir conformément à son mandat et qu'elle *le fasse effectivement*. Dans un contexte de regain d'attention pour l'indépendance de la banque centrale, plusieurs discours ont été prononcés en 2019 par des membres du directoire de la BCE sur le lien entre indépendance et obligation de rendre compte ⁶⁶.

La BCE rend compte au Parlement européen par la voie de multiples canaux

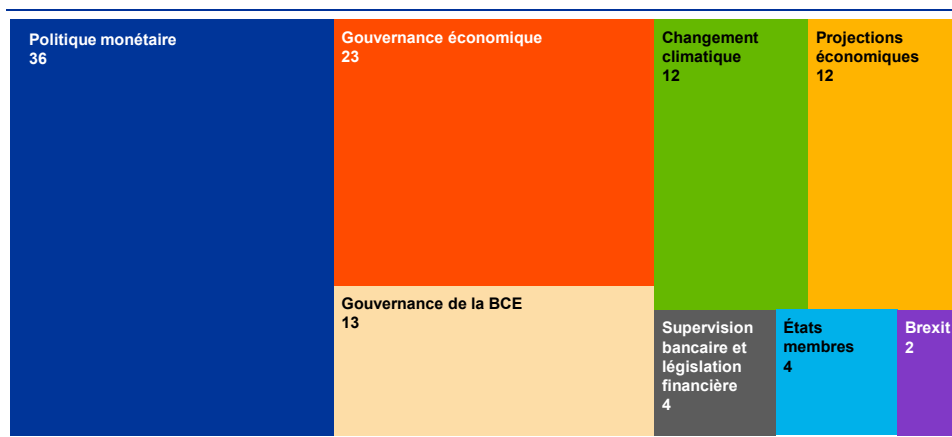
Le Parlement européen joue un rôle-clé dans l'obligation de rendre compte de la BCE. En 2019, la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON) a tenu trois de ses auditions régulières avec la présidence de la

⁶⁶ Yves Mersch, en particulier, a présenté une réflexion sur les [principes de nécessité, de proportionnalité et de probité concernant l'indépendance de la banque centrale](#) à l'occasion de la conférence « *ECB and its Watchers XX* » qui s'est tenue à Francfort en mars. Il a également exposé [le point de vue de la BCE sur les tendances internationales en matière d'indépendance des banques centrales](#) au cours d'une table ronde organisée à Francfort en novembre.

BCE, dont la première avec Christine Lagarde (cf. figure 3 ci-dessous)⁶⁷. En janvier 2019, le président Mario Draghi a également assisté au débat en séance plénière du Parlement consacré au *Rapport annuel 2017* de la BCE, à la suite de quoi le Parlement européen a adopté une [résolution](#), à propos de laquelle la BCE a formulé des [commentaires](#). En 2019, la BCE a reçu 28 lettres de membres du Parlement européen contenant des questions écrites, dont les réponses ont été publiées sur le [site internet de la BCE](#), ce qui a permis de clarifier sa position sur de nombreux thèmes. La BCE rend compte de ses activités de supervision bancaire à la fois au Parlement européen et au Conseil de l'UE⁶⁸. Par ailleurs, la Cour des comptes européenne (CCE) et la BCE ont conclu un [protocole d'accord](#), qui établit les modalités pratiques de partage d'informations entre les deux institutions en matière d'audit des missions de supervision de la BCE.

Figure 3

Nombre de questions adressées au président de la BCE lors des auditions régulières de la commission ECON en 2019, par sujet



Source : Calculs des services de la BCE.

L'euro a bénéficié d'un soutien sans précédent en 2019

En 2019, année du 20^e anniversaire de l'euro, les enquêtes Eurobaromètre ont indiqué que le soutien des citoyens de la zone euro à leur monnaie avait atteint un niveau inédit, plus de 75 % des personnes sondées s'étant déclarées favorables à la monnaie unique. La BCE considère cette tendance comme encourageante et entend poursuivre son dialogue avec les citoyens et leurs représentants.

⁶⁷ Pour de plus amples informations sur les conséquences du Brexit, qui ont constitué l'un des sujets débattus lors des auditions, cf. l'encadré 11 ci-après.

⁶⁸ Des informations plus détaillées peuvent être consultées dans le [Rapport annuel 2019 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

10.2 Les relations internationales

Le G20

En 2019, les discussions menées dans l'enceinte du G20 sous la présidence japonaise se sont concentrées sur les perspectives de l'économie mondiale et sur les mesures de politique susceptibles de contribuer à enrayer un ralentissement synchronisé sur fond d'incertitudes géopolitiques, de conflits commerciaux et de resserrement de la marge de manœuvre des politiques macroéconomiques. Les tensions commerciales ont été discutées lors de chaque réunion du G20, mais les progrès engrangés ont été limités. Si les inquiétudes des dirigeants quant aux risques pesant sur l'économie mondiale étaient partagées, ils étaient divisés sur un certain nombre de sujets, notamment sur la nécessité d'entreprendre de nouvelles actions de lutte contre le changement climatique. Le G20 a poursuivi ses efforts en faveur d'une croissance vigoureuse, durable, inclusive et équilibrée afin d'améliorer les perspectives économiques à moyen terme. Le groupe a pris acte des avancées enregistrées dans le cadre du programme de réforme de la réglementation financière, mais il a également identifié les défis qui subsistent, en ce compris les risques inhérents à l'essor de l'intermédiation financière non bancaire. Le G20 a réalisé des progrès considérables en matière de coopération fiscale internationale, dans le but de finaliser un accord d'ici fin 2020.

