



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

Rapport annuel

2018



Sommaire

L'année 2018 en bref	4
L'année en chiffres	7
1 L'expansion de l'activité économique s'est poursuivie à des taux supérieurs au potentiel, tandis que les tensions sur les coûts se sont intensifiées et généralisées	9
1.1 Une expansion mondiale moins équilibrée	9
1.2 La croissance s'est ralentie, mais demeure cohérente avec une poursuite de l'expansion économique.	13
Encadré 1 Le vieillissement de la population et son impact budgétaire	18
1.3 La trajectoire de l'inflation s'est déplacée vers le haut	23
1.4 Des conditions de financement favorables ont soutenu la croissance de la monnaie et du crédit	25
2 La politique monétaire : patience, prudence et persévérance restent primordiales	31
2.1 Les achats nets d'actifs ont été réduits progressivement, tout en préservant l'orientation accommodante de la politique monétaire	31
Encadré 2 La liquidité du marché de la dette souveraine de la zone euro et la mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur public	36
Encadré 3 L'effet du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur le financement des sociétés non financières dans la zone euro	41
2.2 La dynamique du bilan de l'Eurosystème vers la fin des achats nets d'actifs	44
2.3 Le cadre de gestion des risques pour l'APP atténue les risques financiers tout en apportant un soutien à l'objectif de politique monétaire	47
3 Secteur financier de la zone euro : face aux risques, la résilience des banques s'accroît	52
3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2018	52
3.2 La fonction macroprudentielle de la BCE	56

3.3	Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité individuelle des banques	59
Encadré 4	Le test de résistance des banques mené en 2018 à l'échelle de l'UE	60
3.4	Contribution de la BCE au renforcement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux	63
4	Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements	66
4.1	Les services TARGET	66
4.2	Maintenir la sécurité et l'efficacité des infrastructures financières à travers l'ensemble du processus de transformation numérique	67
5	Les efforts en vue de soutenir le fonctionnement du marché et les services financiers offerts aux autres établissements	70
5.1	L'ESTR, le nouveau taux d'intérêt de référence au jour le jour pour les marchés monétaires de la zone euro	70
5.2	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt	74
5.3	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	74
Encadré 5	Le Code global de bonne conduite sur le marché des changes	75
6	Plus de billets, moins de contrefaçons	78
6.1	Forte hausse des billets en circulation	78
Encadré 6	Enquête de l'Eurosystème sur les services de traitement des espèces offerts par les établissements de crédit et sur l'acceptation des paiements en espèces par les détaillants	80
6.2	La contrefaçon des billets en euros est demeurée faible et a encore reculé	85
6.3	Les billets de 100 et de 200 euros dotés de signes de sécurité perfectionnés ont été dévoilés	86
7	Les statistiques	88
7.1	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	88
Encadré 7	Une approche collaborative dans le cadre des statistiques du SEBC	89

7.2	Une transparence accrue et une communication améliorée	92
Encadré 8	Vingt ans de statistiques du SEBC : et ensuite ?	93
8	Les priorités de la BCE en matière de recherche	95
8.1	Les activités des pôles de recherche du SEBC et le projet PRISMA	95
8.2	Les conférences et les publications	97
9	Les activités et obligations juridiques	99
9.1	Compétences de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE	99
9.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	100
9.3	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	104
10	Questions essentielles aux agendas européen et international	106
10.1	Approfondir l'UEM	106
10.2	S'acquitter de sa responsabilité	107
10.3	Conséquences du Brexit	109
10.4	Les relations internationales	110
11	Renforcer la communication	112
12	Bonne gouvernance, excellence organisationnelle, capacité de résistance et performance environnementale	115
12.1	Développer l'excellence à travers la diversité et l'inclusion	115
12.2	Le renforcement des normes d'intégrité et de gouvernance	116
12.3	La cyberrésistance	117
12.4	Réduire l'empreinte écologique de la BCE	121
Comptes annuels		A1
Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2018		C1
Statistical section (disponible uniquement en anglais)		S1

L'année 2018 en bref



L'expansion économique de la zone euro s'est poursuivie en 2018, mais à rythme plus lent. **La croissance a en effet ralenti, de 2,5 % en 2017 à 1,8 %**, sous l'effet d'évolutions défavorables survenues au cours de l'année. Un fléchissement net des échanges commerciaux, conjugué à plusieurs facteurs propres aux différents pays et secteurs, a pesé en particulier sur les exportations nettes et l'industrie manufacturière.

Toutefois, l'économie de la zone euro a assez bien résisté, soutenue par le **redressement continu des marchés du travail**. Dix millions de personnes ont retrouvé un emploi depuis le point bas enregistré mi-2013 et le taux de chômage est revenu à 7,8 % en décembre, son plus bas niveau depuis octobre 2008. La dynamique vigoureuse des marchés du travail s'est traduite par une hausse continue et généralisée des salaires, qui a atteint 2,2 % au dernier trimestre. La progression de l'emploi et l'augmentation des salaires ont favorisé la consommation privée.

L'inflation totale s'est accélérée par rapport à l'année précédente et **s'est établie à 1,7 % en moyenne sur l'année 2018**, reflétant cependant essentiellement le renchérissement de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont fluctué sans réelle tendance tout au long de l'année. Les perspectives relatives à la demande intérieure, aux marchés du travail et à la hausse des salaires nous ont toutefois confortés dans l'idée que l'inflation continuerait de converger vers notre objectif à moyen terme.

Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a prévu, en juin 2018, de réduire le rythme mensuel des achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à 15 milliards d'euros à partir de septembre et de mettre fin aux achats nets en décembre si les données qui lui parviendraient confirmaient ses perspectives d'inflation à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a également indiqué, à ce moment, qu'il s'attendait à ce que les taux d'intérêt directeurs de la BCE restent à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019¹ et, quoi qu'il arrive, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations d'un ajustement durable.

En décembre, le **Conseil des gouverneurs** a réexaminé les perspectives économiques et confirmé l'évaluation posée en juin. Il a donc **mis un terme aux achats nets d'actifs au titre de l'APP et réaffirmé ses indications approfondies** sur la trajectoire future des taux d'intérêt. Il a, dans le même temps, rappelé qu'**un niveau significatif de relance monétaire restait essentiel** pour consolider le renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme.

¹ En mars 2019, le Conseil des gouverneurs a fait savoir qu'il s'attendait désormais à ce que les taux d'intérêt directeurs restent à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Cette relance serait fournie par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs, appuyées par les réinvestissements des remboursements au titre du principal du volume considérable de titres, acquis dans le cadre de l'APP, arrivant à échéance. Le Conseil des gouverneurs a indiqué que ces réinvestissements continueraient d'être effectués pendant une période prolongée après la date à laquelle les taux d'intérêt directeurs augmenteraient et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé qu'il se tenait prêt, en tout état de cause, à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

La poursuite de la reprise intérieure et les mesures microprudentielles et macroprudentielles **ont aussi contribué à conforter la capacité de résistance du secteur financier** en 2018. Le ratio agrégé de fonds propres de base de catégorie 1 des établissements importants a atteint 14,2 % à la fin du troisième trimestre 2018. L'encours de prêts non performants (*non-performing loans*, NPL) a diminué de 94 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de l'année et le ratio agrégé de NPL des établissements importants de la zone euro s'est établi à 4,2 %, contre 5,2 % l'année précédente.

La prise de risques sur différents segments des marchés financiers et immobiliers a fait apparaître de légers signes de surévaluation des prix agrégés dans certaines régions, avec des disparités notables entre les pays, tandis que les risques continuaient de s'accumuler dans le secteur financier non bancaire. Dans ce contexte, des mesures macroprudentielles ont été mises en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro pour atténuer les risques systémiques : en 2018, la BCE a examiné cent-trois notifications de décisions de politique macroprudentielle soumises par les autorités nationales.

La BCE a continué de **soutenir la réforme des taux de référence dans la zone euro**, en élaborant un taux de référence du marché monétaire au cours de l'année 2018. Elle a publié la méthodologie de calcul du taux à court terme en euros (*euro short-term rate*, €STR) en juin 2018, après deux consultations publiques ayant montré un large soutien. L'€STR se fonde sur les volumes quotidiens moyens à hauteur de quelque 32 milliards d'euros échangés par environ trente-deux banques. Le groupe de travail du secteur privé sur les taux sans risque pour l'euro a recommandé en septembre 2018 que l'€STR remplace l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro). L'€STR sera disponible à partir d'octobre 2019, à l'issue d'une période de tests approfondis réalisés en interne par l'Eurosystème.

En 2018, **une avancée majeure a également été effectuée dans les paiements en euros** avec le lancement par l'Eurosystème, en novembre, du service de règlement des paiements instantanés TARGET (*TARGET Instant Payment Settlement*, TIPS), qui permet de procéder à des paiements instantanés 24 heures sur 24 en moins de dix secondes.

Selon l'Eurobaromètre publié en décembre, **la proportion de personnes interrogées favorables à l'euro a augmenté, pour atteindre 75 %**. La BCE a maintenu ses efforts pour être proche des habitants de la zone euro et pour améliorer **l'exercice de sa responsabilité et la transparence**, à travers le dialogue avec le Parlement européen, mais aussi en conduisant des « Dialogues avec la jeunesse » et en promouvant la consultation de son site Internet, l'usage des médias sociaux et son Centre des visiteurs.

En 2019, une forte relance monétaire demeurera essentielle pour assurer la poursuite à moyen terme du renforcement des tensions domestiques sur les prix. Compte tenu de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités des marchés émergents, la patience, la prudence et la persévérance resteront de mise dans la conduite de la politique monétaire de la zone euro.

Francfort-sur-le-Main, avril 2019

Mario Draghi
Président

L'année en chiffres



Ralentissement de la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2018

1,8 %

La croissance de la production dans la zone euro se poursuit en 2018. Son rythme a toutefois été inférieur à celui de 2017, reflétant un ralentissement des échanges internationaux, accentué par des évolutions spécifiques à certains pays et certains secteurs.



Accélération de l'inflation totale en 2018

1,7 %

L'inflation totale moyenne dans la zone euro s'est encore accélérée, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires.



Expansion accrue du bilan de l'Eurosystème

3 400 milliards d'euros

L'APP a entraîné une nouvelle expansion du bilan de l'Eurosystème en 2018, bien qu'à un rythme légèrement plus lent que celui des années précédentes. Fin 2018, les rubriques liées à la politique monétaire figurant à l'actif du bilan représentaient 3 400 milliards d'euros.



Baisse sensible de l'encours total des prêts non performants

– 94 milliards d'euros

La solvabilité des banques est demeurée solide, tandis que l'encours total des prêts non performants a sensiblement diminué au cours des trois premiers trimestres de l'année.



Paiements en temps réel, 24 heures sur 24, dans toute l'Europe



Un pourcentage sans précédent de la population en faveur de l'euro

< 10 secondes

Grâce au lancement de TIPS en novembre 2018, les particuliers et les entreprises peuvent effectuer des transferts de fonds en moins de dix secondes en recourant aux services de paiement instantané.



Communication accrue avec le public

75 %

En 2018, 75 % des 340 millions d'habitants de la zone euro étaient en faveur de l'euro. Le meilleur résultat enregistré à ce jour.



Renforcement des défenses de la BCE

20 743 visiteurs

En 2018, la BCE a accueilli 20 743 personnes dans le centre des visiteurs qu'elle a récemment ouvert. La BCE continue d'intensifier sa participation dans les médias sociaux en lançant son compte sur Instagram au mois de novembre. Plus de 457 000 *followers* restent en contact avec la BCE via Twitter.

33 institutions à travers le monde

La BCE encourage le partage d'informations au sein du SEBC et contribue au réseau d'échange d'informations *Operational Security Situational Awareness* (OSSA), qui comprend trente-trois membres à travers le monde.

1

L'expansion de l'activité économique s'est poursuivie à des taux supérieurs au potentiel, tandis que les tensions sur les coûts se sont intensifiées et généralisées

Après une dynamique de croissance particulièrement robuste en 2017, l'expansion économique de la zone euro s'est poursuivie en 2018, mais à un rythme plus modéré, la demande extérieure s'étant affaiblie et certains facteurs spécifiques à des pays et à des secteurs ayant freiné la croissance. Dans le même temps, les moteurs sous-jacents de la demande intérieure restent présents. De nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail ont soutenu la consommation privée, tandis que l'investissement des entreprises a continué de bénéficier des conditions de financement favorables et de l'amélioration des bilans. L'expansion en cours et les tensions sur les marchés du travail se sont également traduites par la poursuite du renforcement et la généralisation des tensions d'origine interne sur les coûts. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées. Toutefois, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

1.1

Une expansion mondiale moins équilibrée

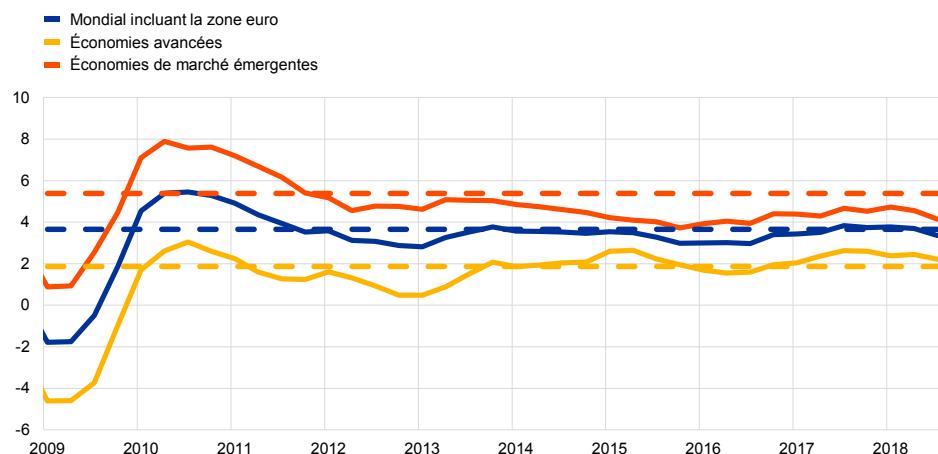
La croissance mondiale s'est poursuivie à un rythme proche de sa moyenne de long terme

L'expansion économique mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier de 3,6 % au cours des trois premiers trimestres de 2018, soit un taux comparable à celui de l'année précédente et proche de sa moyenne de long terme (cf. graphique 1). Toutefois, par rapport aux années précédentes, le redressement de l'activité économique est devenu plus inégal et moins synchronisé entre les pays. Tandis que la croissance est demeurée robuste aux États-Unis, elle s'est tassée dans plusieurs autres économies, y compris au Japon et sur certains marchés émergents, en particulier la Turquie et l'Argentine. L'activité s'est également ralentie en Chine au second semestre de l'année. L'examen des différentes composantes montre que la croissance de la production industrielle et du commerce mondial s'est affaiblie, tandis que la croissance de la consommation privée est demeurée soutenue.

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 des parités de pouvoir d'achat. Les lignes en pointillés indiquent la moyenne de long terme (entre mars 1999 et septembre 2018).

Dans de nombreux pays, les taux de chômage sont revenus à leurs points bas d'après la crise

Au début de la neuvième année consécutive de l'expansion mondiale en cours, les taux de chômage dans les économies avancées et émergentes ont poursuivi leur baisse et, dans de nombreux pays, sont revenus à leurs points bas d'après la crise. Dans certains cas, ils se sont même établis à des niveaux historiquement bas, comme au Royaume-Uni et au Japon. Des pénuries de main-d'œuvre sont apparues clairement dans plusieurs économies avancées, notamment s'agissant des travailleurs spécialisés et hautement qualifiés.

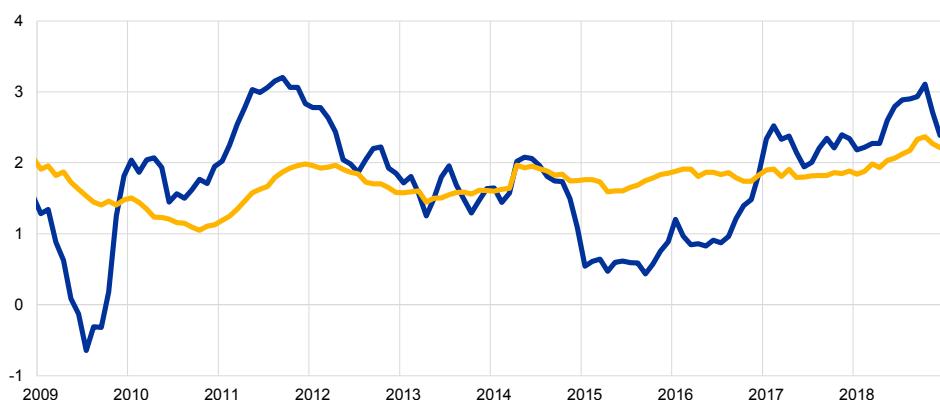
De plus en plus de signes indiquent que la baisse persistante de la sous-utilisation des capacités dans la production et sur les marchés du travail au niveau mondial s'est très progressivement traduite par une croissance plus soutenue des salaires et une accélération de l'inflation sous-jacente. Dans la zone OCDE, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) s'est accélérée pour s'établir à 2,1 % en 2018. L'inflation totale a augmenté bien plus fortement, atteignant 2,6 % en rythme annuel, en dépit d'un fléchissement au second semestre de l'année principalement sous l'effet d'une baisse des prix du pétrole (cf. graphique 2).

Graphique 2

Taux d'inflation dans l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

- Toutes rubriques confondues
- Hors énergie et produits alimentaires



Sources : Haver Analytics, OCDE et calculs de la BCE.

Les évolutions du côté de l'offre ont été un facteur clé à l'origine de l'évolution des prix du pétrole en 2018, dans un environnement caractérisé par une demande mondiale toujours solide et des stocks tendus. Au premier semestre, les prix du pétrole ont augmenté graduellement, passant de quelque 67 dollars le baril à 79 dollars le baril, les baisses de production décidées par les 22 producteurs de l'OPEP et hors OPEP ayant été mieux respectées que prévu. Les prix du pétrole ont fluctué entre 70 dollars et 86 dollars le baril jusqu'au début de l'automne, mais sont ensuite revenus à 52 dollars environ le baril à la fin de l'année. La hausse ayant conduit au pic de 86 dollars le baril début octobre était liée aux craintes d'une forte baisse des exportations de pétrole iranien à la suite de la réintroduction de sanctions par les États-Unis. Cependant, les prix du pétrole ont nettement baissé fin décembre en raison de la combinaison d'une détérioration des perspectives de la demande et d'inquiétudes liées à une offre excédentaire, les États-Unis, certains membres de l'OPEP et la Fédération de Russie ayant augmenté leur production. De plus, les sanctions imposées à la République islamique d'Iran ont fait l'objet de certaines dérogations. Dans le même temps, les prix des matières premières hors pétrole (libellés en dollars) ont globalement diminué en 2018². Les prix des produits alimentaires et des métaux sont demeurés globalement stables au premier semestre 2018. Les prix des produits alimentaires ont baissé au deuxième semestre dans un contexte d'offre alimentaire abondante au niveau mondial et de préoccupations relatives aux droits de douane américains et au risque de représailles de la part des pays concernés. Les prix des métaux ont également reculé depuis l'été en raison d'une baisse de la demande de la Chine et d'inquiétudes relatives à une escalade des tensions commerciales.