Le G20 a également donné suite au rapport du groupe de personnalités éminentes du G20 sur la gouvernance financière mondiale (GPE) intitulé « *Making the Global Financial System Work for All* », avec une attention particulière en 2019 pour les questions de développement. Les travaux se poursuivent sous l'actuelle présidence du G20. Parmi les propositions formulées par le GPE, celles visant à améliorer la résilience financière mondiale revêtent un intérêt particulier pour la BCE.

Les questions de politique liées au FMI et à l'architecture financière internationale

La BCE a continué de jouer un rôle actif dans les débats relatifs au système monétaire et financier international menés au sein du FMI et d'autres enceintes, promouvant le point de vue de la banque centrale dans les positions européennes communes. L'un des principaux sujets de débat en 2019 a concerné les ressources du Fonds. La BCE attache de l'importance à une dotation adéquate du FMI, qu'elle considère comme une composante essentielle du filet de sécurité financier international. En octobre 2019, les membres du FMI ont adopté un train de mesures portant sur les ressources du FMI et sur la réforme de sa gouvernance, dans le cadre duquel ils se sont accordés sur le maintien du niveau actuel des ressources par la voie d'un doublement des nouveaux accords d'emprunt et d'une nouvelle vague temporaire d'emprunts bilatéraux au-delà de 2020. Ce train de mesures doit être mis en œuvre courant 2020 afin d'éviter une réduction des ressources du FMI. Le conseil d'administration du FMI a proposé à son conseil des gouverneurs une résolution concluant la 15^e révision

générale des quotas adoptée en février 2020 ne prévoyant pas d'augmentation desdits quotas. La 16^e révision générale des quotas, qui s'achèvera mi-décembre 2023, reverra l'adéquation des quotas et poursuivra le processus de réforme de la gouvernance du FMI.

Le FMI a poursuivi un certain nombre de revues importantes de ses politiques relevant du cadre régissant la surveillance et l'octroi de crédits. Premièrement, il a finalisé son dernier examen en date de la conditionnalité et de la conception des programmes qu'il finance, pour lesquels un [rapport](#) du Comité des relations internationales du Système européen de banques centrales (SEBC) a contribué à définir la position européenne. La revue préconisait une conditionnalité des programmes plus réaliste, plus progressive et plus parcimonieuse, assortie d'une analyse plus pointue de la soutenabilité de la dette, tout en garantissant une forte appropriation nationale et une prise en compte des circonstances propres à chaque pays. Deuxièmement, des progrès ont été enregistrés sur le plan de la revue du cadre régissant la soutenabilité de la dette des pays ayant accès aux marchés, autrement dit ceux qui bénéficient d'un large accès aux marchés de capitaux internationaux. Troisièmement, le FMI a également entamé l'examen quinquennal complet de la surveillance ainsi que la révision du programme d'évaluation du secteur financier.

La coopération internationale entre banques centrales

La BCE a continué de collaborer avec les banques centrales de pays extérieurs à l'UE à travers le monde. Ce constat atteste l'intérêt porté partout dans le monde aux positions de la BCE, à ses analyses et à ses procédures de travail. Les discussions internes, auxquelles participent également les responsables de la politique, ont porté sur les missions essentielles de la BCE ainsi que sur des questions techniques et de gouvernance. Les relations avec les principales banques centrales d'Afrique, d'Asie et d'Amérique latine ont été approfondies sur la base des protocoles d'accord bilatéraux existants, tandis que la coopération avec des organisations régionales et avec le FMI s'est poursuivie dans le cadre des accords en place. En outre, l'Eurosystème a instauré en novembre en Colombie un dialogue politique de haut niveau avec les banques centrales d'Amérique latine.

En sa qualité d'institution de l'UE, la BCE a continué de contribuer au processus d'élargissement de l'UE au travers de discussions ciblées avec les banques centrales des pays de la région des Balkans occidentaux qui ambitionnent d'adhérer à l'UE. La plateforme principale en est une série d'ateliers régionaux organisés, dans la mesure du possible, en étroite collaboration avec les banques centrales nationales de l'UE. Par ailleurs, un programme financé par l'UE a été lancé en mars 2019 au profit de ces banques centrales. Il vise à renforcer les capacités des banques centrales des Balkans occidentaux en vue de leur intégration dans le SEBC.

Encadré 11

Les conséquences du Brexit

Bien qu'elle n'ait pas participé aux négociations, la BCE a suivi de près l'évolution du Brexit et a évalué les risques que comportaient tous les scénarios possibles pour l'économie et pour le système financier de la zone euro. La BCE a pris les mesures nécessaires afin de s'assurer qu'elle serait opérationnellement prête avant la date butoir fixée initialement pour l'entrée en vigueur du processus prévu par l'article 50, autrement dit le 29 mars 2019, ainsi qu'avant les reports successifs de cette date (le 12 avril 2019, le 31 octobre 2019 et le 31 janvier 2020). À la suite du retrait ordonné du Royaume-Uni de l'Union européenne le 31 janvier 2020, la BCE s'est concentrée sur le suivi des négociations concernant les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni et sur l'évaluation des conséquences du Brexit pour le secteur financier de l'UE, en particulier en ce qui concerne la nécessité d'achever l'union des marchés de capitaux.

L'analyse publiée dans les éditions de [mai](#) et de [novembre](#) 2019 de la revue de stabilité financière de la BCE (*Financial Stability Review*, FSR) examinait les risques inhérents à un potentiel scénario de sortie sans accord, ainsi que la mesure dans laquelle le secteur privé était préparé à un tel événement.

Dans le domaine de la supervision bancaire, la BCE et les autorités nationales compétentes ont continué de communiquer leurs attentes en matière de supervision sur les questions liées au Brexit, ont évalué l'état de préparation opérationnelle des banques en cas d'absence d'accord, ont clôturé la majorité des procédures d'autorisation liées au Brexit et ont assuré le suivi de la mise en œuvre des projets des banques relatifs au Brexit (cf. le [Rapport annuel 2019 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#)).

En mars 2019, la Bank of England a décidé de proposer de prêter des euros aux banques britanniques dans le cadre d'opérations hebdomadaires relevant de l'accord permanent de *swap* conclu avec la BCE. Dans un [communiqué de presse](#) sur le sujet, l'Eurosystème se déclarait disposé à prêter des livres sterling aux banques de la zone euro qui viendraient à en avoir besoin. À ce stade, ces opérations de prêt de livres sterling n'ont pas été activées par la BCE. Lors de son audition au Parlement européen en septembre 2019, le président de la BCE Mario Draghi a mis l'accent sur la coopération continue entre la BCE et la Bank of England pour faire face à tous les imprévus, y compris un Brexit sans accord.

À la date de clôture des données du présent *Rapport*, un accord de retrait avait été ratifié par les deux parties, amorçant une période de transition.

11 Renforcer la communication

« La BCE doit écouter et comprendre les citoyens. Parce qu'une monnaie est après tout un bien public qui appartient au citoyen » – Christine Lagarde, présidente

La communication est au cœur de la gamme d'instruments dont dispose la BCE. La fourniture aux experts des marchés financiers d'informations sur l'orientation actuelle de sa politique et sur la trajectoire prévue pour ses décisions futures a renforcé l'efficacité des politiques de la BCE. La communication de la BCE avec les marchés financiers et les experts remporte manifestement un franc succès. La nouvelle frontière définie pour la communication de la banque centrale consiste en un engagement envers le grand public. Les banques centrales, y compris la BCE, doivent se faire mieux comprendre par les personnes au service desquelles elles sont en définitive. Il s'agit là d'un élément essentiel pour restaurer la confiance des citoyens à l'égard de la BCE, en particulier sous le regard scrutateur plus appuyé de la population et dans le contexte des débats controversés que ses décisions de politique suscitent.

À la suite du changement de présidence en 2019, la communication de la BCE à destination de publics autres que le traditionnel groupe d'experts et de spécialistes des marchés financiers a pris un nouvel élan. La BCE a investi dans le but d'améliorer encore sa communication, afin de se faire mieux comprendre et d'expliquer en quoi ses actions revêtent de l'importance pour les citoyens et pour leur quotidien. Elle a également redoublé les efforts qu'elle déploie pour atteindre les groupes de la société qui ne constituaient traditionnellement pas le cœur de cible de sa communication, tels que les jeunes ou les organisations de la société civile, tout comme elle a commencé à se montrer plus à l'écoute des préoccupations des citoyens. À terme, la BCE dispose d'un vaste potentiel pour relier ses activités aux sujets qui alimentent les préoccupations des citoyens, comme les inégalités, les monnaies numériques ou le changement climatique, de même que pour donner des explications plus claires sur la manière dont elle peut apporter sa contribution dans ces domaines, dans les limites de son mandat. La communication constituera également un élément essentiel de l'examen de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

11.1 L'innovation sur le plan de la communication de la BCE

Dans le souci de toucher un public plus large et plus jeune, la BCE recourt à des formes de communication innovantes.

Ainsi, début 2019, elle s'est associée à l'application populaire Duel Quiz pour lancer une campagne dans le cadre des initiatives marquant le 20^e anniversaire de l'euro. Le jeu-concours #EUROat20 visait à mieux faire connaître et comprendre la mission de la BCE, en particulier auprès des jeunes. Plus de 1,6 million de personnes à travers toute l'Union européenne ont participé au quiz, qui les invitait à répondre à des questions relatives à l'euro et à la BCE et à en apprendre davantage grâce à une interaction ludique.

Le jeu-concours #EUROat20 sur l'application Duel Quiz



Rendre la BCE pertinente aux yeux du grand public en reliant ses travaux aux sujets qui les touchent par l'utilisation de messages simples et accessibles

Si la campagne a rencontré un vif succès au vu de sa portée, elle a également mis en lumière un certain nombre d'idées fausses et un manque de connaissance quant à la structure institutionnelle de la BCE et à la mission qui lui a été conférée. Cela montre que la BCE doit combler ces lacunes en reliant ses travaux aux sujets qui touchent les citoyens grâce à des messages simples et accessibles. En septembre 2019, la BCE a lancé une nouvelle série de séquences filmées d'une minute intitulée « *La BCE explique* », dans laquelle des membres de son personnel expliquent, dans un langage simple et accessible, en quoi consistent certaines notions particulières, telles que les [crypto-actifs](#) ou l'[obligation de rendre compte](#), et décrivent en quoi leur travail importe pour le citoyen. La série est publiée sur le compte Instagram de la BCE, qui constitue lui-même une innovation dont le but est d'améliorer la compréhension de la BCE par un public plus large, et qui a célébré sa première année d'existence en 2019.