Le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié

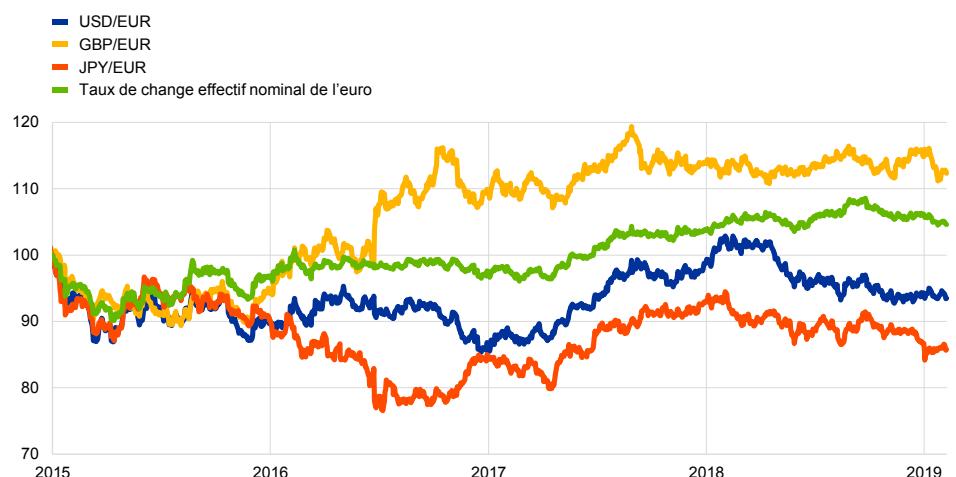
Le taux de change de l'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux (cf. graphique 3) depuis début 2018. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié vis-à-vis des autres grandes devises. La dépréciation de l'euro a été particulièrement

² Source des données : Institut de recherche économique de Hambourg (HWWI).

prononcée par rapport au dollar, au yen japonais et, bien que dans une moindre mesure, par rapport au franc suisse. Dans le même temps, l'euro s'est nettement apprécié vis-à-vis de la plupart des devises des marchés émergents, en particulier du renminbi chinois et, en raison de facteurs défavorables sur le plan intérieur, de la livre turque et du peso argentin.

Graphique 3 Taux de change de l'euro

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



Sources : Bloomberg, HWI, BCE et calculs de la BCE.

Note : Taux de change effectif nominal vis-à-vis des 38 principaux partenaires commerciaux.

L'incertitude relative aux échanges commerciaux a assombri les perspectives mondiales

Si la croissance mondiale s'est poursuivie à un rythme soutenu, les risques et les incertitudes ont assombri de plus en plus les perspectives. En particulier, l'incertitude relative aux échanges commerciaux s'est accentuée sous l'effet des mesures prises par l'Administration américaine et des réactions de ses partenaires commerciaux. Elle a atteint un point culminant avec deux annonces par l'Administration américaine de droits de douane portant sur 250 milliards de dollars d'exportations chinoises au cours de l'été et l'annonce par la Chine de sa riposte portant sur 110 milliards de dollars d'exportations en provenance des États-Unis. En outre, les doutes relatifs au Brexit ont également pesé sur les perspectives commerciales. L'incidence directe de ces droits de douane devrait rester contenue au niveau mondial. Néanmoins, ces menaces protectionnistes sont susceptibles d'éroder la confiance, de perturber les chaînes de valeur mondiales et d'affecter défavorablement l'investissement, et représentent à leur tour un risque négatif pesant sur les perspectives de l'économie mondiale. À la fin de l'année, des signes montraient déjà que l'incertitude relative aux échanges commerciaux avait commencé à affecter la conduite des affaires. Si les conflits commerciaux s'intensifiaient, la croissance mondiale pourrait être fortement affaiblie.

1.2

La croissance s'est ralenti, mais demeure cohérente avec une poursuite de l'expansion économique.



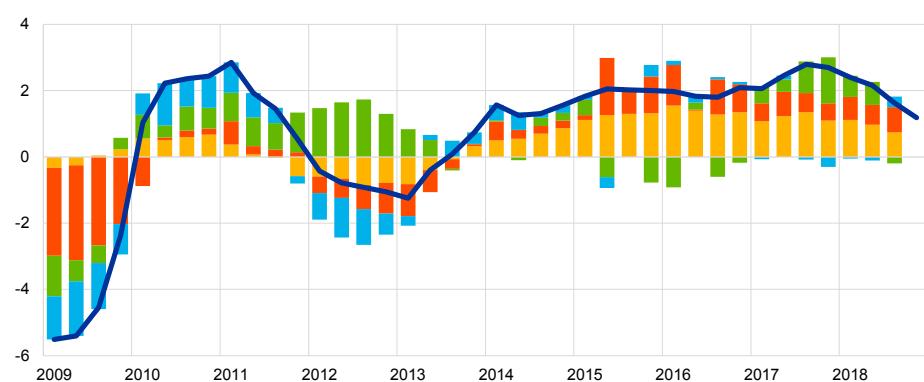
La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est ralenti en 2018

Après une dynamique de croissance particulièrement robuste en 2017, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est ralenti, revenant à 1,8 % en 2018 (cf. graphique 4). Bien que ce ralentissement soit principalement imputable à un affaiblissement du commerce mondial, d'autres facteurs d'une nature plus transitoire ont également joué un rôle. Au premier semestre 2018, des perturbations liées aux conditions météorologiques et aux mouvements sociaux, en particulier dans le secteur des transports, ont affecté la production dans plusieurs pays. Au second semestre, et en particulier au troisième trimestre, la production automobile a subi d'importantes perturbations à la suite de l'introduction, le 1^{er} septembre, de la procédure d'essai mondiale harmonisée pour les véhicules légers (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure*). De plus, le fléchissement de la croissance peut avoir été aggravé par une accentuation de l'incertitude politique, notamment liée aux perspectives de renforcement du protectionnisme.

Graphique 4
PIB en volume de la zone euro

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

- PIB en volume
- Consommation
- Investissement
- Exportations nettes
- Variations des stocks



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La croissance annuelle du PIB pour le quatrième trimestre 2018 correspond à l'estimation rapide préliminaire, tandis que les dernières observations relatives aux composantes se rapportent au troisième trimestre 2018.

Dans le même temps, la dynamique de fond de la croissance est restée solide

Dans le même temps, la dynamique de fond de la croissance est restée solide, soutenue par un marché du travail robuste et une croissance régulière des revenus et des bénéfices. Les répercussions de la faiblesse et de l'incertitude accrue en termes de demande extérieure par rapport à la demande intérieure sont demeurées contenues jusqu'ici.

La consommation privée dans la zone euro a augmenté en 2018 à un rythme annuel moyen de 1,3 % environ, soutenue par une augmentation des revenus du travail et des conditions de financement favorables. Dans le même temps, la hausse graduelle des prix du pétrole enregistrée depuis mi-2017 n'a pas entamé significativement la croissance du revenu disponible réel. Avec la poursuite de l'expansion économique, la

contribution des impôts et des transferts est devenue légèrement plus négative en 2018. Lorsque la conjoncture est favorable, les stabilisateurs budgétaires automatiques tendent à exercer un effet modérateur sur la croissance du revenu disponible réel.

La croissance de la demande intérieure, des conditions de financement favorables et la rentabilité des entreprises ont continué de soutenir les investissements des entreprises dans la zone euro en 2018. L'investissement s'est également inscrit en hausse dans les secteurs confrontés à des contraintes de capacité telles que les transports. Toutefois, un environnement extérieur moins dynamique et le renforcement de l'incertitude mondiale, en particulier concernant les politiques commerciales, ont pesé sur l'activité d'investissement des entreprises, notamment celles qui sont plus exposées à l'environnement extérieur. Pour l'avenir, la croissance de l'investissement des entreprises devrait se ralentir en raison d'un environnement extérieur moins favorable et d'une demande finale plus faible, ainsi que du durcissement progressif attendu des conditions de financement.

L'investissement dans la construction, résidentielle comme non résidentielle, a également continué de s'améliorer, bien qu'à partir de niveaux bas, parallèlement à la reprise sur les marchés de l'immobilier de la zone euro. Cette évolution a reflété, quant à elle, une hausse de la demande intérieure, qui a été soutenue par la croissance du revenu réel, par l'environnement de faibles taux d'intérêt et par des conditions de crédit favorables. Des goulets d'étranglements sur le marché du travail ont cependant limité la croissance dans le secteur de la construction en 2018.

La contribution du secteur extérieur à la performance globale de la zone euro a été particulièrement modeste en 2018, en tout cas nettement plus faible qu'en 2017. Un affaiblissement de la demande étrangère, surtout en provenance d'Asie et en particulier s'agissant des biens d'équipement, dû à un renforcement de l'incertitude et à un accroissement des tensions commerciales, a pénalisé les exportations de la zone euro vers cette région et freiné la contribution du total des exportations nettes au PIB. Les exportations vers le Royaume-Uni et la Chine sont celles qui ont le plus souffert de la transformation de l'environnement international, tandis que les exportations vers les États-Unis en ont bénéficié, probablement en raison d'effets d'anticipation liés au risque que l'Administration américaine applique des droits de douane aux importations en provenance de l'UE. Soutenue par des évolutions économiques positives dans la zone, la dynamique des échanges commerciaux au sein de la zone euro s'est tout d'abord montrée résistante. Toutefois, elle s'est sensiblement affaiblie au second semestre 2018, l'incertitude relative aux échanges commerciaux et les nouvelles normes d'émission applicables aux automobiles ayant pesé sur les échanges de biens d'équipement et de voitures. Certains facteurs défavorables peuvent également avoir résulté d'appreciations antérieures de l'euro.

En 2018, la croissance de la production a continué de concerner l'ensemble des secteurs (cf. graphique 5). La valeur ajoutée brute totale a encore augmenté, d'environ 2 %, soit un chiffre légèrement plus faible que l'année précédente mais proche des taux de croissance enregistrés en 2015 et 2016. La valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) et la valeur ajoutée dans le secteur des services ont toutes deux augmenté de 2 % environ en 2018. Dans le même temps, la valeur

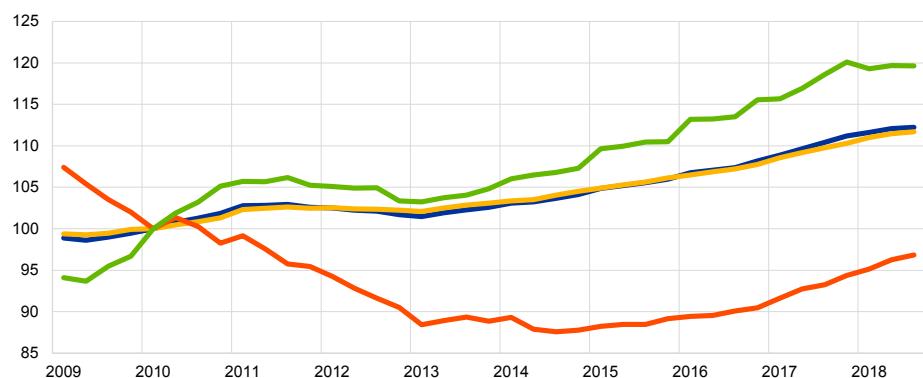
ajoutée dans la construction, quoique toujours inférieure à son niveau d'avant la crise, a poursuivi son expansion, augmentant de 4 % environ. Cela confirme encore une fois que le secteur de la construction se redresse de plus en plus par rapport à la période prolongée de contraction ou de faible croissance qui a suivi le déclenchement de la crise financière en 2008.

Graphique 5

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

(indice : T1 2010 = 100)

- Valeur ajoutée brute totale
- Services
- Construction
- Industrie hors construction



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018.

La situation a continué de s'améliorer sur les marchés du travail de la zone euro, tandis que la composition par âge de l'emploi a changé.

Les marchés du travail de la zone euro se sont encore redressés en 2018 ; depuis le point bas de 2013, l'emploi s'est accru d'environ 10 millions de personnes

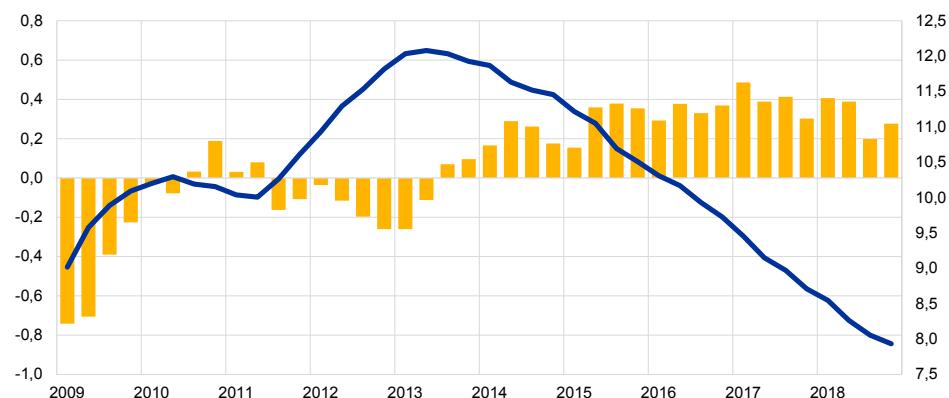
Les marchés du travail de la zone euro ont poursuivi leur redressement en 2018 (cf. graphique 6). Le taux de chômage a poursuivi son recul en 2018 pour s'inscrire à 7,8 % en décembre, son taux le plus faible depuis octobre 2008. La baisse du chômage, qui s'est amorcée au second semestre 2013, a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de leur sexe ou de la tranche d'âge à laquelle ils appartiennent, alors que les niveaux de taux de chômage continuent de différer de manière significative entre les pays de la zone euro. Au quatrième trimestre de l'année, le nombre de personnes occupant un emploi dans la zone euro s'est établi 1,3 % au-dessus du niveau observé pour le trimestre correspondant de 2017, ou 6,7 % au-dessus du dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013. Sur l'ensemble de la période de reprise, l'emploi s'est accru d'environ 10 millions de personnes. Cela porte le niveau d'emploi au-dessus de son pic d'avant la crise, qu'il avait atteint au premier trimestre 2008. La croissance de l'emploi au cours de la reprise a été généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, et est intervenue dans un contexte de nouvelles hausses de l'offre de travail.

Graphique 6

Indicateurs relatifs au marché du travail

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

- Taux de chômage (échelle de droite)
- █ Emploi (échelle de gauche)



Source : Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2018. La croissance trimestrielle de l'emploi pour le quatrième trimestre 2018 se rapporte à l'estimation rapide préliminaire.

Un examen plus attentif de la composition de la croissance de l'emploi montre que celle-ci s'est concentrée sur les personnes plus âgées³. De fait, les trois quarts environ de la croissance cumulée de l'emploi proviennent des travailleurs âgés de 55 à 74 ans. L'augmentation de l'emploi des personnes plus âgées durant la reprise est principalement due à la hausse du taux d'activité de ce groupe. On peut supposer que cela reflète largement l'incidence des réformes passées des systèmes de retraite, ainsi que l'augmentation du niveau d'instruction dans ce groupe. La hausse importante de la part des travailleurs plus âgés dans l'emploi peut entraîner des changements de grande ampleur dans l'économie, par le biais des effets sur les profils de la consommation, l'épargne et l'investissement, ainsi que sur l'évolution des salaires et de la productivité⁴. Au cours de la phase de reprise, environ un tiers de la croissance de l'emploi a résulté de l'emploi à temps partiel, qui est étroitement lié à la tendance haussière de long terme affichée par l'offre de main-d'œuvre des femmes et des travailleurs plus âgés, et de la poursuite de la concentration de la croissance de l'emploi dans le secteur des services⁵. Pour la période à venir, des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays et secteurs devraient contribuer à la modération de ces tendances persistantes.

³ Pour plus de détails sur la composition par âge de l'emploi, cf. l'encadré intitulé « [Les changements de composition à l'origine de la croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la reprise](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2018.

⁴ Cf. l'encadré 1 de l'article intitulé « [Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

⁵ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

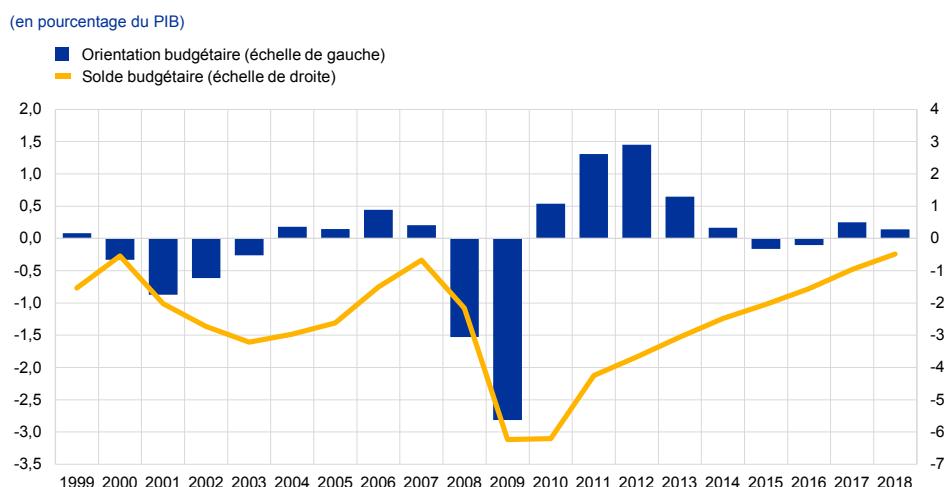
Le ratio de déficit des administrations publiques dans la zone euro a baissé principalement en raison d'évolutions conjoncturelles favorables

Le déficit des administrations publiques continue de se réduire, mais des risques inégaux perdurent.

Le ratio de déficit des administrations publiques dans la zone euro a poursuivi son recul en 2018, ressortant à 0,6 % du PIB, un niveau rarement observé depuis le début de l'Union économique et monétaire (UEM) en 1999 (cf. graphique 7). Comme c'est le cas depuis quelques années, la baisse du déficit total a résulté dans une large mesure d'évolutions conjoncturelles favorables, combinées à une diminution des charges d'intérêts, les dettes à coût élevé arrivées à échéance continuant d'être remplacées par de nouvelles dettes émises à des taux d'intérêt plus faibles. L'orientation budgétaire dans la zone euro⁶ a été globalement neutre en 2018, même si l'agrégat de la zone euro masque des disparités significatives entre pays, d'importantes recettes exceptionnelles dans quelques pays compensant un assouplissement budgétaire dans des pays vulnérables.

Graphique 7

Solde des administrations publiques et orientation budgétaire



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Dans un contexte d'expansion de l'activité économique, la réduction du déficit des administrations publiques a contribué à soutenir le recul du ratio dette brute/PIB, qui est revenu de 86,6 % en 2017 à 84,8 % en 2018. Si le ratio d'endettement devrait également s'inscrire en baisse au cours des prochaines années, il convient toutefois de garder à l'esprit que ce ratio demeure nettement plus élevé qu'au début de l'UEM. Des niveaux de dette élevés constituent une vulnérabilité, en particulier pour les pays qui souffrent d'une faible croissance potentielle et qui sont confrontés à des défis démographiques croissants (cf. encadré 1). De tels pays disposent d'une marge de manœuvre limitée pour ajuster les politiques budgétaires dans le cas d'une détérioration de l'activité économique ou d'une hausse des charges d'intérêts. Il serait

⁶ 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.

par conséquent judicieux de la part des pays vulnérables de constituer des coussins de sécurité tant que les conditions économiques le permettent.