En septembre 2019, la BCE a également lancé son [podcast](#) mensuel. Au vu de la popularité croissante de ce mode de communication, celui-ci constitue pour la BCE une opportunité de toucher de nouveaux publics, en engageant des discussions approfondies sur des questions-clés pertinentes pour la BCE, tout en utilisant un ton plus informel.

Courant 2019, des efforts ont été déployés sur le plan de la communication de la BCE afin d'aborder des sujets et des tendances dépassant le cadre de la politique monétaire pure et qui sont importants aux yeux de la BCE et pour les citoyens de la zone euro. À titre d'exemple, la BCE a publié en mai sur son site internet une [page consacrée au changement climatique](#). Celle-ci présente des informations sur les actions menées par la BCE en matière d'atténuation du changement climatique et dresse la liste des initiatives internes ainsi que des publications pertinentes en la matière (cf. également l'encadré 3).

L'objectif de la BCE de communiquer avec des publics non spécialisés prévoit également d'accroître l'utilisation des langues nationales afin de créer un lien plus étroit avec les citoyens de la zone euro. Pour y parvenir tout en maîtrisant ses coûts, la BCE a adopté des technologies d'apprentissage automatique afin de soutenir les processus internes de traduction.

Sur Twitter et sur LinkedIn, les comptes de Christine Lagarde ont plus que doublé la portée de la BCE, dépassant les 2,5 millions d'abonnés

Avec l'arrivée de Christine Lagarde à sa présidence en novembre 2019, l'empreinte numérique et les actions de sensibilisation de la BCE se sont considérablement développées. Ainsi, sur Twitter et sur LinkedIn, deux applications sur lesquelles la BCE était déjà présente en tant qu'institution, les comptes personnels de Christine Lagarde ont plus que doublé la portée de la BCE, dépassant les 2,5 millions d'abonnés. Par ailleurs, la présence de M^{me} Lagarde sur la plateforme chinoise Weibo a permis d'attirer 5,8 millions d'abonnés supplémentaires. Ces comptes amplifient considérablement les efforts que consent la BCE afin d'amener les citoyens à mieux la comprendre.

11.2 Renforcer l'incidence des communications de la BCE grâce à l'analyse

Les données et l'analyse sont au cœur d'une conception des activités de communication de la BCE fondée sur des données probantes

Pour que les communications de la BCE soient efficaces et produisent l'effet souhaité, il est essentiel de mieux comprendre qui sont les publics cibles, quels sont les sujets qui les touchent, et quels sont les canaux les plus utiles pour les atteindre. En outre, une analyse plus approfondie de l'ensemble du processus de communication s'impose, autrement dit une analyse de ce qui se déroule entre l'envoi et la réception des communications de banque centrale, de la dynamique et des mécanismes de retour d'information en la matière, ainsi que du rôle des intermédiaires comme les médias ou les marchés financiers. Enfin, une analyse avancée permettra à la BCE d'obtenir des informations précieuses sur l'efficacité de ses propres efforts de communication, et de déterminer si ses messages atteignent véritablement leur but, entraînent un changement d'attitude et suscitent une confiance accrue.

En 2019, la BCE a intensifié ses activités internes de recherche et d'analyse et a élargi sa collaboration externe dans le domaine de la recherche.

Une étude de la BCE indique que les jeunes ont une compréhension superficielle de la BCE et qu'ils ne s'intéressent guère aux questions économiques et financières

Afin de mieux cerner la manière dont ses communications sont accueillies par le grand public, et en particulier par les jeunes, la BCE a lancé une étude auprès du groupe cible de personnes âgées de 18 à 35 ans dans six pays de la zone euro. En plus d'évaluer la conscience, la connaissance et la perception de la BCE auprès des jeunes, l'étude vise également à identifier les sujets dignes d'intérêt pour eux en rapport avec les questions économiques, financières et sociales, ainsi que les modes d'approche qu'ils privilégient. Les conclusions indiquent non seulement que les jeunes ont une compréhension très superficielle de la BCE, mais aussi qu'ils portent un intérêt limité aux questions économiques et financières. Ils jugent les questions telles que le changement climatique et la responsabilité sociétale plus pertinentes. L'étude a également montré que, pour leurs échanges avec la BCE, la majorité des jeunes privilégiaient les médias sociaux, qui constituent – avec leurs propres réseaux sociaux (bouche à oreille) – leurs principales sources d'information.

La présentation « stratifiée » des messages-clés des publications de la BCE destinée à susciter un plus grand intérêt est une réussite

Lors de l'évaluation de ses propres efforts de communication, la BCE a également testé et analysé la meilleure manière de présenter les informations sur les différentes plateformes numériques. À titre d'exemple, elle a suivi une approche « stratifiée » pour ses publications, qui consiste à compléter la publication de ses principaux rapports par des pages de renvoi à son site internet et par des campagnes sur les médias sociaux, qui rendent les conclusions plus accessibles, plus visuelles et plus faciles à assimiler. Les résultats prouvent empiriquement que cette approche est un succès, en ce qu'elle incite davantage de personnes à consulter la publication en tant que telle et, une fois qu'elles l'ont ouverte, à consacrer 50 % de temps supplémentaire à sa lecture. Les futures communications, adaptées, seront conçues à la lumière de ces informations.