Encadré 1

Le vieillissement de la population et son impact budgétaire

Le vieillissement de la population constitue un défi pour la viabilité des finances publiques dans la zone euro. Les sociétés vieillissent car les gens vivent plus longtemps et ont moins d'enfants. L'augmentation du taux de dépendance des personnes âgées, qui correspond au nombre de personnes âgées de 65 ans ou plus par rapport à la population en âge de travailler, rend bien compte de ces évolutions démographiques. Eurostat prévoit que ce taux passera de 31 % en 2016 à 52 % en 2070 dans l'ensemble de la zone euro. Cette hausse interviendra pour l'essentiel au cours des vingt prochaines années, au fur et à mesure que la génération du « baby boom » se rapprochera de l'âge de la retraite. Le vieillissement de la population pourrait également avoir d'importantes conséquences macroéconomiques défavorables, par exemple sur la productivité, sur la population active et sur le taux d'intérêt réel d'équilibre, mais le présent encadré examine uniquement son impact budgétaire.

Le vieillissement de la population aura une forte incidence sur les finances publiques au cours des décennies à venir. Les dépenses publiques liées au vieillissement de la population dans la zone euro, qui représentaient un quart du PIB en 2016, sont déjà élevées au regard des normes internationales. Selon le rapport 2018 sur le vieillissement de la population, elles devraient encore augmenter pour atteindre 28 % du PIB en 2040 avant de diminuer légèrement pour revenir à 27 % du PIB en 2070 (cf. graphique A)⁷. Le tableau d'ensemble masque une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre. Les projections d'évolution des dépenses totales liées au vieillissement de la population vont d'une hausse de 12,9 points de pourcentage du PIB au Luxembourg à une baisse de 6,4 points de pourcentage du PIB en Grèce au cours de la période 2016-2070⁸. Si aucune mesure n'est prise pour remédier à l'augmentation des dépenses liées au vieillissement de la population, celles-ci atteindront des montants très élevés à moyen et long terme. Cela constitue déjà à moyen terme un défi pour la viabilité des finances publiques, en particulier dans les pays dont les niveaux de dette publique sont déjà élevés aujourd'hui (cf. graphique B). Toutefois, dans plusieurs pays, notamment en France, en Italie et en Espagne, les pressions sur les coûts liés au vieillissement devraient, selon les prévisions, diminuer à l'horizon 2070 par rapport à leur point haut à moyen terme (cf. graphique A).

⁷ Cf. « *The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)* », Commission européenne, 25 mai 2018. Le rapport 2018 sur le vieillissement est le dernier des rapports préparés tous les trois ans par le groupe de travail sur le vieillissement (*Ageing Working Group*, AWG) du Comité de politique économique et par la Commission européenne.

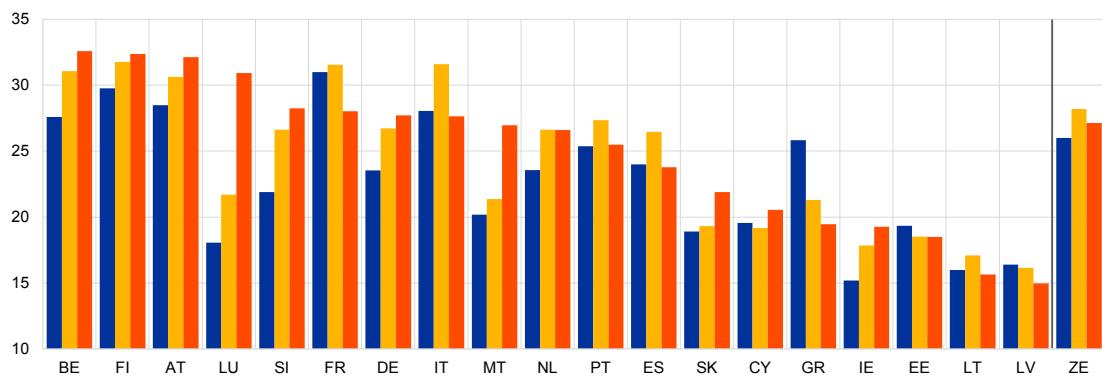
⁸ Dans le cas de la Grèce, la baisse prévue des dépenses liées au vieillissement résulte dans une large mesure des réformes des régimes de retraite récemment adoptées. Toutefois, cette amélioration des perspectives pourrait être remise en cause par des décisions de justice faisant marche arrière dans ce domaine.

Graphique A

Dépenses totales liées au vieillissement de la population dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

■ 2016
■ 2040
■ 2070

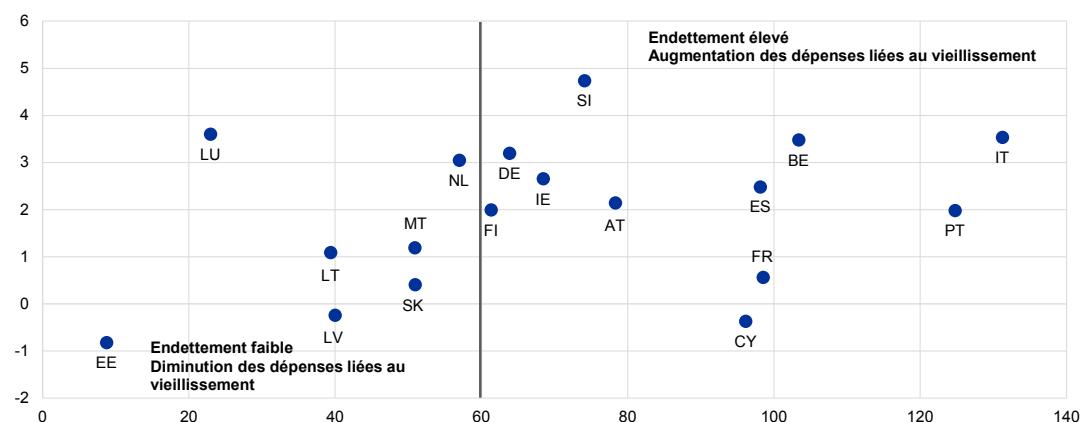


Source : Rapport 2018 sur le vieillissement de la population.

Graphique B

Pressions sur les dépenses liées au vieillissement et niveaux actuels de la dette publique des différents pays

(axe des abscisses : ratio dette des administrations publiques/PIB en 2017 ; axe des ordonnées : évolution des dépenses totales liées au vieillissement en % du PIB, 2016-2040)



Sources : Rapport 2018 sur le vieillissement de la population et Eurostat.

Note : La Grèce est exclue car elle constitue un cas particulier : son ratio de dette publique s'élevait à 176,1 % du PIB en 2017 et ses dépenses totales liées au vieillissement de la population ont diminué de 4,6 %.

Les dépenses publiques concernées par le vieillissement recouvrent en particulier les dépenses au titre des retraites, ainsi que de la santé et des soins de longue durée. Avec un nombre croissant de bénéficiaires des régimes de retraite publics face à un nombre décroissant de cotisants, les déficits des régimes de retraite, et en définitive des soldes budgétaires globaux, augmenteront à moins d'ajuster les paramètres. En outre, les régimes de santé et de soins de longue durée devraient peser sur les finances publiques au cours des prochaines décennies, ces services étant financés pour l'essentiel par des dépenses publiques. L'impact du vieillissement sur les recettes publiques est moins évident, dans la mesure où ses effets sur les diverses assiettes fiscales (par exemple la

consommation, les revenus du travail et le capital) se compensent partiellement et devraient varier au fil du temps.

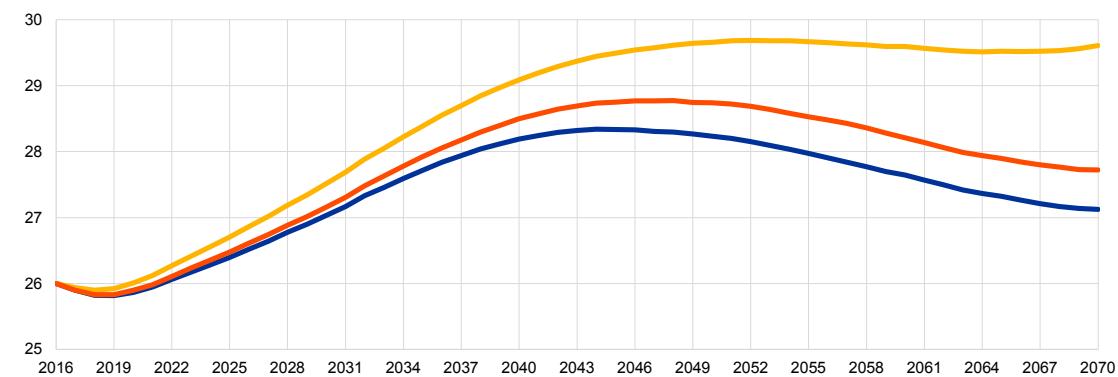
Afin de tenir compte de l'incertitude qui entoure les projections de dépenses liées au vieillissement de la population, le rapport sur le vieillissement comprend plusieurs analyses de sensibilité et scénarios de risque adverses, qui vont effectivement dans le sens d'une accentuation des pressions sur les coûts (cf. graphique C). D'après un scénario de risque, les coûts au titre de la santé et des soins de longue durée augmenteront sous l'effet d'une utilisation accrue de matériel médical coûteux et d'une plus forte convergence à la hausse des niveaux de vie. Dans ce scénario, la hausse des dépenses totales liées au vieillissement serait plus de deux fois plus importante que dans le scénario de référence à la fin de l'horizon de projection en 2070. Un taux de croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) plus faible que prévu dans les projections de référence impliquerait également des coûts nettement plus élevés à long terme.

Graphique C

Scénarios d'évolution des dépenses liées au vieillissement dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Scénario de référence
- Scénario de risque du groupe de travail sur le vieillissement
- Scénario de risque pour la PGF



Source : Rapport 2018 sur le vieillissement de la population.

Notes : Le scénario de risque pour la PGF prend comme hypothèse la convergence vers un taux de croissance moins élevé de la PGF d'ici 2070 (0,8 % au lieu de 1 %). Le scénario de risque du groupe de travail sur le vieillissement (AWG) prend comme hypothèse une plus forte élasticité au revenu des dépenses de santé (en raison du recours accru à de la technologie médicale coûteuse) et une hausse des coûts liés aux soins de longue durée (en raison de la couverture croissante des bénéficiaires de ce type de soins et de la convergence à la hausse des niveaux de vie réels).

Ces dernières années, pour faire face aux pressions futures sur les dépenses liées au vieillissement, la plupart des pays de la zone euro ont mis en œuvre des réformes de leurs régimes de retraite, complétées dans certains cas par des réformes plus limitées des régimes de santé et de soins de longue durée. Ces réformes reflètent en particulier les préoccupations quant à la viabilité des finances publiques qui résultent de la crise de la dette souveraine. Les réformes des régimes de retraite ont été particulièrement importantes dans les pays soumis à des programmes d'ajustement macroéconomique. Ces réformes ont permis aux pays de contenir en partie les risques pesant sur la viabilité de leurs régimes de retraite, mais elles ont marqué un temps d'arrêt récemment, connaissant même, dans quelques cas, un retour en arrière ou un risque significatif de retour en arrière.

Pour l'avenir, les pays dont les niveaux de dette publique sont déjà élevés, en particulier, doivent se prémunir contre les défis démographiques qui les attendent. Afin de contenir les éventuelles pressions sur les dépenses exercées par les régimes de protection sociale, les pays doivent adopter de nouvelles réformes s'ils ne constituent pas de volants de sécurité budgétaires, et éviter d'inverser le rythme des réformes. En termes de mesures concrètes, les réformes requises peuvent varier d'un

pays à l'autre, en fonction également de leur position de départ et de leurs préférences sociétales. En effet, certains pays privilégieront peut-être la réforme des prestations et inciteront à la constitution d'un capital retraite dans le secteur privé au-delà de ce qui a déjà été réalisé. D'autres préfèreront peut-être relier l'âge de la retraite à l'espérance de vie, tout en maintenant le taux des prestations de retraite du système. Cependant, d'autres pays peuvent également opter pour un relèvement des taux de cotisation, mais cela risque d'alourdir la charge pour les plus jeunes générations. Ces options ne s'excluent pas mutuellement et peuvent être mises en œuvre de façon combinée. En concevant des réformes des régimes de retraite, il est également important de garder à l'esprit leurs implications possibles sur l'offre de main-d'œuvre et sur le volet offre de l'économie, une augmentation des niveaux de croissance potentielle étant essentielle pour améliorer le bien-être social. Dans l'idéal, les réformes des régimes de retraite devraient être complétées par des réformes sur le marché du travail favorisant, en particulier, l'activité des travailleurs plus âgés. Enfin, un défi important pour les responsables de la politique budgétaire consiste à éviter d'accroître l'incertitude quant au risque de remise en cause des réformes qui pourrait nuire à la viabilité des finances publiques.

Le respect du PSC est le plus faible dans les pays les plus vulnérables

Dans ce contexte, le fait que le respect du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) soit plus faible dans les pays les plus vulnérables aux chocs est un sujet de préoccupation. En effet, d'après les projections de la Commission européenne, la plupart des pays n'ayant pas encore atteint une situation budgétaire saine n'ont pas respecté en 2018 leurs engagements pris au titre du PSC. Parmi les sept pays de la zone euro dont la Commission estime qu'ils présentent en 2018 des risques d'écart dans le cadre du volet préventif du PSC, quatre – la Belgique, la France, l'Italie et le Portugal – affichent des ratios d'endettement supérieurs à 90 % du PIB. En outre, même si l'Espagne – seul pays soumis à une procédure de déficit excessif (PDE) en 2018 – devrait respecter l'échéance fixée à 2018 pour la correction de la PDE, ce résultat masque toutefois un déficit structurel élevé et en hausse, en contradiction avec l'amélioration recommandée. De plus, l'évaluation de la Commission européenne indique que, d'après les projets de plans budgétaires pour 2019, dix pays seulement ont l'intention de respecter le PSC. Le fait que la plupart des pays affichant des ratios d'endettement élevés ne fassent pas partie de ce groupe est particulièrement inquiétant.

La dynamique des réformes dans la zone euro reste en demi-teinte.

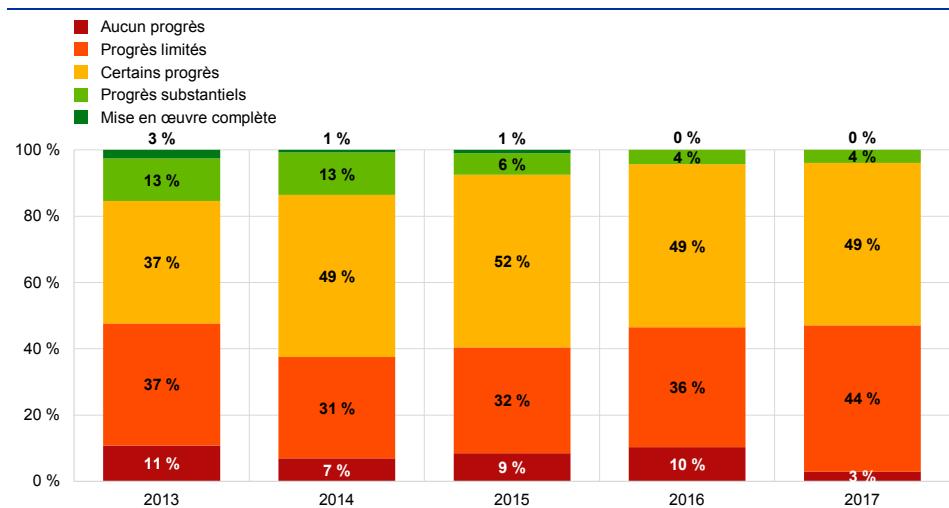
Les progrès en termes de réformes ont marqué le pas ; aucune des RPP de 2017 n'a été complètement mise en œuvre

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 la résistance économiques, tout en conservant des finances publiques saines. Les RPP sont approuvées conjointement par les États membres et le Conseil européen. Comme l'an dernier, la Commission a conclu que l'écrasante majorité – plus de 90 % – des recommandations de réformes données aux pays de la zone euro en 2017 n'avaient été suivies que de « certains » progrès ou de

progrès « limités » lors de leur mise en œuvre, alors qu'aucune n'avait été complètement mise en œuvre (cf. graphique 8) ⁹.

Graphique 8

Mise en œuvre par les pays de la zone euro des recommandations par pays



Sources : Calculs de la BCE, à partir des rapports par pays de la Commission européenne.

Notes : Le graphique illustre la mise en œuvre des RPP au niveau des sous-rubriques pour l'année telle qu'elle a été évaluée par la Commission européenne dans le rapport par pays de chaque État membre publié l'année suivante. « Mise en œuvre complète » signifie que l'État membre a mis en œuvre toutes les mesures requises pour donner suite à la RPP de manière appropriée ; « progrès substantiels » signifie que l'État membre a adopté des mesures contribuant largement à donner suite à la RPP, dont la plupart ont été mises en œuvre ; « certains progrès » signifie que l'État membre a adopté des mesures qui donnent partiellement suite à la RPP, et/ou qu'il a adopté des mesures qui donnent suite à la RPP mais qu'il reste encore beaucoup à faire pour y donner suite complètement car seules quelques-unes des mesures adoptées ont été mises en œuvre ; « progrès limités » signifie que l'État membre a annoncé certaines mesures mais que celles-ci ne donnent suite à la RPP que de façon limitée, et/ou qu'il a présenté des actes non législatifs mais sans suivi supplémentaire relatif à la mise en œuvre ; et « aucun progrès » signifie que l'État membre n'a pas annoncé de façon crédible ni adopté aucune mesure pour donner suite à la RPP. Les RPP pour la mise en œuvre du PSC ne figurent pas dans le graphique.

Des réformes structurelles bien conçues pourraient générer des bénéfices considérables pour les citoyens de la zone euro par le biais d'une croissance plus forte et plus inclusive de l'emploi et des revenus. Une analyse récente de l'Eurosystème montre que les opportunités de réformes qui améliorent à la fois la résistance, la croissance à long terme et l'équité sociale sont nombreuses ¹⁰. Les réformes qui visent à remédier aux comportements de recherche de rente, en particulier celles qui renforcent la concurrence sur le marché des biens et services et la qualité des institutions publiques, en constituent le parfait exemple. De même, les politiques soutenant l'éducation et l'apprentissage tout au long de la vie améliorent non seulement les perspectives de croissance à long terme d'une économie, mais aussi les possibilités d'emploi pour les groupes vulnérables de la société.

⁹ Alors que les réformes mettent souvent du temps à montrer pleinement leurs effets, les évaluations pluriannuelles de la Commission indiquent également que la dynamique des réformes s'est affaiblie ces dernières années. Cela pourrait refléter plusieurs facteurs, notamment une lassitude vis-à-vis des réformes et une diminution de l'urgence perçue à les mettre en œuvre. Il se peut également que certains besoins de réformes restants posent particulièrement problème.

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

1.3

La trajectoire de l'inflation s'est déplacée vers le haut



Augmentation de l'inflation totale en 2018, sous l'effet des prix de l'énergie et des produits alimentaires

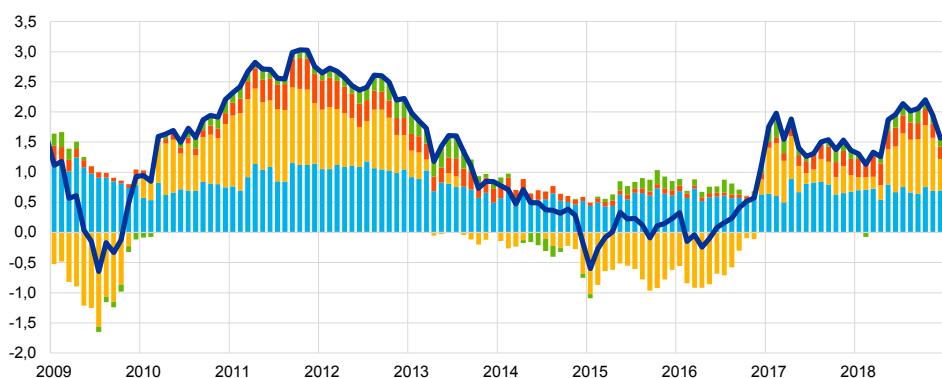
L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a atteint 1,7 % en moyenne en 2018, après 1,5 % l'année précédente. Cette augmentation reflète largement une hausse des contributions des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires. En revanche, la contribution de l'inflation sous-jacente, mesurée par la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, est restée globalement inchangée. Cette mesure de l'inflation est restée modérée, affichant un profil d'évolution essentiellement stable autour de 1 % tout au long de l'année (cf. graphique 9).

Graphique 9

Hausse de l'IPCH et contributions par composantes

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

- Housse totale de l'IPCH
- Housse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires
- Énergie
- Produits alimentaires transformés
- Produits alimentaires non transformés



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les évolutions des prix de l'énergie ont fortement influencé le profil intra-annuel de l'inflation totale mesurée par l'IPCH. Sous l'effet du renchérissement du pétrole brut, la hausse des prix de l'énergie s'est fortement accélérée entre avril et juillet et s'est maintenue à des taux de variation annuels élevés par la suite (avec un pic à près de 11 % en octobre 2018). Par conséquent, la contribution de la hausse des prix de l'énergie à l'inflation totale est passée de 0,2 point de pourcentage au premier trimestre 2018 à 0,9 et 0,8 point de pourcentage aux deux derniers trimestres 2018. Les évolutions des prix des produits alimentaires non transformés ont accentué ce profil intra-annuel en raison des importantes hausses des taux de variation annuels des prix des fruits et légumes liées aux conditions météorologiques pendant les mois d'été, qui se sont toutefois atténuées au cours des derniers mois de l'année. La contribution des produits alimentaires non transformés à l'inflation totale est ainsi passée de zéro au premier trimestre 2018 à plus de 0,2 point de pourcentage en septembre 2018 avant de diminuer légèrement au dernier trimestre 2018.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée modérée

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est demeurée inchangée par rapport à 2017, affichant comme les autres mesures de l'inflation sous-jacente un

profil d'évolution relativement stable tout au long de l'année¹¹. Cependant, en excluant également les composantes plus volatiles liées à l'habillement et aux voyages, cette mesure de l'inflation sous-jacente a augmenté.

Les évolutions relativement modérées de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont été observées pour les deux principales composantes, à savoir les produits manufacturés hors énergie et les services. La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie a affiché une certaine volatilité, diminuant jusqu'en septembre 2018 avant d'enregistrer un léger rebond, pour ressortir à 0,4 % en 2018, comme en 2017. S'agissant des indicateurs des tensions sur les prix aux différents stades de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens de consommation non alimentaires et celui des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires ont augmenté en 2018. En ce qui concerne les prix à l'importation, cette évolution a essentiellement reflété la dissipation de l'effet de l'appréciation de l'euro intervenue en 2017, tandis que pour les prix à la production, elle a probablement traduit l'augmentation des coûts des consommations intermédiaires et des volumes de ventes au détail. La hausse des prix des services est restée pratiquement inchangée en 2018, à 1,3 %, demeurant bien au-dessous de sa moyenne de long terme. Le taux de variation annuel des prix des services s'est légèrement redressé au cours du dernier trimestre de 2018, mais il a largement reflété l'effet de base lié aux évolutions relativement faibles de la hausse des prix des services au cours des mêmes mois de 2017. Globalement, la hausse des prix des services, qui ont un contenu en coûts de main-d'œuvre important, n'a pas encore reflété l'accélération de la croissance des salaires.

La croissance annuelle de la rémunération par tête a continué de s'accélérer

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont restées inchangées aux trois premiers trimestres 2018, légèrement au-dessus du taux enregistré au second semestre 2017 (cf. graphique 10). La croissance annuelle de la rémunération par tête, qui avait atteint un point bas mi-2016, a continué de s'accélérer en 2018, s'établissant à 2,5 % au troisième trimestre, un niveau supérieur à sa moyenne historique de 2,1 % (depuis 1999). Globalement, l'accélération de la croissance des salaires a reflété les améliorations de la situation sur le marché du travail (cf. la section 1.2 précédente) et la dissipation des facteurs qui avaient contribué à contenir la hausse des salaires par le passé, tels que l'effet de la faible inflation passée en raison des schémas d'indexation formels et informels ainsi que les effets des réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise financière. Dans un environnement de demande modérément favorable, l'accélération de la hausse des salaires s'est traduite par une plus forte croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, mais l'impact de cette évolution sur les tensions d'origine interne sur les coûts a été atténué par les évolutions des bénéfices (mesurés en termes d'excédent brut d'exploitation) qui se sont affaiblies au cours des derniers trimestres, reflétant en partie l'incidence négative de la détérioration des termes de l'échange liée au renchérissement du pétrole¹².

¹¹ Pour une analyse de ces mesures dans la zone euro, cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

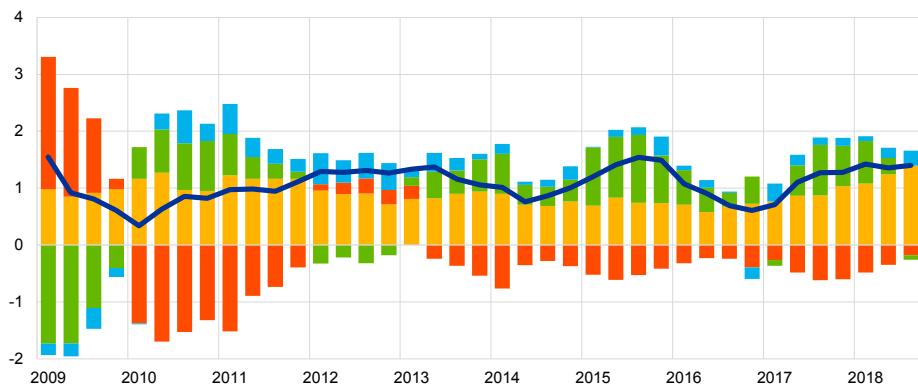
¹² Cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

Graphique 10

Ventilation du déflateur du PIB

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

- Déflateur du PIB
- Rémunération par tête
- Productivité
- Bénéfices unitaires
- Taxes unitaires



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les anticipations d'inflation à plus long terme ont été légèrement plus élevées en 2018 qu'en 2017. Les anticipations d'inflation à l'horizon de cinq ans tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sont restées inchangées à 1,9 % plusieurs trimestres de suite, demeurant légèrement plus élevées qu'en 2017. Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché, telles que le taux anticipé à cinq ans des swaps indexés sur l'inflation dans cinq ans ont affiché une certaine volatilité, diminuant vers la fin de l'année mais restant globalement inchangées en moyenne par rapport à 2017.

1.4

Des conditions de financement favorables ont soutenu la croissance de la monnaie et du crédit

En 2018, l'évolution des marchés financiers de la zone euro a été influencée par les incertitudes relatives aux perspectives économiques mondiales et dans la zone euro conjuguées au sentiment d'aversion pour le risque suscité par la situation politique – concernant en particulier le Brexit, le protectionnisme commercial et l'incertitude relative à l'orientation de la politique du gouvernement italien en matière de finances publiques. Les taux du marché monétaire et les rendements des obligations à long terme sont restés à des niveaux très faibles, en partie grâce à l'orientation toujours accommodante de la politique monétaire de la BCE. Les conditions de financement ont favorisé l'investissement des entreprises, tandis que le patrimoine des ménages a soutenu la consommation privée. L'expansion monétaire s'est ralentie, tandis que la croissance des concours au secteur privé a encore augmenté.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro sont restés globalement inchangés

Les rendements des emprunts publics de la zone euro sont restés globalement inchangés en 2018, mais ils ont légèrement augmenté vers la fin de l'année (cf. graphique 11). Cette évolution reflète les répercussions de la suppression

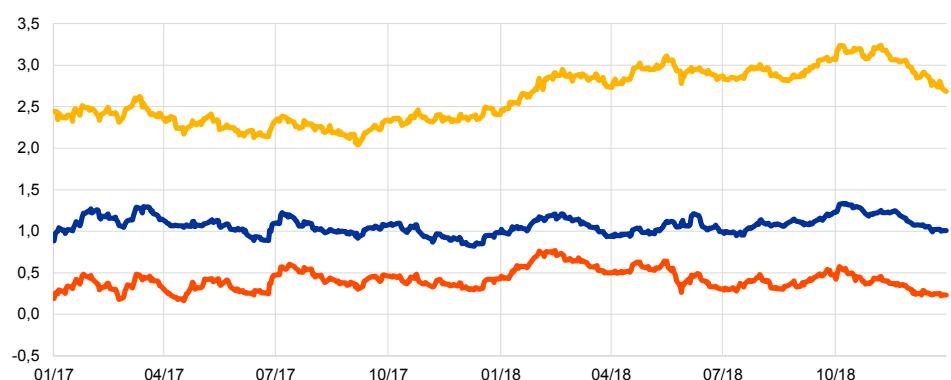
progressive de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux États-Unis, ainsi que le creusement des écarts de rendement italiens, qui n'a eu jusqu'ici que des retombées limitées sur les autres marchés de la dette souveraine de la zone euro. La moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro est ressortie à 1,01 % le 31 décembre 2018, globalement inchangée par rapport au niveau moyen de 2017. L'écart de rendement des obligations souveraines à dix ans des pays de la zone euro vis-à-vis du taux du *Bund* allemand à dix ans a légèrement augmenté, dans le contexte actuel d'incertitude relative à la politique budgétaire.

Graphique 11

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Zone euro
- Allemagne
- États-Unis



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

Notes : Les données de la zone euro se rapportent à la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2018.

Les prix des actions de la zone euro ont nettement diminué

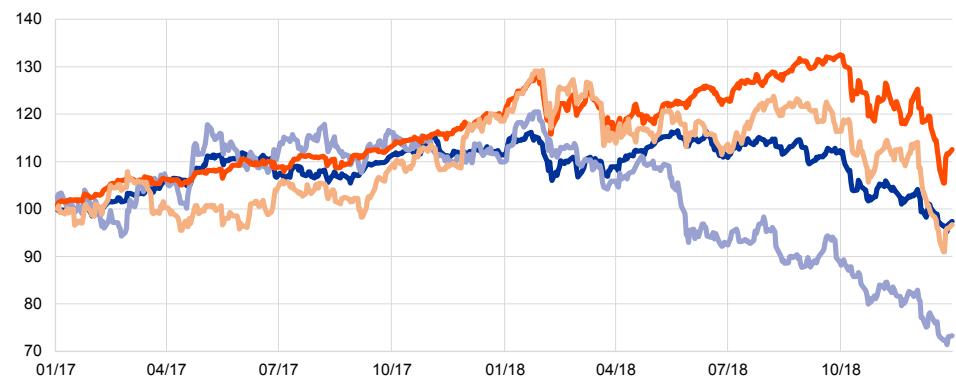
Les prix des actions de la zone euro ont nettement diminué en 2018, sur fond de tensions mondiales accrues, d'incertitude politique en Italie et de normalisation progressive de la politique monétaire dans les économies avancées (cf. graphique 12). De façon plus spécifique, un indice large pour les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro a diminué de 12,6 % en 2018, tandis qu'un indice des prix des actions bancaires de la zone euro a baissé de 33,3 %. Les prix des actions des SNF aux États-Unis ont mieux résisté que ceux de la zone euro, en raison de la robuste dynamique macroéconomique, en partie liée aux mesures de relance budgétaire procycliques.

Graphique 12

Indices boursiers pour la zone euro et les États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2017 = 100)

- SNF de la zone euro
- Banques de la zone euro
- SNF des États-Unis
- Banques des États-Unis



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 2018.

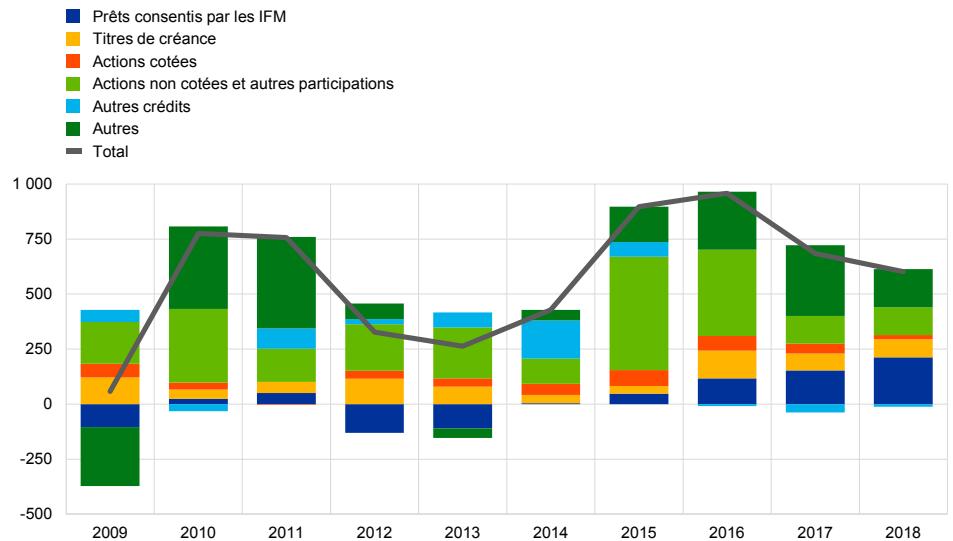
Les conditions de financement ont soutenu l'investissement des entreprises

Globalement, des conditions de financement favorables pour les SNF ont continué de soutenir l'investissement des entreprises en 2018, même si les flux de financement externe de ces sociétés ont légèrement diminué (cf. graphique 13). Cette diminution a reflété une modération des « autres » sources de financement (y compris les prêts interentreprises et les crédits commerciaux). Dans le même temps, les émissions nettes d'actions cotées, d'actions non cotées et d'autres participations ont été freinées par des facteurs spécifiques et le coût relativement élevé du financement par émission d'actions. En dépit d'une hausse progressive des écarts de rendement des obligations d'entreprise en 2018, les émissions de titres de créance ont continué d'être soutenues par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui a été introduit en juin 2016 (cf. encadré 3). En outre, le taux de croissance annuel des prêts bancaires consentis aux SNF a encore augmenté en 2018. Le redressement de la croissance des prêts a été favorisé par la forte baisse des taux débiteurs des banques dans l'ensemble de la zone euro depuis mi-2014 (cf. section 2.1), qui s'est poursuivie en 2018. Cela résulte pour une part non négligeable des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, qui ont entraîné des améliorations générales de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le volume des prêts non performants est resté élevé dans certains pays.

Graphique 13

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

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les « Autres crédits » 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 et des non-IFM sont corrigés des cessions de prêts et des titrisations. 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 2018.

Le patrimoine net des ménages a soutenu la consommation privée

S'agissant des ménages, leur patrimoine net a augmenté au cours des trois premiers trimestres 2018, soutenant ainsi la consommation privée. En particulier, la hausse ininterrompue des prix des logements a donné lieu à la réalisation d'importantes plus-values sur le patrimoine immobilier. Dans le même temps, des baisses des prix des actions ont entraîné des moins-values sur les actifs financiers détenus par les ménages. Alors que le taux de croissance annuel des prêts au logement consentis aux ménages par les banques est resté modéré en comparaison historique, l'octroi de nouveaux prêts a été important¹³. 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 a été de plus en plus soutenue par celle du crédit

Dans l'ensemble, la croissance des prêts au secteur privé a poursuivi la tendance à la hausse progressive observée depuis début 2014. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM (institutions financières monétaires) au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti en hausse à 3,4 % en décembre 2018, après 2,9 % en décembre 2017 (cf. graphique 14). Le rôle de l'expansion du crédit s'est donc renforcé en tant que déterminant important de la croissance de la masse monétaire (cf. la partie bleue des barres du graphique 15), qui s'est toutefois modérée par rapport au rythme régulier de 5 % environ observé depuis mi-2015 (cf. graphique 14). Le taux de croissance annuel de M3 est ressorti à 4,1 % en décembre 2018, contre 4,6 % fin 2017. La réduction des achats nets d'actifs de l'Eurosystème (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017, à 30 milliards en janvier 2018 et à 15 milliards en

¹³ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

octobre 2018, puis à zéro fin décembre 2018), s'est traduite par une incidence positive plus limitée de l'APP sur la croissance de M3 (cf. la partie rouge des barres du graphique 15). Dans le même temps, les cessions nettes d'emprunts publics par les IFM de la zone euro hors Eurosystème ont freiné la croissance de M3 (cf. la partie vert clair des barres du graphique 15). Malgré le creusement des écarts de taux d'intérêt par rapport aux actifs hors zone euro, la contribution de la position extérieure nette est devenue positive en termes nets en octobre 2018 (cf. la partie jaune des barres du graphique 15).

Graphique 14 M3 et prêts au secteur privé

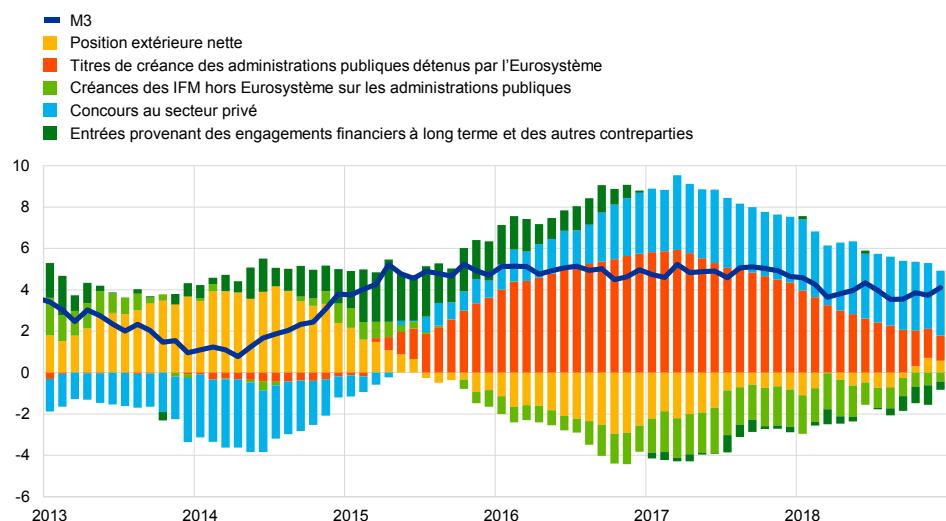
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Graphique 15 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 des non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP. Les dernières observations se rapportent à décembre 2018.