La nouvelle page de renvoi de la revue de stabilité financière de la BCE

The financial stability environment remains challenging

Key vulnerabilities in the financial system:

- Potential for future asset price corrections
- Lingering debt sustainability concerns
- Growing bank profitability challenges
- Increased risk-taking by non-banks

November 2019
FINANCIAL STABILITY REVIEW

Une interaction fructueuse avec le monde universitaire pour faire progresser la recherche interdisciplinaire sur la communication de banque centrale

Dans le souci de développer et d'approfondir ses efforts de recherche sur le plan de la communication de banque centrale, la BCE a lancé un réseau de recherche et de politique axé sur la communication de banque centrale (*Research and Policy Network on Central Bank Communication*) qu'elle copréside et qui est établi dans le cadre du Centre de recherche sur la politique économique (cf. également la section 8.1). En octobre 2019, la BCE a organisé pendant deux jours un atelier du réseau, qui a rassemblé des professionnels de la communication de la BCE et d'autres banques centrales, des analystes des marchés financiers, des journalistes, ainsi que des universitaires issus de disciplines diverses, telles que l'économie, la psychologie et la

sociologie. Les discussions y ont principalement porté sur les possibilités de communication avec le grand public et sur les risques qu'elle comporte, sur les limites de la transparence de la banque centrale et sur l'évolution du rôle des médias en tant que relais de la communication de banque centrale. Dans ce contexte, la BCE a été la première banque centrale – et demeure à ce jour la seule – à avoir mis à disposition, en octobre 2019, une [série de données](#) précompilées, faciles à utiliser et régulièrement mises à jour, comprenant tous les discours des responsables de sa politique. Par ce biais, la BCE entend encourager et faciliter des recherches originales sur ses communications, par exemple au travers de l'analyse textuelle.

12 Organisation et bonne gouvernance

La BCE est une institution de l'UE, au cœur de l'Eurosystème et du mécanisme de surveillance unique (MSU). Plus de 3 500 personnes originaires de toute l'Europe y travaillent. Attachée à inspirer et motiver ses employés tout en encourageant leur évolution professionnelle, la BCE a poursuivi, en 2019, ses efforts de promotion de la diversité et de l'inclusion, facteurs-clés d'amélioration de son efficacité organisationnelle. En outre, elle a encore renforcé son engagement en faveur de l'application des normes les plus exigeantes en matière d'intégrité et de gouvernance. L'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2019, du code de conduite unique à l'usage des responsables de haut niveau de la BCE a marqué une étape importante à cet égard. En 2019, la BCE a enfin et surtout célébré avec fierté le vingtième anniversaire de l'euro, la monnaie de 340 millions d'Européens (cf. encadré 12).

12.1 Viser l'excellence à travers les aptitudes à diriger, l'inclusion et l'évolution professionnelle

Il est vital, pour la BCE, de promouvoir la diversité au sein de ses équipes et d'encourager une approche inclusive afin de pouvoir servir au mieux les intérêts de son personnel et ceux de l'UE. C'est pourquoi la diversité, le respect, des valeurs éthiques et le bien-être de son personnel comptent parmi les objectifs stratégiques de la BCE.

En 2019, la BCE a poursuivi ses efforts de promotion de la diversité et de l'inclusion, des facteurs-clés d'amélioration de son efficacité organisationnelle. Elle dispose de longue date de plusieurs **réseaux de la diversité**, qui nouent un dialogue régulier avec son service des Ressources humaines. Ces réseaux ont pour vocation de répondre aux besoins propres à tous les aspects de la diversité. En 2019, un nouveau réseau professionnel, baptisé DiversAbility, a été créé à l'intention des membres du personnel de la BCE présentant des troubles de santé durables et de ceux qui les soutiennent.

Au niveau du Système européen de banques centrales (SEBC) et du MSU, la BCE poursuit ses échanges de vues avec les banques centrales nationales et les autorités de surveillance nationales concernant les meilleures pratiques à mettre en œuvre en matière de diversité et d'inclusion. Un tel dialogue a ainsi eu lieu lors de la quatrième réunion annuelle du Réseau de la diversité SEBC et MSU, organisée en septembre 2019 par la Bundesbank à Eltville am Rhein. Au mois de mai 2019, la BCE a également participé à un sommet sur la diversité de genre qui a réuni les responsables des ressources humaines des banques centrales du G7 ainsi que des membres du personnel du SEBC, du MSU et du Fonds monétaire international.

En 2019, dans le cadre de son vaste programme d'activités d'inclusion, la BCE a pour la première fois participé à la parade *Christopher Street Day* de Francfort (*Gay Pride*) et organisé des événements afin de marquer la Journée internationale des personnes handicapées, la Journée du *Coming Out* et la Journée internationale de

La diversité et l'inclusion jouent un rôle-clé dans l'amélioration de l'efficacité organisationnelle

commémoration consacrée à la mémoire des victimes de l'Holocauste. Parmi les rendez-vous réguliers inscrits à son calendrier, la BCE a également célébré la Journée internationale de la Femme et la Journée internationale contre l'homophobie, la biphobie, l'interphobie et la transphobie (IDAHOBIT).

La BCE continue d'œuvrer en faveur d'un meilleur équilibre en termes de genre au sein de ses effectifs. En 2019, ses efforts en ce sens ont été évalués par un organisme indépendant qui lui a décerné, en février, la certification EDGE Assess (niveau 1 de certification *Economic Dividends for Gender Equality*) pour son engagement en faveur de l'égalité entre les hommes et les femmes sur le lieu de travail.