L'agréagat M3 a été soutenu par les dépôts à vue

La croissance de M3 a continué d'être alimentée par ses composantes les plus liquides, en raison du faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et de profil plat de la courbe des rendements. La croissance de M1, qui a bénéficié de la croissance élevée des dépôts à vue détenus par les ménages et les SNF, s'est également ralentie, ressortant à 6,6 % en décembre 2018 après 8,7 % en décembre 2017.

2 La politique monétaire : patience, prudence et persévérance restent primordiales

Étant donné les progrès substantiels qui ont été accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'inflation, ainsi que la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro et le bon ancrage des anticipations d'inflation, le rythme mensuel des achats nets d'actifs réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) a été progressivement réduit tout au long de l'année 2018 et les achats nets ont cessé à la fin de l'année. Néanmoins, la politique monétaire a continué de faire preuve de patience, de prudence et de persévérance et a maintenu le degré élevé de soutien monétaire qui demeurait nécessaire pour garantir la poursuite de la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le soutien monétaire a été apporté par les achats nets d'actifs résiduels, par le volume considérable d'actifs acquis et par les réinvestissements correspondants, ainsi que par les indications sur la trajectoire future (forward guidance) des taux d'intérêt directeurs de la BCE, qui sont demeurés à des niveaux historiquement bas. Fin 2018, les actifs au titre de la politique monétaire représentaient 72 % du bilan de l'Eurosystème. La taille du bilan a atteint un pic historique de 4 700 milliards d'euros. 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

Les achats nets d'actifs ont été réduits progressivement, tout en préservant l'orientation accommodante de la politique monétaire

Le rythme mensuel des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP a été réduit à compter de début 2018 en raison d'une expansion économique de plus en plus robuste et généralisée

Fin 2017, l'économie de la zone euro connaissait une expansion de plus en plus robuste et généralisée. La forte demande extérieure a contribué à la croissance et la hausse de la demande intérieure a conforté l'expansion, soutenue par les créations d'emplois, par l'augmentation de la richesse des ménages et de la rentabilité des entreprises, ainsi que par des conditions de financement très favorables. Les tensions sous-jacentes sur les prix sont restées modérées, mais la résorption régulière de la sous-utilisation des capacités productives a suscité une confiance accrue dans un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. Compte tenu de ces éléments, le Conseil des gouverneurs a annoncé en octobre 2017 qu'il avait l'intention de réduire les volumes d'achats mensuels au titre de l'APP à compter de début 2018.

En conséquence, le rythme mensuel des achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP a été réduit de 60 milliards d'euros à 30 milliards à compter de janvier 2018. Le Conseil des gouverneurs anticipait que les achats nets d'actifs se poursuivraient, au nouveau rythme mensuel, jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et,

La faiblesse des taux directeurs, la poursuite des achats nets d'actifs et le réinvestissement des remboursements au titre du principal ont continué de préserver l'orientation monétaire accommodante

en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

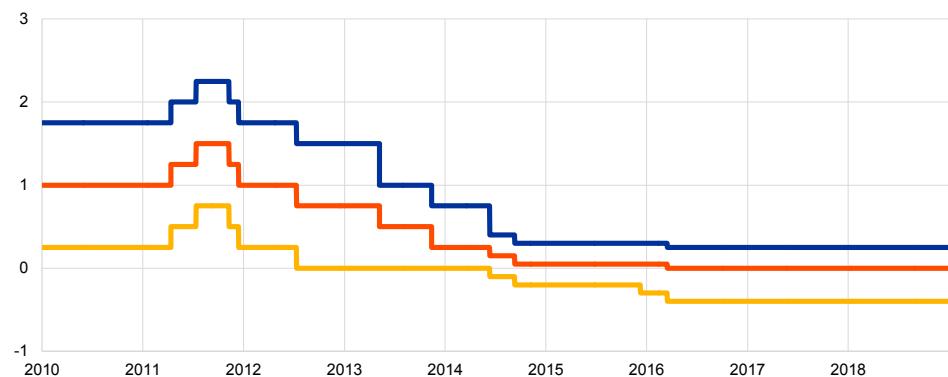
Dans le même temps, les perspectives économiques et la trajectoire d'inflation demeuraient subordonnées au maintien du soutien apporté par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le soutien monétaire a été apporté par la poursuite des achats nets d'actifs. De plus, les taux d'intérêt appliqués aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt sont demeurés inchangés, à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement (cf. graphique 16). Le soutien monétaire a en outre été favorisé par la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs : les taux directeurs devaient rester à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. De surcroît, le Conseil des gouverneurs a déclaré son intention de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire.

Graphique 16

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

(en pourcentage annuel)

- Taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal
- Taux d'intérêt de la facilité de dépôt
- Taux d'intérêt des opérations principales de refinancement



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2018.

En dépit d'une modération par rapport à la très forte croissance observée en 2017 en raison d'un affaiblissement de la demande d'exportations, la demande intérieure est demeurée solide, soutenant l'expansion généralisée de l'économie de la zone euro au premier semestre 2018. Malgré l'accentuation des risques de volatilité accrue sur les marchés financiers et des incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment le protectionnisme, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont demeurés globalement équilibrés.

Les niveaux élevés d'utilisation des capacités productives, les tensions sur le marché du travail et l'accentuation de la croissance des salaires ont favorisé la poursuite du développement des tensions domestiques sur les prix. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, mais ont augmenté par rapport aux points bas antérieurs. Les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par

[Confiance dans la convergence durable de la trajectoire d'inflation](#)

les services de l'Eurosystème allaient dans le sens d'une convergence progressive de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Parallèlement, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation a fortement reculé et le risque de déflation a disparu.

Lors de sa réunion de juin, le Conseil des gouverneurs a estimé que les progrès accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'inflation avaient été substantiels. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro, conjuguée à des anticipations d'inflation solidement ancrées, permettait d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation, au-delà même de l'arrêt progressif des achats nets d'actifs.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion de juin, de confirmer que l'Eurosystème poursuivrait ses achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP au rythme mensuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Il a été anticipé que, après septembre 2018, si les données disponibles confirmaient les perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets d'actifs serait réduit à 15 milliards d'euros pour la période allant d'octobre à décembre. Il était prévu de mettre fin aux achats nets d'actifs après décembre.

[Une communication recalibrée qui maintient le soutien monétaire](#)

Dans le même temps, à la lumière des incertitudes ambiantes, la patience, la prudence et la persévérance demeuraient essentielles, les tensions sous-jacentes sur les prix continuant de dépendre d'une orientation très accommodante de la politique monétaire. En conséquence, des indications prospectives crédibles et efficaces ont été fournies sur l'utilisation des autres instruments de politique monétaire afin de continuer à favoriser la convergence durable de l'inflation vers la cible de la BCE :

- Le Conseil des gouverneurs a approfondi ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs en prévoyant qu'ils resteraient à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. L'ajout à la *forward guidance* d'éléments explicites temporels et dépendant de la situation a apporté une plus grande clarté à la trajectoire future des taux directeurs, assurant ainsi un ancrage plus solide des anticipations relatives aux taux directeurs afin de soutenir les conditions financières favorisant la poursuite de la convergence de l'inflation vers son objectif. Les éléments de la *forward guidance* dépendant de la situation, qui relient explicitement une première hausse du taux directeur à l'évolution de l'inflation le long d'une trajectoire d'ajustement durable, étaient cohérents avec une stratégie de politique monétaire prospective et axée sur le moyen terme et ont mis en évidence la crédibilité de l'engagement du Conseil des gouverneurs envers son objectif de stabilité des prix. Dans le même temps, les indications approfondies sur la trajectoire future des taux directeurs ont permis à la politique monétaire de maintenir un degré suffisant de flexibilité.
- En outre, les indications prospectives concernant les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP ont été de nouveau confirmées. L'horizon de réinvestissement serait maintenu pendant une période prolongée après la fin des achats nets

d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Compte tenu des incertitudes persistantes et de la hausse seulement progressive de l'inflation sous-jacente, la politique monétaire devait continuer à faire preuve de patience, de prudence et de persévérance. Même si les flux nets observés dans le cadre de l'APP touchaient à leur fin, la politique monétaire devrait demeurer très accommodante. Dans le même temps, la décision de juin a amorcé une transition des achats nets d'actifs vers les taux d'intérêt directeurs et les indications concernant leur évolution future probable comme instrument de pilotage de l'orientation de la politique monétaire. Dans l'ensemble, la communication devait trouver un juste équilibre entre le fait d'anticiper la fin des achats nets d'actifs fin 2018 et celui de souligner la poursuite de l'engagement à fournir un soutien monétaire suffisant aussi longtemps que nécessaire.

Tout au long de l'automne, les nouvelles informations disponibles ont été en retrait par rapport aux anticipations, en raison du fléchissement de la demande extérieure mais aussi de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs. Certains de ces facteurs devraient s'estomper, mais d'autres pourraient indiquer un ralentissement de la dynamique de croissance. Dans le même temps, la vigueur sous-jacente de la demande intérieure a continué de soutenir l'expansion économique dans la zone euro ainsi que le renforcement progressif des tensions inflationnistes. Les tensions d'origine interne sur les coûts ont continué de s'accentuer et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail alimentant la hausse des salaires. Globalement, les risques qui entourent les perspectives de croissance étaient toujours considérés comme globalement équilibrés. Néanmoins, la balance des risques était orientée négativement en raison de facteurs géopolitiques, de la menace de protectionnisme, de vulnérabilités sur les marchés émergents et de la volatilité sur les marchés financiers, qui ont gagné en importance durant l'été et sont demeurés forts jusqu'à la fin de l'année.

L'APP s'est terminé, mais la politique monétaire devait rester très accommodante

En décembre, sur la base des informations disponibles, le Conseil des gouverneurs a examiné les perspectives économiques et conclu que l'évaluation confirmait globalement les perspectives de juin. La vigueur sous-jacente de la demande intérieure continuait d'étayer la confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif de la BCE, au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs. Sur cette base, le Conseil des gouverneurs a jugé approprié de mettre fin aux achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP en décembre 2018, comme anticipé précédemment. Dans le même temps, la poursuite de la convergence de l'inflation nécessitait toujours que la politique monétaire fasse preuve de patience, de prudence et de persévérance. Par conséquent, la *forward guidance* sur les réinvestissements a été approfondie. Le Conseil des gouverneurs entendait ainsi poursuivre 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 commencerait 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. Établir un lien entre

l'horizon de réinvestissement et le relèvement des taux d'intérêt a confirmé que les taux directeurs de la BCE et la *forward guidance* associée concernant leur évolution future probable resteraient l'instrument principal pour ajuster l'orientation de politique monétaire à l'avenir. La *forward guidance* sur les taux, renforcée par les réinvestissements du volume considérable d'actifs acquis, apporterait le degré nécessaire de soutien monétaire en vue d'une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les mesures de politique monétaire ont continué de garantir des conditions de financement très favorables et de soutenir l'expansion économique

Une mise en œuvre sans heurt des achats nets d'actifs

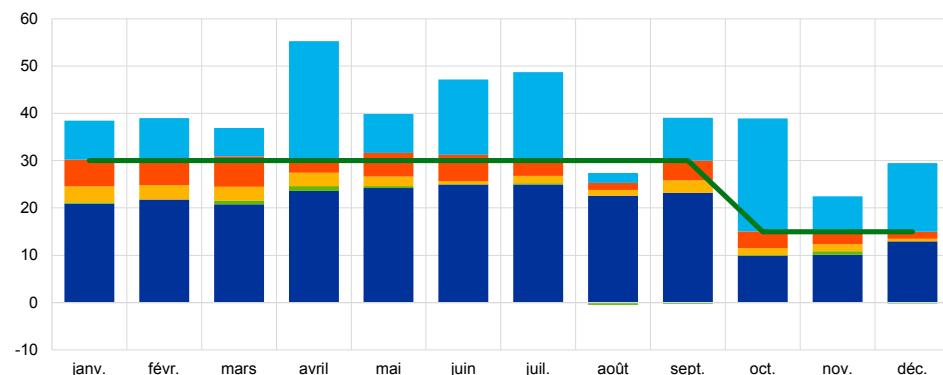
La mise en œuvre de l'APP s'est déroulée sans heurt, tant pour le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) que pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, qui recouvrent le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3). Les volumes d'achats nets mensuels ont été, en moyenne, conformes aux objectifs mensuels fixés par le Conseil des gouverneurs, s'établissant à 30 milliards d'euros de janvier à septembre et à 15 milliards d'octobre à décembre (cf. graphique 17). Les volumes d'achats nets ont été inférieurs à l'objectif mensuel en août, sous l'effet de fluctuations saisonnières de la liquidité des marchés, qui ont cependant été contrebalancées par des volumes d'achats légèrement plus élevés durant le reste de l'année. Au niveau de chacun des pays, les remboursements de titres de créance détenus au titre des différents programmes ont entraîné d'importantes fluctuations des achats mensuels bruts. Globalement, les achats nets mensuels ne se sont que légèrement écartés des volumes ciblés en termes relatifs. En fin d'année, les avoirs au titre du PSPP étaient globalement conformes à l'allocation prévue pour chaque pays déterminée au moyen de la clé de répartition du capital. La mise en œuvre du PSPP n'a pas eu d'incidence négative sur les conditions de la liquidité du marché des obligations souveraines de la zone euro (cf. encadré 2). Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) (cf. section 2.2) ont contribué à des conditions de financement favorables, confortant la poursuite de l'ajustement de la trajectoire d'inflation.

Graphique 17

Achats nets mensuels d'actifs et remboursements dans le cadre de l'APP en 2018

(en milliards d'euros)

- PSPP
- CBPP3
- CSPP
- ABSPP
- Remboursements (total)
- Cible d'achats mensuels nets d'actifs



Source : BCE.

Notes : Achats nets mensuels en valeur comptable ; montants mensuels des remboursements effectifs. Les remboursements au titre du principal des titres acquis dans le cadre du PSPP sont réinvestis par l'Eurosystème de manière flexible et rapide au cours du mois où ils arrivent à échéance, dans la mesure du possible, ou au cours des deux mois suivants, si les conditions de la liquidité sur le marché l'exigent.

Encadré 2

La liquidité du marché de la dette souveraine de la zone euro et la mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur public

La liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro est importante pour la transmission de la politique monétaire de la BCE. En particulier, un marché liquide renforce le lien entre les décisions de politique monétaire de la BCE, la courbe des rendements, les prix des actifs financiers en général, ainsi que le coût total du financement et la répartition des capitaux au sein de l'économie. La nécessité de suivre attentivement la liquidité des marchés de la dette souveraine s'est renforcée depuis le lancement du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, dans le cadre duquel l'Eurosystème a acquis une part significative de l'encours des obligations souveraines de la zone euro. Dans ce contexte, cet encadré présente deux des indicateurs de la liquidité du marché faisant l'objet d'un suivi régulier par la BCE. Globalement, ces indicateurs montrent que les conditions de la liquidité sur les marchés des obligations souveraines ont peu réagi au démarrage du PSPP ou aux modifications du montant des achats mensuels.

Un marché liquide se définit généralement comme un marché sur lequel l'exécution d'une opération standard a un impact limité sur les prix. En d'autres termes, un marché liquide présente des carnets d'ordres volumineux, qui se reconstituent rapidement après l'exécution d'une opération. Ainsi, les modifications de prix à l'issue d'une transaction seront minimales et temporaires. Naturellement, si l'on considère qu'une opération exécutée fournit de nouvelles informations sur la valeur fondamentale de l'actif négocié, il y aura un ajustement proportionnel des cours vendeurs et acheteurs, mais sans altération du volume du carnet d'ordres autour des nouvelles valeurs.

Les indicateurs de la liquidité du marché se concentrent en général sur un ou plusieurs aspects du coût des transactions, de la profondeur du marché et/ou de sa résilience. L'indicateur le plus simple

est l'écart affiché entre cours acheteur et cours vendeur, qui fournit des informations sur le coût attendu d'une opération. On peut construire des indicateurs plus significatifs en associant ces informations relatives à l'écart cours acheteur-cours vendeur et, par exemple, la profondeur des carnets d'ordres, qui permet d'évaluer le volume d'opérations qu'un marché est capable d'absorber aisément à un moment donné. Les mesures de la profondeur d'un marché s'appuient généralement sur les informations tirées des carnets d'ordres à cours limité¹⁴, qui constituent les barèmes en temps réel en termes de volume et de prix dont disposent les intervenants de marché. La résilience est fonction de la dynamique de marché, c'est-à-dire le temps nécessaire à la reconstitution des carnets d'ordres après l'exécution d'une opération ; elle se concentre donc sur la dimension temporelle de la liquidité de marché.

Le présent encadré examine la liquidité du marché des obligations souveraines de la zone euro en s'appuyant sur un indicateur de la liquidité fondé sur les carnets d'ordres¹⁵ et un indicateur de la liquidité établi à partir de l'exécution des opérations¹⁶. Bien que ces indicateurs s'appuient sur des séries différentes de données de marché (les carnets d'ordres à cours limité et les cotations, respectivement), ils se concentrent essentiellement sur les dimensions coût et volume de la liquidité.

Tant l'indicateur de la liquidité fondé sur les carnets d'ordres que celui établi à partir de l'exécution des opérations suggèrent que les conditions de la liquidité sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro ne se sont pas détériorées depuis le début du PSPP (cf. graphique A). Même si les deux indicateurs ont affiché une certaine volatilité au cours de la période sous revue, ils n'ont pas enregistré de tendance durable à la hausse, en dépit de l'accumulation importante, au fil du temps, des avoirs détenus au titre du PSPP. De même, les indicateurs n'ont généralement pas réagi de façon marquée aux modifications du montant des achats mensuels dans le cadre du PSPP, même si le résultat agrégé peut masquer une certaine hétérogénéité entre les différents pays.

¹⁴ Un carnet d'ordres à cours limité est un système de négociation dans lequel les ordres vendeurs et acheteurs soumis par les intervenants de marché sont placés en file d'attente et exécutés selon une séquence prédéfinie.

¹⁵ L'indicateur de la liquidité fondé sur les carnets d'ordres est établi sur la base des données relatives aux écarts entre cours acheteur et cours vendeur et des quantités cotées tirées des carnets d'ordres à cours limité. Il correspond, pour une obligation donnée, à la somme des cinq meilleures cotations côté acheteur et côté vendeur du carnet d'ordres, divisée par la somme des volumes cotés correspondants.

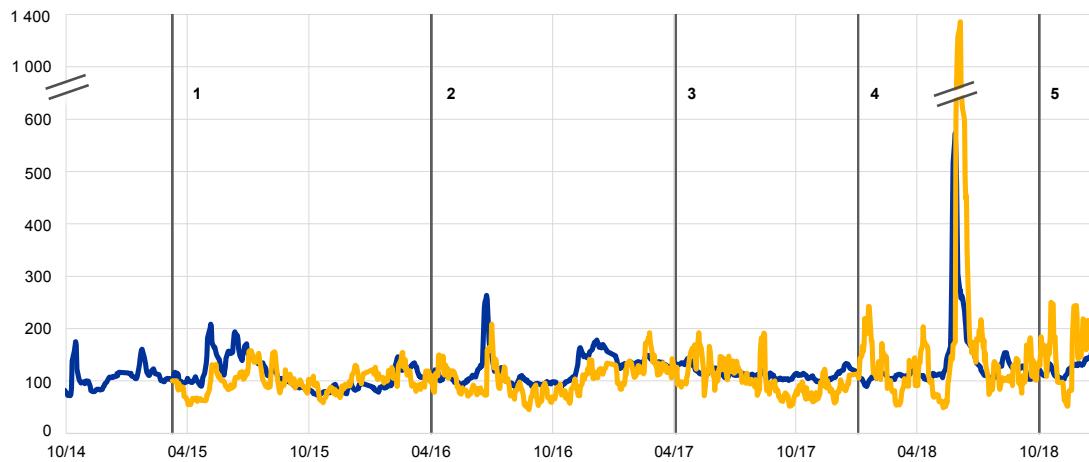
¹⁶ L'indicateur de la liquidité établi à partir de l'exécution des opérations utilise les informations issues des cotations fermes pour les opérations réalisées au titre du PSPP. Pour une obligation donnée, cet indicateur correspond à l'écart entre les deux meilleures cotations reçues sur le marché de gré à gré (*over-the-counter*, OTC), divisé par la duration de l'obligation. Seules les cotations donnant effectivement lieu à une transaction sont prises en compte.

Graphique A

Indicateurs de la liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro depuis le début du PSPP

(indice : 100 = 9 mars 2015)

- Indicateur fondé sur les carnets d'ordres
- Indicateur établi à partir de l'exécution des opérations



Sources : Bloomberg, EuroMTS Ltd et calculs de la BCE.

Notes : Une hausse (baisse) de ces indicateurs correspond à une détérioration (amélioration) des conditions de la liquidité. Le graphique retrace la moyenne mobile sur cinq jours des indicateurs. L'indicateur tiré des carnets d'ordres est une moyenne pondérée du PIB des obligations souveraines à dix ans à l'échelle de la zone euro et l'indicateur établi à partir de l'exécution des opérations est une moyenne pondérée du volume pour les obligations souveraines négociées dans le cadre du PSPP. Les indicateurs sont normalisés à 100 le 9 mars 2015, date à laquelle les achats au titre du PSPP ont débuté. Les lignes verticales indiquent les modifications suivantes du volume des achats d'actifs au titre du PSPP : (1) le début du programme, avec un volume mensuel de 60 milliards d'euros (9 mars 2015) ; (2) l'augmentation des achats nets mensuels à 80 milliards d'euros (1^{er} avril 2016) ; (3) la réduction des achats nets mensuels à 60 milliards d'euros (3 avril 2017) ; (4) la réduction des achats net mensuels à 30 milliards d'euros (2 janvier 2018) et (5) la réduction des achats nets mensuels à 15 milliards d'euros (1^{er} octobre 2018). Les dernières observations se rapportent au 21 décembre 2018. Les valeurs supérieures à 600 sont réduites d'un facteur de 4.

Le graphique A montre que ces indicateurs de liquidité tendent à enregistrer un pic autour des événements politiques et économiques associés à une détérioration attendue de la liquidité de marché. Par exemple, des pics ont été observés durant la période du « *Bund tantrum* »¹⁷ (qui a débuté le 28 avril 2015) et à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE (23 juin 2016). Les élections présidentielles aux États-Unis (8 novembre 2016) et en France (23 avril 2017) ont également été caractérisées par des valeurs plus élevées de ces indicateurs. Le pic d'illiquidité le plus important peut toutefois être observé au moment des tensions politiques liées à la formation du nouveau gouvernement italien (période qui a débuté le 28 mai 2018), quand la liquidité s'est détériorée en particulier sur le marché italien. Ces pics reflètent principalement des détériorations de la liquidité spécifiques à certains pays, avec des effets de contagion limités sur les autres marchés. En outre, la liquidité se détériore en général au cours de l'été et vers la fin de l'année, même si cette tendance est moins évidente dans le graphique en raison de la grandeur de l'échelle. Enfin, les évolutions de l'indicateur établi à partir de l'exécution des opérations ressemblent à celles de l'indicateur fondé sur les carnets d'ordres, mais reflètent un bruit plus important. Un indicateur composite construit en utilisant des méthodologies de pondérations robustes ou en agrégeant un large éventail de mesures pourrait réduire le bruit affectant les mesures individuelles.

¹⁷ Le « *Bund tantrum* » fait référence à une hausse brutale des rendements des obligations souveraines allemandes, quand le rendement à dix ans a augmenté de 82 points de base (passant de 0,16 % à 0,98 %) en six semaines environ.

Les conditions de financement très favorables des banques ont été répercutées sur les sociétés et sur les ménages

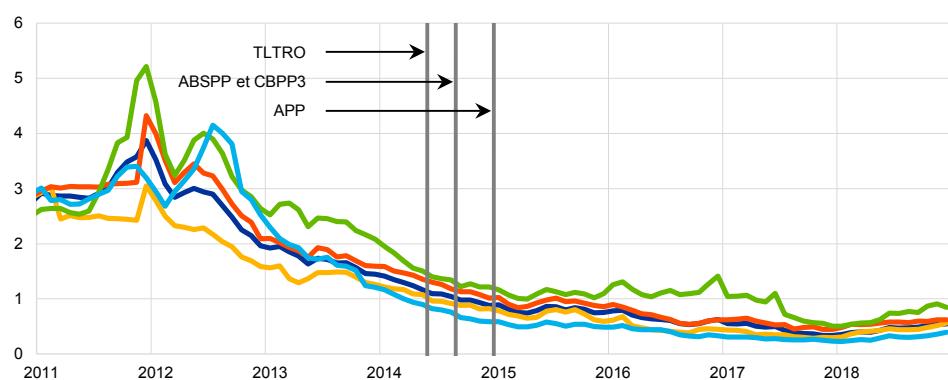
L'orientation accommodante de la politique monétaire et le renforcement des bilans bancaires ont continué de contribuer aux faibles coûts du financement bancaire. En dépit d'une plus forte dispersion entre les pays de la zone euro au second semestre 2018, les coûts de financement sont restés très inférieurs aux niveaux constatés avant l'adoption des mesures d'assouplissement du crédit prises par la BCE en juin 2014 (cf. graphique 18). 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 demeurant très attractives dans la zone euro. Les taux d'intérêt sur les prêts bancaires accordés aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Entre début juin 2014 et décembre 2018, ils ont diminué de 130 et 110 points de base environ, respectivement, soit une variation nettement plus importante que celle des taux de référence du marché (cf. graphique 19).

Graphique 18

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)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne



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

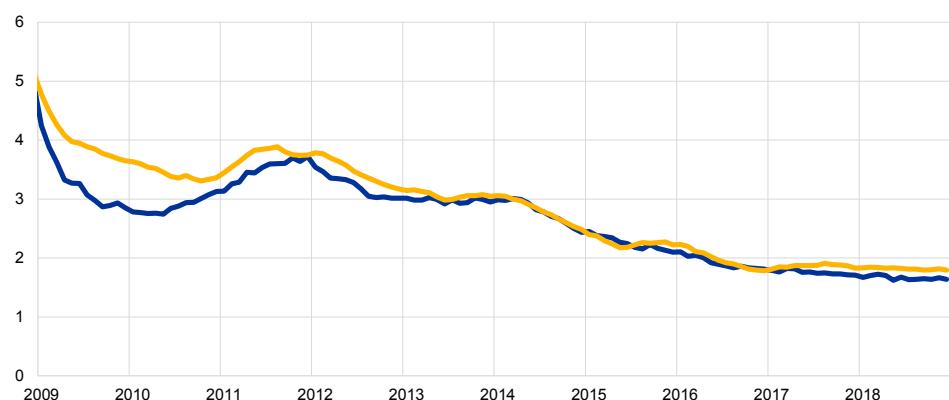
Note : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants.

Graphique 19

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

(en pourcentage annuel)

- Sociétés non financières
- Prêts au logement consentis aux ménages



Source : BCE.

Note : 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 SNF ont également continué de bénéficier de coûts du financement de marché très favorables, en raison de la persistance de l'effet de resserrement des écarts de taux liés aux achats nets au titre du CSPP (cf. encadré 3). Toutefois, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) des SNF se sont creusés de manière progressive et régulière tout au long de l'année 2018 depuis les points bas qu'ils avaient atteints après la crise, sous l'effet d'une accentuation des incertitudes entourant les perspectives de croissance dans la zone euro et dans le monde.

Les flux de crédit au secteur privé ont continué de bénéficier des conditions de financement très favorables. La croissance des prêts bancaires aux SNF et aux ménages a poursuivi la tendance haussière progressive observée depuis début 2014 (cf. section 1.4). Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont continué d'être soutenues par le CSPP en dépit d'une légère modération par rapport à l'année dernière (cf. encadré 3). D'après les statistiques de la BCE relatives aux émissions de titres¹⁸, les nouvelles émissions nettes en euros ont représenté 56 milliards d'euros sur les onze premiers mois de 2018, contre 91 milliards sur la même période de 2017. Les nouvelles émissions nettes dans les autres devises ont représenté – 3 milliards d'euros sur les onze premiers mois de 2018, après – 7 milliards sur la même période de 2017, ce qui est cohérent avec le fait que le CSPP incite les SNF de la zone euro à émettre de nouvelles dettes en euros et à rembourser leurs dettes dans d'autres devises.

¹⁸ Les statistiques relatives aux émissions de titres sont produites par la BCE à partir des données mensuelles déclarées par les banques centrales nationales de la zone euro. Elles recouvrent des données sur les encours, les émissions, les remboursements et les taux de croissance des titres de créance et des actions cotées. Les données sont ventilées par pays et par secteur émetteur, par type d'instrument, par durée initiale, par type de coupon et par devise de libellé. La dernière observation disponible se rapporte à novembre 2018.

La faiblesse des taux directeurs et l'APP ont entraîné une hausse des volumes de prêts et un assouplissement des conditions appliquées par les banques aux nouveaux prêts

Les banques ont continué de faire état d'un assouplissement, favorisé par les mesures de politique monétaire de la BCE, des critères d'octroi de crédits ainsi que des conditions générales appliquées aux nouveaux prêts. D'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, l'APP a continué d'avoir un effet d'assouplissement sur les conditions générales des banques appliquées aux nouveaux prêts consentis aux entreprises et aux ménages. En outre, les mesures de politique monétaire de la BCE ont eu un impact positif sur les volumes de prêts bancaires. La faiblesse des taux d'intérêt et l'expansion économique en cours dans la zone euro ont continué de soutenir la demande de crédit (cf. section 1.4). D'après la dernière enquête SAFE sur l'accès des entreprises au financement¹⁹, la disponibilité et les conditions du financement externe pour les petites et moyennes entreprises (PME) se sont encore améliorées en 2018, soutenues par l'orientation très accommodante de la politique monétaire et l'amélioration des conditions de financement des PME (cf. encadré 3).

Encadré 3

L'effet du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur le financement des sociétés non financières dans la zone euro

Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui fait partie du programme d'achats d'actifs de la BCE, a pour objectif d'assouplir les conditions de financement de l'économie réelle de la zone euro. L'analyse de la BCE résumée dans le présent encadré laisse penser que le CSPP a entraîné un assouplissement important des conditions de financement pour les sociétés non bancaires de la zone euro. Il a en effet contribué à une baisse des écarts de rendement des obligations d'entreprises ainsi qu'à une amélioration des conditions d'offre sur le marché primaire de ces obligations. De plus, le CSPP pourrait avoir contribué à l'accroissement du crédit bancaire aux SNF qui ne font pas appel au marché des obligations d'entreprises²⁰.

Le CSPP fait partie de l'APP

Le CSPP est un programme d'achats par l'Eurosystème d'obligations bien notées (*investment-grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires (sociétés non financières et sociétés d'assurance) établies dans la zone euro. Il a été annoncé le 10 mars 2016 et les achats ont débuté le 8 juin 2016. Depuis lors, l'Eurosystème a acquis des titres de créance émis par des SNF aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Ces titres devaient être éligibles en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème et libellés en euros. Au moment de l'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP, en décembre 2018, l'Eurosystème détenait 178 milliards d'euros d'obligations d'entreprises, soit légèrement moins de 7 % de l'encours total des actifs détenus suite aux achats réalisés dans le cadre de l'APP.

¹⁹ Cf. « *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2018* », BCE, novembre 2018.

²⁰ Cet encadré s'appuie sur l'article intitulé « *L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

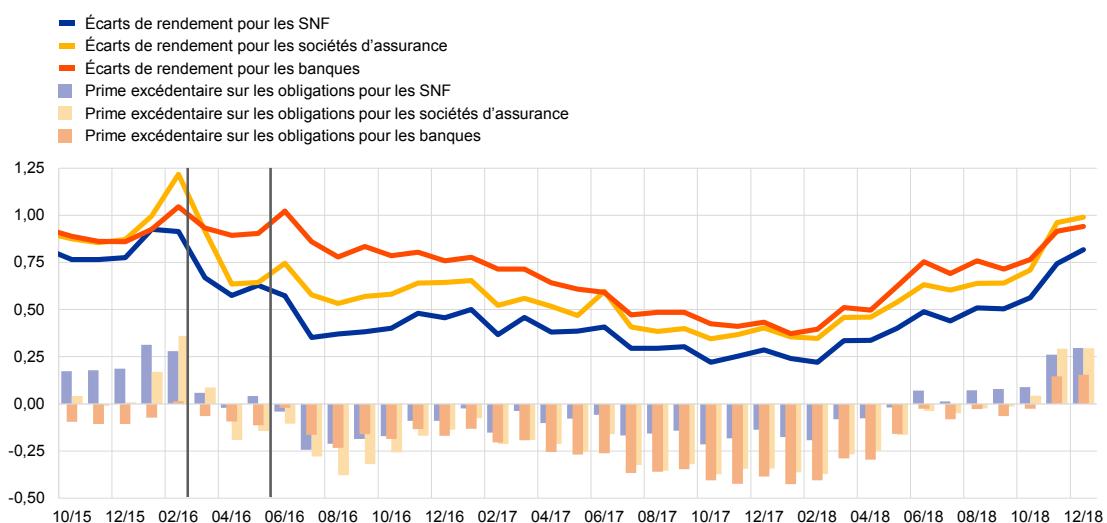
Impact sur les coûts de financement des SNF : resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises

Depuis l'annonce du CSPP en mars 2016, les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont régulièrement resserrés jusqu'à fin 2017, et ont recommencé à augmenter progressivement seulement en 2018 (cf. graphique A). L'analyse économétrique²¹ montre que la diminution régulière des écarts de rendement des obligations éligibles au CSPP entre mi-2016 et fin 2017 peut être largement attribuée au CSPP. La diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises éligibles a entraîné, à son tour, des effets de rééquilibrage des portefeuilles ; il en est également résulté une réduction des écarts de rendement des obligations d'entreprises non éligibles aux achats dans le cadre du CSPP²². En 2018, les incertitudes au niveau mondial et internes à la zone euro ont plus que contrebalancé l'impact du CSPP et contribué à l'augmentation progressive du risque de crédit et, par conséquent, des écarts de rendement des obligations d'entreprises. L'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre du CSPP fin 2018, et la suppression des tensions sur la demande qu'il a entraîné, a coïncidé avec une augmentation des primes de risque de crédit et des valorisations des obligations d'entreprises, qui se sont approchées des valeurs observées avant l'annonce du programme.

Graphique A

Écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) du secteur des entreprises et « primes excédentaires sur les obligations » dans la zone euro

(données mensuelles ; en points de pourcentage)



Sources : Indices Merrill Lynch et calculs de la BCE.

Notes : La « prime excédentaire sur les obligations » représente l'écart des spreads de crédit des entreprises par rapport au risque de défaut mesuré de l'émetteur. La série présentée inclut uniquement les obligations bien notées (*investment-grade*). Les lignes verticales indiquent les réunions du Conseil des gouverneurs des 10 mars 2016 et 2 juin 2016. Cf. De Santis (R.A.), « *Credit spreads, economic activity and fragmentation* », *Working Paper Series*, n° 1930, BCE, juillet 2016. Les dernières observations se rapportent à décembre 2018.

²¹ Pour une description de la méthodologie économique employée, cf. l'article intitulé « *L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018, note de bas de page n° 61.

²² Par exemple, les obligations émises par des banques, les obligations à haut rendement et les obligations rendues inéligibles par la structure de leur coupon. La baisse des rendements et des écarts de rendement des obligations acquises par l'Euroystème incite les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs caractérisés par un profil de risque similaire mais offrant des rendements attendus plus élevés.

Impact sur les émissions de titres de créance par les SNF

Le CSPP a également contribué à améliorer les conditions d'offre sur les marchés primaires des obligations d'entreprises, notamment s'agissant des émetteurs éligibles. Les émissions nettes des SNF se sont redressées en mars 2016, au moment de l'annonce du CSPP et de la baisse des écarts de rendement des obligations d'entreprises. Depuis, elles sont restées plus dynamiques que les années précédentes. De plus, les obligations nouvellement émises éligibles au CSPP ont été assorties d'une échéance plus longue, ce qui a contribué à allonger la durée résiduelle moyenne de l'encours d'obligations bien notées non sécurisées de premier rang (*senior*) émises par les SNF. Enfin, les données empiriques laissent penser que le CSPP a continué de favoriser les émissions par les SNF de nouvelles obligations éligibles libellées en euros plutôt que dans d'autres devises. L'environnement de faibles rendements et de faibles écarts de rendement des obligations d'entreprises semble également avoir favorisé l'activité des émetteurs moins bien notés.

Impact sur la structure de financement des SNF

L'augmentation des émissions d'obligations par les SNF observée depuis deux ans et demi a reflété, au moins à l'origine, le passage de certaines entreprises d'un financement par les prêts bancaires à un financement par l'endettement de marché²³. L'analyse de la BCE couvrant la période comprise entre fin 2015 et mi-2017 montre que, pour un large échantillon de SNF de la zone euro, les entreprises qui ont émis des obligations éligibles au CSPP ont enregistré une augmentation de la part des obligations et une diminution de la part des prêts à long terme dans le total de leurs engagements.

Les données microéconomiques sont confirmées par les comptes financiers agrégés des SNF de la zone euro. Entre l'annonce du CSPP et mi-2017, la part des nouveaux prêts bancaires contractés par les entreprises de la zone euro a diminué, en rythme annuel, par rapport à celle de leurs nouvelles émissions nettes de titres de créance. Par conséquent, les SNF de la zone euro ont modifié leur structure de financement en faveur des titres de créance. Néanmoins, depuis mi-2016, le flux net des prêts bancaires au secteur des SNF a été positif et s'est même accéléré. À partir de mi-2017, les SNF de la zone euro sont progressivement revenues sur le remplacement temporaire des prêts bancaires par des titres de créance et la part relative des nouveaux prêts bancaires contractés a de nouveau augmenté jusqu'à fin 2018.