Pour parvenir à une meilleure parité hommes-femmes, le directoire de la BCE avait fixé des objectifs à atteindre avant la fin 2019. À la fin de l'année, 30,3 % des postes d'encadrement/de direction étaient occupés par des femmes, alors que l'objectif est fixé à 35 %. S'agissant des seuls postes de direction, le taux était de 30,8 %, pour un objectif de 28 % (cf. tableau 2). La proportion de femmes dans le personnel de la BCE, à tous les niveaux, était de 45,3 %. Cf. encadré 10 du chapitre 8 pour plus d'informations sur la parité hommes-femmes appliquée aux évolutions de carrière à la BCE.

Tableau 2

Objectifs de genre et proportion de femmes dans le personnel de la BCE

	Proportion de femmes fin 2019	Objectif de genre à fin 2019
Postes de direction	30,8 %	28 %
Total encadrement/direction	30,3 %	35 %

Source : BCE.

Notes : La proportion de femmes dans le personnel est mesurée sur la base du nombre de titulaires d'un contrat à durée indéterminée ou à durée déterminée. Données au 1^{er} janvier 2020.

En 2019, afin d'attirer une variété de talents, la BCE a rendu ses offres d'emploi plus inclusives en invitant explicitement les candidats à postuler indépendamment de considérations d'âge, de handicap, d'appartenance ethnique, de genre, d'identité sexuelle, de religion, d'orientation sexuelle, etc. La BCE a également continué à faire appel aux candidats par l'intermédiaire de plateformes de recrutement inclusives, notamment en participant à *Sticks & Stones*, le plus important salon européen de l'emploi destiné à la communauté LGBT+, et à la *European Women in Tech Conference* (conférence européenne des femmes dans le domaine des technologies).

La BCE encourage l'évolution professionnelle de son personnel et lui offre un large éventail de possibilités de formation continue et d'évolution professionnelle pour l'aider à faire face aux défis d'un monde qui change en permanence. Au cours de l'année écoulée, elle a œuvré au niveau du SEBC/MSU afin de développer, à l'échelle du système, une stratégie cohésive de formation continue et d'évolution professionnelle visant à aider ses talents à offrir le meilleur service pour l'Europe. Cette stratégie s'est appuyée sur des initiatives de formation continue au niveau local, qui ont été proposées aux membres du personnel de l'ensemble du SEBC et du MSU pour promouvoir une culture d'apprentissage qui associe productivité, compétences et efficacité à la formation continue et à l'évolution professionnelle.

Les dirigeants jouent un rôle central dans l'amélioration des performances des individus et des équipes, au bénéfice de l'organisation. Dans cet esprit, la BCE a mené avec succès, ces dernières années, un programme modulaire ayant pour objectif l'amélioration des aptitudes à diriger (*Leadership Growth Programme*). Achievé en novembre 2019, ce programme a noué le dialogue avec plus de 600 dirigeants à tous les niveaux, y compris avec des chefs d'équipe occupant des fonctions non managériales. L'ambition était de renforcer les capacités à diriger et, ainsi, d'améliorer l'efficacité organisationnelle et de former des équipes solides ayant pour vision, objectif et aspiration communs une BCE plus forte.

En 2019, après avoir profondément revu la manière dont elle soutient l'évolution professionnelle de son personnel, la BCE a mis en œuvre un nouveau cadre complet relatif aux carrières. Ce cadre comprend de nouvelles méthodes de promotion du personnel et des changements dans les processus et les règles facilitant et encourageant la mobilité en tant que vecteur d'évolution (échange de postes au sein de la banque ou acquisition d'une expérience en dehors de celle-ci). Grâce à ces changements, qui visent à préserver la motivation du personnel et à soutenir l'évolution professionnelle de ses membres, la BCE est devenue un employeur de référence.

12.2 Nouveau renforcement des normes d'intégrité et de gouvernance

Les agendas mensuels et les déclarations d'intérêts de tous les responsables de haut niveau sont publiés sur le site internet de la BCE

Avec l'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2019, du code de conduite unique à l'usage des responsables de haut niveau de la BCE (le « code de conduite unique »), la BCE a réaffirmé son engagement en faveur de l'application des normes les plus exigeantes en matière d'intégrité et de gouvernance. Le code de conduite unique introduit des règles spécifiques relatives aux activités postérieures à l'emploi, aux opérations financières privées et aux relations avec des groupes d'intérêt et il oblige l'ensemble des membres des organes de haut niveau de la BCE à publier leurs agendas mensuels (depuis janvier 2019) et à soumettre, une fois par an, au comité d'éthique professionnelle leurs déclarations d'intérêts signées pour évaluation et publication ultérieure sur le site Internet de la BCE.

Par ailleurs, le comité d'éthique professionnelle⁶⁹ conseille les membres des organes de haut niveau de la BCE sur tous les aspects de l'éthique professionnelle, notamment en ce qui concerne les activités postérieures à l'emploi et les activités professionnelles rémunérées des membres du cercle familial⁷⁰. Compte tenu de l'importance croissante des questions de bonne conduite et de bonne gouvernance, la BCE a instauré, pour l'ensemble des nouveaux membres et des membres sortants des organes de haut niveau de la BCE, des réunions de début et de fin de mandat avec le chef du bureau de conformité et de gouvernance (*Chief Compliance and*

⁶⁹ À l'été 2019, M. Patrick Honohan a succédé à M. Jean-Claude Trichet à la présidence du comité d'éthique professionnelle.