Impact sur l'offre de crédits bancaires

Enfin, en combinant les données et les résultats d'enquêtes, il apparaît que le CSPP peut avoir contribué à dégager, dans les bilans des banques, une capacité de prêt utilisée ensuite pour accroître les prêts aux entreprises non éligibles au CSPP (principalement les petites entreprises)²⁴. L'enquête sur l'accès des entreprises au financement montre que le pourcentage net des petites et moyennes entreprises déclarant une amélioration de la propension des banques à accorder des crédits, qui a affiché une tendance croissante depuis 2014, a encore légèrement augmenté au premier

²³ Cf. Grosse-Rueschkamp (B.), Steffen (S.) et Streitz (D.), « *Cutting out the middleman – The ECB as corporate bond investor* », SSRN, octobre 2017, et Arce (O.), Gimeno (R.) et Mayordomo (S.), « *Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE* », Working Papers, n° 1743, Banco de España, 2017.

²⁴ Dans la littérature, des données économétriques montrent que les volumes de prêts accordés augmentent plus fortement quand les banques comptent dans leurs portefeuilles une large part d'emprunteurs éligibles au CSPP que quand la part de ces emprunteurs dans leurs portefeuilles est moins élevée ; cf. Grosse-Rueschkamp, Steffen et Streitz, *op. cit.* Des éléments économétriques vont également dans le sens d'une forte hausse des prêts aux entreprises non éligibles au CSPP en Espagne au moment de l'annonce du CSPP ; cf. Arce, Gimeno et Mayordomo, *op. cit.*

semestre 2016, quand le CSPP a été introduit. Cet effet a été particulièrement manifeste en France où les entreprises ont représenté une large part de la hausse des émissions d'obligations observée depuis l'annonce du CSPP.

Les mesures de politique monétaire depuis 2014 ont fortement contribué à l'amélioration des performances économiques de la zone euro

L'orientation très accommodante de la politique monétaire depuis 2014 a fortement contribué à l'amélioration des performances économiques de la zone euro, favorisant la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. La consommation privée a été confortée par la poursuite des créations d'emplois qui, pour leur part, reflétaient partiellement les réformes passées des marchés du travail ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. L'investissement des entreprises a été soutenu par les conditions de financement favorables, la hausse de leur rentabilité et une forte demande. L'investissement immobilier résidentiel est resté robuste. Si l'on considère l'ensemble des mesures de politique monétaire prises depuis mi-2014, l'impact global sur la croissance du PIB en volume et l'inflation de la zone euro serait, dans les deux cas, proche de 1,9 point de pourcentage en cumul entre 2016 et 2020²⁵.

2.2

La dynamique du bilan de l'Eurosystème vers la fin des achats nets d'actifs

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. Afin d'améliorer la transmission de la politique monétaire et d'assouplir les conditions de financement dans la zone euro, les mesures non conventionnelles comprennent des opérations de prêts adossées à des garanties, 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 2018, le bilan de l'Eurosystème a continué de croître sous l'effet de ces mesures non conventionnelles de politique monétaire et, à fin 2018, sa taille a atteint un point haut historique à 4 700 milliards d'euros, soit une hausse de 200 milliards par rapport à fin 2017.



Nouvelle expansion du bilan de l'Eurosystème

L'APP a entraîné une nouvelle expansion du bilan de l'Eurosystème en 2018, mais à un rythme légèrement plus faible que les années précédentes en raison de la réduction des achats nets mensuels d'actifs (cf. section 2.1). Fin 2018, les rubriques à l'actif du bilan de l'Eurosystème liées à la politique monétaire s'élevaient à 3 400 milliards d'euros, soit 72 % du total des actifs du bilan (contre 70 % fin 2017). Ces actifs liés à la politique monétaire recouvrent les prêts aux établissements de crédit de la zone euro, qui représentaient 16 % du total des actifs (après 17 % fin 2017), et les titres acquis à des fins de politique monétaire, soit 56 % environ du total des actifs (contre 53 % fin 2017) (cf. graphique 20). Les autres actifs financiers

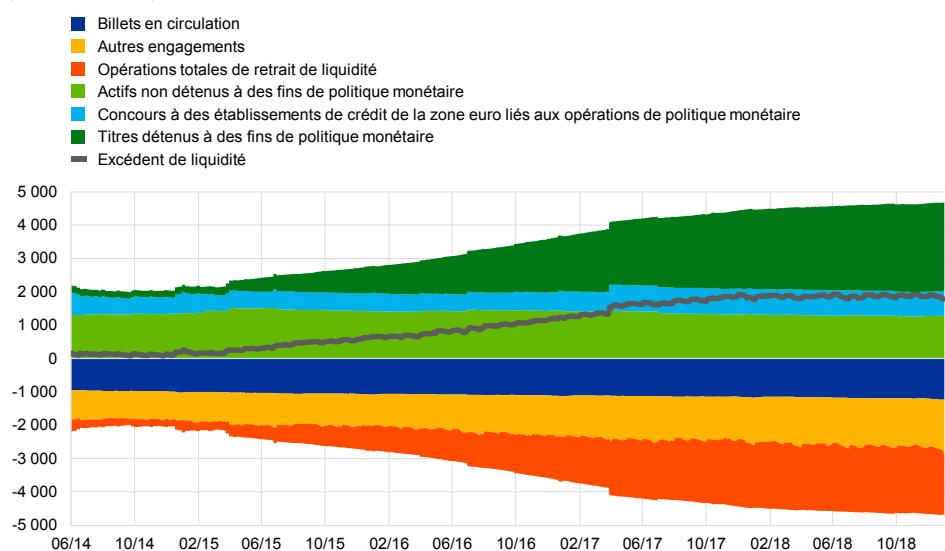
²⁵ Pour une analyse approfondie de l'incidence de l'APP sur l'économie de la zone euro, cf. l'article intitulé « Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets », *Bulletin économique*, BCE, à paraître.

figurant au bilan sont constitués principalement : a) des avoirs en devises étrangères et en or détenus par l'Eurosystème ; b) des portefeuilles de titres libellés en euros autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire ; et c) des liquidités d'urgence fournies par certaines banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème à des institutions financières solvables confrontées à des problèmes de liquidité temporaires. Ces autres actifs financiers font l'objet d'obligations de déclaration internes à l'Eurosystème et de restrictions résultant notamment de l'interdiction du financement monétaire et de l'obligation de ne pas interférer avec la politique monétaire, définies dans plusieurs textes juridiques²⁶.

Au passif, le principal impact de la poursuite d'une politique monétaire accommodante en 2018 a concerné les réserves obligatoires et le recours à la facilité de dépôt des contreparties, qui sont demeurés globalement inchangés à 2 000 milliards, soit 39 % du passif fin 2018, après 42 % fin 2017. Les billets en circulation ont augmenté en phase avec leur tendance historique de croissance, mais ils sont restés stables en termes relatifs par rapport à fin 2017, ressortant à 26 % du passif. Les autres engagements, y compris les comptes de capital et de réévaluation, ont représenté 34 % (contre 32 % fin 2017), et en termes absolus ils ont augmenté de 200 milliards d'euros (cf. graphique 20).

Graphique 20 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.

²⁶ L'interdiction du financement monétaire est définie à l'article 123 du [traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#). Pour les restrictions appliquées aux actifs autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire, cf. en particulier l'orientation de la BCE concernant les opérations domestiques de gestion des actifs et des passifs par les banques centrales nationales ([BCE/2014/9](#)), l'accord du 19 novembre 2014 sur les actifs financiers nets (*Agreement on Net Financial Assets*, ANFA), ainsi que l'accord du 17 mai 2017 relatif à la fourniture de liquidité d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA).

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

Fin 2018, les avoirs au titre de l'APP s'élevaient à 2 600 milliards d'euros

Le rythme mensuel des achats net d'actifs a été réduit, revenant de 30 milliards à compter de janvier à 15 milliards à compter d'octobre 2018. En fin d'année, les avoirs au titre de l'APP²⁷ s'élevaient à 2 600 milliards d'euros²⁸.

Fin 2018, l'ABSPP représentait 1 % (28 milliards d'euros) du total des avoirs au titre de l'APP, le CBPP3 représentait 10 % (262 milliards) et le CSPP 7 % (178 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 en 2018, avec 48 milliards d'euros d'achats nets. Les achats dans le cadre du CSPP sont réalisés sur la base d'une référence qui reflète proportionnellement tous les encours des émissions de titres éligibles. Cela signifie que la capitalisation boursière fournit une pondération pour chacune des différentes juridictions d'émission au sein de la référence.

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

Le PSPP constituait la part la plus importante de l'APP, soit 2 100 milliards d'euros ou 82 % du total des titres détenus dans le cadre de l'APP fin 2018, contre 83 % fin 2017. Dans le cadre du PSPP, la ventilation des achats entre les juridictions est déterminée par la clé de répartition du capital de la BCE. Au sein des quotas qui leur sont assignés, la BCE et les BCN de la zone euro ont la possibilité de choisir d'acheter des titres des administrations centrales, régionales et locales, des titres émis par certaines agences établies dans les juridictions respectives et, le cas échéant, des titres émis par des institutions supranationales. L'échéance moyenne pondérée des titres détenus dans le cadre du PSPP est ressortie à 7,4 ans fin 2018, légèrement en deçà des 7,7 ans enregistrés fin 2017, avec quelques variations d'une juridiction à l'autre²⁹.

L'Eurosystème procède au réinvestissement des remboursements au titre du principal des actifs arrivant à échéance qu'il a acquis dans le cadre de l'APP. Les réinvestissements effectués au titre des programmes d'achats de titres du secteur privé ont représenté 30,9 milliards d'euros en 2018, tandis que ceux réalisés dans le cadre du PSPP ont représenté 116,7 milliards³⁰. Les actifs acquis dans le cadre du

²⁷ Les avoirs au titre de l'APP sont présentés au coût amorti.

²⁸ La BCE publie chaque semaine les informations relatives aux évolutions des avoirs au titre de l'APP. Les ventilations de ses avoirs entre achats sur les marchés primaire et secondaire pour ce qui concerne l'ABSPP, le CBPP3 et le CSPP sont publiées chaque mois. En ce qui concerne le CSPP, la publication inclut une liste complète de tous les titres détenus, y compris les noms des émetteurs, les dates d'échéance et le taux des coupons d'obligations, ainsi que des données agrégées relatives aux titres détenus ventilées par pays de risque, par notations et par secteurs. S'agissant du PSPP, la BCE fournit une répartition par pays émetteurs des données relatives aux avoirs en titres, y compris l'échéance moyenne pondérée (les détentions de titres des émetteurs supranationaux sont publiées à un niveau agrégé).

²⁹ 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.

³⁰ La BCE publie les montants mensuels attendus des remboursements au titre de l'APP sur un horizon de douze mois glissants.

PSPP et du CSPP ont continué d'être mis à disposition à des fins de prêts de titres³¹, afin de soutenir la liquidité des marchés obligataires et des pensions³².

Évolutions des opérations de refinancement de l'Eurosystème

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème a diminué de 30,6 milliards d'euros depuis fin 2017 pour ressortir à 733,4 milliards fin 2018. Cette évolution peut être largement attribuée aux remboursements volontaires à hauteur de 4,5 milliards d'euros et à l'arrivée à échéance de 8,9 milliards au titre de la première série de TLTRO, ainsi qu'aux remboursements volontaires de 17,8 milliards 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 2,7 ans environ fin 2017 à 1,8 an environ fin 2018. Le taux moyen pondéré au titre de la deuxième série de TLTRO est ressorti à – 0,3650 % (chiffre arrondi).

2.3

Le cadre de gestion des risques pour l'APP atténue les risques financiers tout en apportant un soutien à l'objectif de politique monétaire

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

Trois grands principes guident les achats d'actifs du point de vue de la politique monétaire. Premièrement, les achats d'actifs doivent être un outil efficace pour atteindre l'objectif principal de la BCE qui consiste à maintenir la stabilité des prix. Deuxièmement, les achats d'actifs doivent être proportionnés aux objectifs de politique monétaire et les distorsions sur les marchés doivent être évitées. Troisièmement, 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'Eurosystème³³.

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

Tous les instruments de politique monétaire, y compris les achats fermes d'actifs, comportent par nature des risques, qui sont générés et contrôlés par l'Eurosystème. Il s'agit de risques de crédit, de marché, de liquidité et de risques opérationnels et juridiques. Les achats fermes d'actifs nécessitent des cadres de gestion des risques spécifiques afin de limiter les risques financiers 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 procédures d'évaluation du crédit et de diligence raisonnable, des cadres de valorisation, des portefeuilles de référence et des limites. Les cadres de contrôle des risques ne servent pas seulement à atténuer les risques financiers, ils contribuent

³¹ Cf. « *General APP securities lending framework* » pour des informations sur les opérations de prêt de titres effectuées dans le cadre du CBPP3 et de l'ABSPP.

³² La BCE publie tous les mois la moyenne mensuelle agrégée dans le cadre du PSPP du solde de prêts pour l'Eurosystème et le montant mensuel moyen agrégé dans le cadre du PSPP des espèces reçues en garantie.

³³ Cf. « *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations* », BCE, juillet 2015.

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. La suite de la section présente une description des cadres de gestion des risques régissant la mise en œuvre de l'APP. Le tableau 1 résume les principaux éléments de ces cadres. Les cadres de gestion des risques continueront de s'appliquer tout au long de la période de réinvestissement et aussi longtemps que les encours au titre de l'APP figureront au bilan de l'Eurosystème.

Tableau 1

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

	ABSP	CBPP3	CSPP	PSPP
Principaux critères d'éligibilité	Éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème avec des critères de localisation	Titres éligibles utilisés par leur émetteur en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème	Éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème avec des critères d'exclusion	Éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, y compris une liste des agences et des entités supranationales
Notation minimale	CQS 3	CQS 3	CQS 3	CQS 3
Échéance résiduelle minimale	Aucune	Aucune	6 mois	1 an
Échéance résiduelle maximale	Aucune	Aucune	30 ans	30 ans
Limites de détention par émission	70 % (30 % en cas de dérogations)	70 % (30 % en cas de dérogations)	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.

Note : CQS : échelon de qualité de crédit selon l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (cf. dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème).

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 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 respecter notamment les critères d'une qualité de crédit correspondant à l'échelon 3 (CQS 3) sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, c'est-à-dire avoir au moins une note d'évaluation du crédit³⁴ attribuée par un organisme externe

³⁴ Les titres adossés à des actifs (ABS) doivent avoir au moins deux notations attribuées par un organisme externe d'évaluation du crédit. Les ABS dont la notation est inférieure à l'échelon 2 de qualité de crédit doivent faire face 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.

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). 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.

Pour les actifs émis ou garantis par les administrations centrales, le seuil minimal de qualité du crédit CQS3 peut faire l'objet d'une dérogation si la juridiction concernée est soumise à un programme de l'UE/du FMI et s'y conforme, comme décidé par le Conseil des gouverneurs. Les actifs éligibles aux achats en vertu d'une dérogation au seuil minimal de qualité du crédit doivent satisfaire à des exigences supplémentaires. Par exemple, les achats ne sont pas autorisés durant la période d'examen d'un tel programme, et ils ne peuvent reprendre qu'à la suite d'un résultat positif de l'examen. Pour l'ABSPP et le CBPP3, ces actifs doivent bénéficier de la notation maximale dans la juridiction concernée et satisfaire à d'autres exigences pour atténuer le risque qui est plus important.

Outre les critères d'éligibilité mentionnés ci-dessus, des critères d'éligibilité spécifiques s'appliquent en fonction du programme. Par exemple, pour le PSPP et le CSPP, des restrictions s'appliquent pour les échéances minimales et maximales³⁵. 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 sociétés de gestion de portefeuille sont exclus des achats. Dans le CBPP3, les actifs doivent être éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème et, en outre, remplir les conditions nécessaires pour pouvoir être mobilisés par leur propre émetteur, c'est-à-dire qu'ils peuvent être remis en garantie par l'établissement de crédit émetteur³⁶. De plus, les obligations sécurisées à échéance conditionnelle (*conditional pass-through covered bonds*) ne sont pas éligibles aux achats à compter du 1^{er} janvier 2019. Enfin, 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(1) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Évaluation du risque de crédit et diligence raisonnable

Des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable sont appliquées de manière continue

Pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, l'Eurosystème applique de manière continue des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable à la totalité des titres pouvant être acquis. Les cadres de suivi sont maintenus en utilisant certains indicateurs de risque. 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 de gestion des risques supplémentaires peuvent s'appliquer, en étant également soumises au

³⁵ Pour le PSPP, la durée résiduelle minimale est fixée à un an et la durée résiduelle maximale à 30 ans. Pour le CSPP, la durée résiduelle minimale est fixée à six mois et la durée résiduelle maximale à 30 ans.

³⁶ Cf. l'article 138, paragraphe 3(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).

principe de proportionnalité, en particulier 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 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.

Dans le cadre des programmes d'achats de titres du secteur privé, les achats d'actifs présentant un rendement négatif sont autorisés si le rendement est supérieur au taux de la facilité de dépôt. Les achats à des rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt sont autorisés uniquement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public et seulement dans la mesure nécessaire³⁷.

Portefeuilles de référence

Des références sont utilisées 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, des portefeuilles de référence sont fondés sur 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 guide les achats en déterminant leur répartition par pays.

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 émetteur³⁸ 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,

³⁷ Le 19 janvier 2017, le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats d'actifs assortis de rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt ne sont autorisés que dans le cadre du PSPP et a confirmé qu'aucun achat de ce type n'est prévu s'agissant du CBPP3, de l'ABSPP et du CSPP. Pour plus d'informations, cf. le [site internet](#) de la BCE.

³⁸ 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.

de limiter la concentration des risques et de garantir que l'Eurosystème ne devienne pas le principal créancier des gouvernements de la zone euro. Pour le 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 (CAC)³⁹. Sinon, la limite est fixée à 25 %. La limite de détention par émetteur est fixée à 33 % de l'encours des actifs éligibles émis par chaque institution publique concernée.

Pour les programmes d'achats de titres du secteur privé, la limite de détention par émission est fixée à un niveau plus élevé, soit 70 %⁴⁰. 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. En particulier pour le CSPP, ces 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.

³⁹ Pour les obligations supranationales, les limites de détention par émission et par émetteur sont fixées à 50 %.

⁴⁰ Pour les ABS et les obligations sécurisées éligibles aux achats en raison d'une dérogation aux exigences minimales en matière de qualité du crédit, une limite maximale de 30 % est appliquée.

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

L'environnement des risques auquel est confronté le secteur financier de la zone euro est devenu beaucoup plus difficile en 2018. D'une part, plusieurs facteurs ont soutenu la stabilité financière, notamment l'économie en croissance et l'amélioration de la résilience du secteur bancaire. D'autre part, des risques accrus de ralentissement de la croissance ont pesé sur la stabilité financière en 2018, notamment en raison de la montée du protectionnisme commercial ainsi que de la hausse de l'incertitude politique et de celle relative à la politique économique. 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 continué de s'accumuler dans un secteur financier non bancaire en pleine croissance. 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 microp prudentielles, continuant de contribuer à la stabilité du secteur bancaire européen et à une égalité de traitement de l'ensemble des banques de la zone euro. Dix ans après le début de la crise financière mondiale, les principales réformes réglementaires qui ont contribué à rendre le secteur financier plus résilient sont presque achevées. Toutefois, même si des progrès substantiels ont été réalisés, beaucoup reste à faire. À cet égard, en 2018, la BCE a continué de contribuer aux discussions en cours sur l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux, et a aussi souligné l'importance de développer des outils pour limiter les risques dans le secteur financier non bancaire.