⁷⁰ Cf. la décision (UE) 2015/433 de la Banque centrale européenne du 17 décembre 2014 concernant l'établissement d'un comité d'éthique professionnelle et son règlement intérieur (BCE/2014/59).

Governance Officer) de la BCE afin d'aborder les obligations auxquelles ils sont soumis en vertu du code de conduite unique.

La coopération entre les banques centrales des pays de la zone euro et les autorités de surveillance nationales à travers le groupe de travail qui rassemble des responsables des questions de conformité et d'éthique (*Ethics and Compliance Officers Task Force*, ECTF) s'est encore intensifiée en 2019. L'ECTF s'est mué en plateforme d'échange d'informations et en forum de soutien à la mise en œuvre cohérente du code de conduite unique au sein de l'Eurosystème et de la supervision bancaire européenne. En vue de créer des possibilités d'apprentissage réciproque supplémentaires, l'ECTF a organisé des sessions thématiques avec des pairs extérieurs, dont le Bureau de la déontologie des Nations unies, le bureau de la Médiatrice européenne et la Cour des comptes européenne, qui a présenté son rapport sur les cadres éthiques de certaines institutions de l'UE contrôlées.

S'agissant des membres du personnel, le contrôle de conformité annuel des opérations financières privées a été effectué, en 2019, sur un échantillon aléatoire correspondant à 10 % de l'ensemble des effectifs et comprenant les membres des organes de haut niveau de la BCE. En outre, la BCE a suivi l'avis de son prestataire de services extérieur en réalisant, en 2019, un contrôle de conformité *ad hoc* sur un groupe spécifique de membres du personnel.

Conformément à son [mandat](#), le Comité d'audit de la BCE a continué d'assister le Conseil des gouverneurs dans le champ de ses missions et responsabilités en ce qui concerne l'intégrité de l'information financière, la surveillance des contrôles internes, la conformité avec les lois, réglementations et codes de conduite applicables et l'exercice des fonctions d'audit. En 2019, il s'est intéressé, en particulier, aux risques liés à la cybersécurité et à l'adéquation du cadre de gestion des risques financiers de l'Eurosystème. Par ailleurs, il a cherché à favoriser l'adoption d'une approche proactive lors des contrôles des suites données aux recommandations d'audit.

En application des principes de transparence et de responsabilité, les membres des organes de haut niveau de la BCE entretiennent des contacts et interactions réguliers avec le grand public et une audience de spécialistes des secteurs public et privé, du monde universitaire, de groupes d'intérêt et d'associations représentatives. Ces dialogues et ces débats s'inscrivent dans un [cadre](#) public bien établi garantissant un niveau élevé de transparence et de bonne gouvernance.

En 2019, la BCE a répondu à 113 demandes d'accès formulées par des citoyens de l'UE et a donné accès à plus de 200 documents (dont certains n'ont été communiqués que partiellement).

De plus, dans le cadre de son engagement permanent en faveur d'une bonne gouvernance et de la transparence, la BCE a décidé, en 2019, d'introduire une nouvelle politique selon laquelle les documents du Comité des gouverneurs et de l'Institut monétaire européen, qui ont précédé la BCE, créée en juin 1998, seraient déclarés comme des archives historiques, ce qui en faciliterait l'accès par le public.

Encadré 12

L'euro a vingt ans

Le 1^{er} janvier 2019, notre monnaie unique, l'euro, a fêté son vingtième anniversaire. Il y a deux décennies, le 1^{er} janvier 1999, onze pays de l'UE fixaient leurs taux de change et adoptaient une politique monétaire partagée, dont ils confiaient la conduite à la BCE. L'euro a d'abord été une monnaie électronique, utilisée pour les paiements scripturaux et sur les marchés financiers. Les billets et les pièces en euros ont été mis en circulation trois ans plus tard, le 1^{er} janvier 2002. Aujourd'hui, l'euro est la monnaie de 340 millions d'Européens vivant dans 19 pays de l'UE. Deuxième monnaie la plus importante au monde – après le dollar des États-Unis – l'euro fait partie de notre quotidien et constitue le symbole le plus tangible du projet européen. Il bénéficie d'un soutien inégalé à ce jour au sein de la zone euro, 76 % des participants à l'enquête Eurobaromètre affirmant que la monnaie unique est une bonne chose pour l'UE ([enquête Eurobaromètre de novembre 2019](#)).

Vingt ans de monnaie unique

Les pays de l'UE qui ont adopté l'euro, le 1^{er} janvier 1999 et au cours des années suivantes, ont parcouru un long chemin ensemble. Les vingt dernières années ont été exceptionnelles pour la zone euro. La première décennie peut être considérée comme l'apogée de trente années d'expansion du cycle financier mondial. La seconde, en revanche, a été marquée par la pire crise économique et financière depuis les années 1930, caractérisée, d'abord, par une crise financière internationale, puis par une crise de la dette souveraine.

Le projet européen, qui inclut l'Union économique et monétaire (UEM), évolue avec le temps. Un examen attentif des [structures économiques de la zone euro après vingt ans de monnaie unique](#) permet de faire valoir que la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine ont révélé leur capacité de résistance. Les pays de la zone euro ont réalisé des efforts considérables pour faire face à la crise et, ensemble, renforcer cette capacité de résistance. La dynamique de crise a également permis de renforcer l'UEM. La mise en place de la supervision bancaire européenne a, en particulier, constitué une réalisation majeure. Toutefois, l'UEM reste inachevée et de nouveaux progrès doivent être accomplis afin de tirer tous les avantages de la monnaie unique, au bénéfice de l'ensemble des Européens.

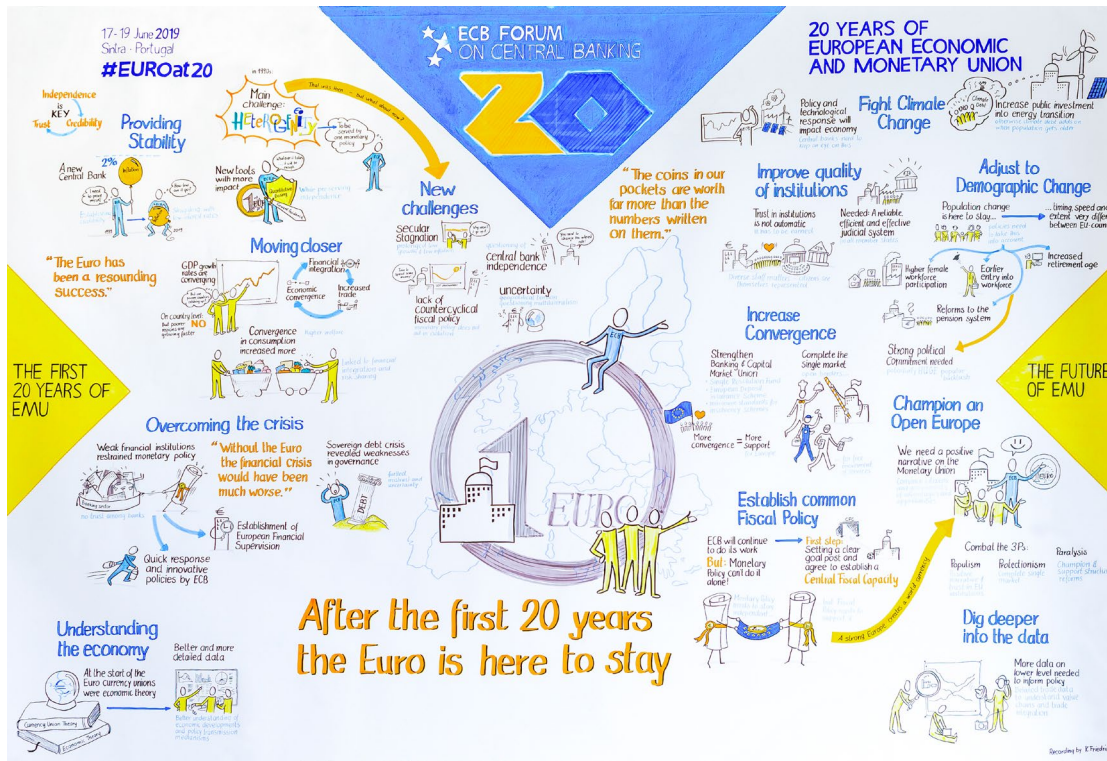
La BCE a célébré #EUROat20

Le [vingtième anniversaire de l'euro](#) a marqué une étape importante pour la BCE, qui l'a célébré à plusieurs occasions. Que ce soit à travers des spectacles artistiques et de musique (dans le cadre des [Journées culturelles de la BCE 2019](#), qui mettaient à l'honneur la culture et l'identité communes de l'Europe), des campagnes sur les réseaux sociaux (cf. le [jeu-concours Duel Quiz de la BCE](#)) ou des conférences de haut niveau des banques centrales, en particulier le [Forum de la BCE sur les activités de banque centrale](#), qui s'est tenu à Sintra entre le 17 et le 19 juin 2019, le vingtième anniversaire de l'euro nous a aidés à nous rapprocher des citoyens européens.

Plus particulièrement, le thème sous lequel a été placé le forum de la BCE à Sintra était les vingt ans de l'Union économique et monétaire européenne. Le forum s'est intéressé à l'expérience acquise jusqu'à présent dans le cadre de l'UEM et aux facteurs nécessaires à son succès futur. Les participants ont abordé les progrès effectués dans le domaine de la convergence économique et le rôle joué par les politiques budgétaires par rapport à la politique monétaire en ce qui concerne la stabilisation macroéconomique dans une union monétaire inachevée. Ils ont, de plus, recensé des

déterminants-clés de la croissance future dans la zone euro (tels que les dynamiques démographiques). Les principaux sujets abordés sont illustrés ci-dessous.

Vingt ans d'Union économique et monétaire européenne : représentation graphique du Forum de la BCE sur les activités de banque centrale organisé à Sintra



Sources : BCE.

Comptes annuels

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2019~9eecd4e8df.fr.html>

Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2019

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2019~fed8c5244a.fr.html>

Statistical section (disponible uniquement en anglais)

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar_annex2019_statistical_section~bf923b8ecc.en.pdf

© Banque centrale européenne, 2020

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site Internet www.ecb.europa.eu

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont autorisées en citant la source

La date d'arrêté des données figurant dans le présent *Rapport* est le 10 mars 2020.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

La traduction de ce Rapport a été effectuée par la Banque centrale européenne, la Banque de France et la Banque nationale de Belgique.

En cas de divergence d'interprétation, seul le texte original fait foi.

HTML ISBN 978-92-899-4123-5, ISSN 2443-4779, doi:10.2866/937, QB-BS-20-001-FR-Q

PDF ISBN 978-92-899-4116-7, ISSN 2443-4779, doi:10.2866/30304, QB-BS-20-001-FR-N