3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2018

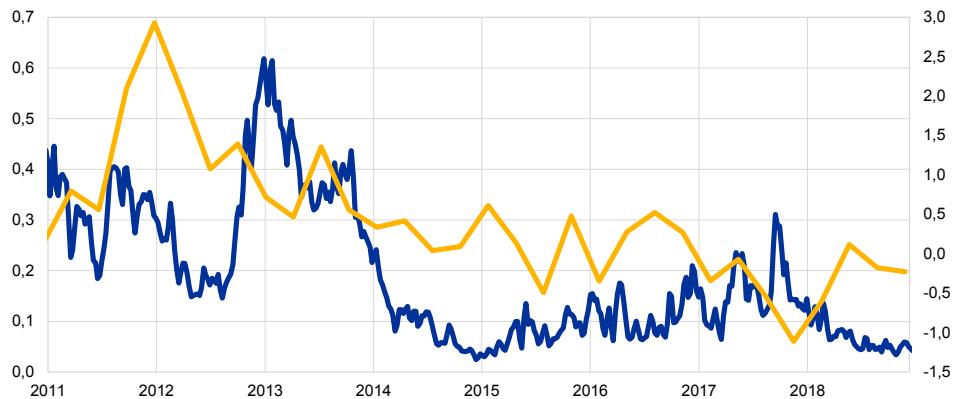
L'environnement de la stabilité financière est devenu plus difficile en 2018, comme le montrent les indicateurs de tensions systémiques (cf. graphique 21). L'analyse menée en 2018 soulignait que certaines évolutions soutenaient la stabilité financière, notamment une poursuite de l'expansion économique (cf. chapitre 1) et l'amélioration de la résilience des banques. Cependant, les activités à prise de risques élevée sur certains compartiments des marchés financiers ont contribué à comprimer les primes de risque à l'échelle mondiale. La montée du protectionnisme et le regain de tensions dans les économies de marché émergentes ont généré des accès de volatilité. Dans l'Union européenne, les incertitudes croissantes liées au processus du Brexit et les tensions sur les marchés obligataires italiens ont contribué à accentuer l'incertitude politique et celle relative à la politique économique.

Graphique 21

Indice du risque pesant sur la stabilité financière et indicateur composite de tensions systémiques sur les marchés financiers de la zone euro

(janvier 2011 – octobre 2018)

- CISS (échelle de gauche)
- FSRI (échelle de droite)



Sources : Bloomberg, Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour plus de précisions sur l'indice du risque pesant sur la stabilité financière (*financial stability risk index*, FSRI), cf. l'article thématique A de l'édition de mai 2018 de la *Financial Stability Review* de la BCE. L'échelle du FSRI représente l'écart par rapport à la moyenne historique exprimée en multiples de l'écart type historique. L'indicateur composite de tensions systémiques sur les marchés financiers (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS) est normalisé pour rester compris entre 0 et 1. FSRI : périodicité trimestrielle ; CISS : périodicité hebdomadaire, moyenne mobile sur deux semaines.

Quatre risques majeurs pour la stabilité financière

Dans ce contexte, quatre principaux risques pour la stabilité financière de la zone euro à un horizon de deux ans ont été identifiés et analysés dans la *Financial Stability Review* (Revue de stabilité financière) semestrielle de la BCE.

Un risque de fortes baisses des prix des actifs

La possibilité d'une hausse désordonnée des primes de risque au niveau mondial constitue le premier risque majeur pour la stabilité financière au cours des prochaines années. Les principales causes susceptibles d'entraîner une augmentation désordonnée des primes de risque sont liées à des facteurs tant internes qu'externes. Elles englobent des réactions désordonnées des marchés à l'incertitude politique ou à celle relative à la politique économique, de nouvelles tensions dans les économies de marché émergentes avec d'éventuelles répercussions sur les économies avancées et un retournement brutal des perspectives macrofinancières américaines. Des poches de valorisations élevées des prix d'actifs et de fortes corrélations entre les prix des actifs financiers mondiaux peuvent amplifier une éventuelle remontée des primes de risque à l'échelle mondiale.

Des inquiétudes pour la soutenabilité de la dette

Le deuxième risque majeur est lié aux préoccupations en termes de soutenabilité de la dette. Les indicateurs de tensions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement augmenté mi-2018, reflétant les évolutions politiques en Italie. Ces hausses ont cependant été relativement modérées, signe d'une propagation limitée des tensions aux autres pays de la zone euro. L'endettement des emprunteurs souverains de la zone euro est demeuré élevé et le ratio de dette a continué d'augmenter dans plusieurs pays qui étaient fortement endettés ces dernières années. En outre, dans certains pays, les niveaux de dette du secteur privé sont restés élevés au regard des normes historiques et internationales et ont dépassé les seuils habituellement associés à un endettement excessif, même si les évolutions

de la dette ont continué de bénéficier de la forte dynamique conjoncturelle de l'économie de la zone euro associée à des conditions de financement très favorables.

Figure 1

Principaux risques pour la stabilité financière dans la zone euro



Source : BCE.

Note : Évaluation de la stabilité financière au 29 novembre 2018.

La dynamique s'est renforcée sur les marchés immobiliers de la zone euro en 2018. La robustesse de l'évolution des prix du logement a continué de se traduire par de légers signes de surévaluation sur les marchés immobiliers résidentiels de la zone euro dans son ensemble, dans un contexte de différences marquées entre pays. Sur les marchés de l'immobilier commercial, les hausses de prix ont été nettement plus fortes que l'augmentation des prix des loyers ces dernières années. Par conséquent, les rendements de l'immobilier commercial de prestige sont orientés à la baisse, atteignant un nouveau point bas dans le cycle actuel. La compression observée des rendements pourrait indiquer une éventuelle surévaluation des prix sur les marchés de l'immobilier commercial. Toutefois, il convient également de souligner qu'on observe les premiers signes d'une phase plus mature du cycle.

Des entraves à la capacité d'intermédiation des banques

Le troisième risque majeur est lié aux faibles perspectives de rentabilité des banques de la zone euro et aux entraves potentielles à leur capacité d'intermédiation. La rentabilité des banques de la zone euro s'est stabilisée, la rentabilité financière agrégée s'établissant à 6,9 % au troisième trimestre 2018. La solvabilité des banques est demeurée relativement stable, le ratio des fonds propres de catégorie 1 agrégé des établissements importants de la zone euro ressortant à 14,2 % à la fin du troisième trimestre 2018, contre 14,3 % un an auparavant.

Les cours des actions des banques de la zone euro ont baissé de 30 % environ en 2018, reflétant une incertitude politique accrue et des préoccupations relatives aux perspectives extérieures. Le recul des cours boursiers a contribué à une baisse des



Forte diminution de la valeur totale des prêts non performants

ratios de valorisation, avec des ratios agrégés cours/valeur comptable pour les banques cotées les plus importantes ressortant à 0,6 fin 2018.

La diminution régulière des prêts non performants des banques de la zone euro s'est poursuivie. Les prêts non performants ont diminué de 94 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de l'année et le ratio de prêts non performants agrégé des établissements importants de la zone euro est revenu à 4,2 % contre 5,2 % un an auparavant. Le processus de réduction des prêts non performants s'est accéléré ou s'est poursuivi à un rythme soutenu dans la majorité des pays où les ratios de prêts non performants sont élevés. Une décomposition granulaire des variations des ratios de prêts non performants au cours de cette période montre que les réductions de ces ratios étaient liées pour l'essentiel à des rétablissements, des liquidations et des abandons de créances. Dans le même temps, un marché secondaire plus actif des actifs dépréciés a également beaucoup contribué à la réduction des prêts non performants. Parmi les différents pays, c'est en Italie et en Espagne que l'activité de cession est restée la plus forte. Malgré l'augmentation des transactions, la liquidité sur les marchés secondaires pour les prêts non performants a continué d'être affectée par plusieurs types de défaillance du marché. Les plateformes de négociation de prêts non performants pourraient contribuer à surmonter ces défaillances en offrant des perspectives de plus grande transparence sur les marchés des prêts non performants, en favorisant une participation plus large des investisseurs et en résolvant les problèmes de coordination⁴¹.

Les risques de liquidité dans le secteur des fonds d'investissement

Le quatrième risque majeur a trait à d'éventuelles tensions sur la liquidité dans le secteur des fonds d'investissement. Au cours des dix dernières années, le total des actifs du secteur des fonds d'investissement de la zone euro a plus que doublé, passant de 5 700 milliards d'euros fin 2008 à 13 800 milliards en juin 2018. Le secteur des fonds d'investissement représente à présent près de 20 % du total des actifs détenus par le secteur financier de la zone euro. Les portefeuilles de fonds d'investissement en actifs risqués ont continué d'augmenter en 2018. Dans le même temps, leurs volants de liquidité ont diminué, accroissant la vulnérabilité du secteur à d'éventuels chocs sur les marchés financiers mondiaux. Par conséquent, si les investisseurs devaient procéder à d'importants remboursements, les fonds pourraient avoir besoin de liquider des parts relativement importantes de leurs portefeuilles, ce qui pourrait faire baisser les prix du marché. Les règles existantes dans l'UE fournissent un cadre robuste en mesure d'assurer la protection des investisseurs et de remédier aux vulnérabilités spécifiques de ces fonds, mais les risques conjoncturels associés à une prise de risque de liquidité accrue et à une empreinte de marché croissante dans l'ensemble du secteur suscitent de plus en plus d'inquiétudes.

Globalement, les quatre risques sont clairement tous imbriqués et, s'ils devaient se matérialiser, pourraient se renforcer mutuellement.

⁴¹ Cf. Fell (J.), Grodzicki (M.), Krušec (D.), Martin (R.) et O'Brien (E.), « *Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017.

3.2

La fonction macroprudentielle de la BCE

Des politiques macroprudentielles pour faire face aux risques systémiques

L'émergence de risques systémiques dans le système financier est traitée au moyen de politiques macroprudentielles et un rôle important ainsi que des pouvoirs spécifiques ont été attribués à la BCE dans ce domaine (cf. le [règlement MSU](#)). En particulier, la BCE est chargée d'évaluer les mesures macroprudentielles prévues par la législation de l'UE et adoptées par les autorités nationales dans les pays soumis à sa supervision bancaire et elle a également le pouvoir de compléter ces mesures nationales dans le secteur bancaire. En réponse à l'environnement de risque auquel la zone euro a dû faire face en 2018, les autorités nationales, en concertation avec la BCE, ont mis en œuvre plusieurs mesures macroprudentielles en vue de réduire les risques systémiques et de renforcer la capacité de résistance à ces risques, et de préserver l'efficacité de l'offre de services financiers à l'économie réelle⁴².

Évaluer le caractère adéquat des politiques macroprudentielles

Des efforts macroprudentiels continus en vue de préserver la stabilité financière

En 2018, la BCE a poursuivi ses vastes efforts dans le domaine de la politique macroprudentielle, en contribuant de façon importante au maintien de la stabilité financière. Outre les efforts analytiques substantiels qu'elle a fournis, la BCE a servi de plateforme aux évaluations des risques conjointes régulières et à 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'évolution des méthodes d'évaluation des différents types de risque systémique. Ces efforts ont encore amélioré le processus et les méthodes d'évaluation des risques systémiques et l'adéquation des mesures de politique macroprudentielle dans la zone euro.

Renforcement de la communication sur les questions de politique macroprudentielle

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 des travaux et des réflexions qu'elle mène en ce domaine. 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 « [Macroprudential Bulletin](#) », un outil de communication important pour expliquer le cadre de la politique macroprudentielle de la BCE et les procédures décisionnelles, ainsi que les avancées et évaluations analytiques dans ce domaine. La BCE a également continué à publier sur son site internet une [vue d'ensemble](#) des mesures macroprudentielles actuellement en vigueur dans les pays soumis à sa supervision bancaire.

⁴² Les autorités nationales conservent le pouvoir d'activer et de mettre en œuvre les mesures macroprudentielles prévues par la législation européenne, mais doivent le notifier à la BCE avant de parvenir à une décision concernant ces mesures. La BCE évalue les mesures prévues et peut s'opposer à la décision proposée ; elle a également le pouvoir, si cela est jugé nécessaire, d'appliquer des mesures plus contraignantes que celles adoptées à l'échelle nationale pour faire face aux risques pesant sur la stabilité financière (article 5 du [règlement MSU](#) et article 13h du règlement intérieur de la BCE ([décision BCE/2014/1](#))).

103 décisions de politique macroprudentielle ont été évaluées par la BCE en 2018

Les décisions de politique macroprudentielle prises en 2018

En 2018, conformément à son mandat juridique, la BCE a évalué la notification par les autorités nationales de la zone euro de 103 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. Le Conseil des gouverneurs de la BCE ne s'est opposé à aucune des décisions macroprudentielles notifiées par les autorités nationales durant l'année 2018.

Les décisions évaluées recouvrivent la définition de coussins de fonds propres contracycliques et des mesures ciblant les risques systémiques structurels

Les 19 pays de la zone euro procèdent tous à une évaluation des risques systémiques conjoncturels tous les trimestres et s'appuient sur ces évaluations pour définir leur niveau de coussins contracycliques. En 2018, quatre pays ont augmenté leur taux de coussins contracycliques. Národná banka Slovenska a décidé de l'accroître de 0,5 % à 1,25 %, à compter du 1^{er} août 2018, puis à 1,5 %, à compter du 1^{er} août 2019, arguant que la Slovaquie est un des pays de l'UE qui ont enregistré la croissance du crédit la plus dynamique, tant dans le secteur des entreprises que dans celui des ménages. En outre, Lietuvos bankas a décidé de porter son taux de coussins contracycliques de 0,5 %, à compter du 31 décembre 2018, à 1 % à compter du 30 juin 2019. L'accroissement de ce taux n'était pas lié à un risque conjoncturel excessif, mais plutôt à une modification des principes directeurs de la banque concernant la détermination du taux de coussins contracycliques (désormais fixé à un niveau positif dans un environnement de risque modéré). La Central Bank of Ireland a décidé d'activer le taux de coussins contracycliques à 1 %, à compter du 1^{er} juillet 2019, avec l'intention de constituer un coussin suffisamment tôt dans le cycle pour renforcer efficacement sa capacité de résistance, tout en prenant en compte la relative sensibilité de l'environnement macrofinancier irlandais aux évolutions extérieures. Enfin, en France, le Haut Conseil de stabilité financière a introduit pour la première fois un taux de coussins contracycliques positif, à 0,25 %, applicable à compter du 1^{er} juillet 2019, pour renforcer la capacité de résistance des banques aux risques conjoncturels, en se référant au contexte macroéconomique favorable et à l'accélération continue du cycle financier.

S'agissant des instruments macroprudentiels ciblant des risques systémiques structurels, la BCE a évalué les décisions des autorités nationales relatives aux coussins de fonds propres de 106 autres EIS⁴³, ainsi que trois décisions relatives aux coussins contre les risques systémiques. S'agissant des mesures notifiées en vertu de l'article 458 du règlement CRR, en France, le Haut Conseil de stabilité financière a décidé de resserrer les limites applicables aux grands risques des grandes sociétés non financières domestiques très endettées afin de faire face aux risques résultant de l'accélération du cycle financier et de la tendance haussière continue de la dette de ces sociétés. De plus, la Banque Nationale de Belgique a proposé une mesure en

⁴³ Cf. « *ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)* », *Macroprudential Bulletin*, numéro 3, BCE, juin 2017.

deux temps pour cibler les risques pesant sur l’immobilier : elle consiste à augmenter de 5 points de pourcentage la pondération générale des risques des banques utilisant l’approche fondée sur les notations internes (IRB) pour les expositions sur la clientèle de détail garanties par une sûreté immobilière nationale, et à ajouter un élément sensible au risque ciblant le profil de risque du portefeuille de créances hypothécaires de chaque banque utilisant l’IRB. Cette mesure a pour objectif de renforcer la résistance des banques utilisant l’approche IRB aux risques macroprudentiels résultant des évolutions du marché de l’immobilier ainsi que la vulnérabilité croissante des emprunteurs.

La coopération avec le Comité européen du risque systémique

Poursuite de la coopération et du soutien au CERS

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 en cours par le CERS des risques systémiques potentiels, apportant également un soutien général aux recherches entreprises par le CERS. Par exemple, la BCE a coopéré avec le groupe de travail de haut niveau sur les actifs sûrs du CERS, qui a été mis en place afin d’étudier les considérations pratiques liées aux titres adossés à des obligations souveraines (*sovereign bond-backed securities*, SBBS). Un [rapport](#) en deux volumes a été publié, présentant les principales conclusions du groupe de travail, ainsi que l’analyse technique qui les sous-tend. En outre, la BCE a contribué à une série de documents de travail publiés concernant les SBBS.

Dans le secteur financier non bancaire de l’UE, la BCE a contribué à l’élaboration du troisième numéro du rapport sur la surveillance du système bancaire parallèle de l’UE ([EU Shadow Banking Monitor](#)), qui présente une vue d’ensemble des évolutions dans ce secteur en mettant l’accent sur l’évaluation des risques potentiels pour la stabilité financière. Également dans la sphère non bancaire, la BCE a contribué au rapport du CERS sur les dispositions, mesures et instruments macroprudentiels pour l’assurance ([Macroprudential provisions, measures and instruments for insurance](#)), qui a été publié en novembre 2018. Ce rapport constitue une contribution aux discussions en cours dans le cadre de Solvabilité II concernant le renforcement du cadre réglementaire pour l’assurance et la réassurance d’un point de vue macroprudentiel.

La BCE a co-présidé un groupe d’experts chargé de répondre à la demande du Conseil de l’UE que le CERS développe des « approches macroprudentielles destinées à prévenir l’émergence de problèmes systémiques causés par les prêts non performants (*non-performing loans*, NPL), tout en prenant dûment en considération les effets procycliques des mesures destinées à remédier aux encours de prêts non performants et les effets potentiels sur la stabilité financière ». Le [rapport](#) publié identifie les facteurs des augmentations de prêts non performants à l’échelle du système, et conclut qu’aucune modification fondamentale ne semble devoir être

apportée à la panoplie d'outils macroprudentiels existante, mais qu'il faudrait envisager des améliorations.

De plus, la BCE a présidé le groupe de travail qui a préparé les scénarios adverses du CERS pour les tests de résistance à l'échelle de l'UE menés par l'Autorité bancaire européenne en 2018 et pour celui réalisé dans le domaine de l'assurance par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), auxquels elle a également apporté un soutien critique sur le plan technique et de la modélisation. La BCE a également accueilli l'atelier annuel sur les tests de résistance en décembre 2018.

Enfin, la BCE a continué de soutenir le CERS dans ses travaux analytiques sur la série de données à grande échelle disponible en vertu du règlement européen sur les infrastructures de marché (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR). Ces travaux ont permis de passer à une collecte, un traitement et une analyse quotidiens des données. Cet effort analytique permet désormais au CERS, à ses comités consultatifs et à leurs sous-structures de réaliser un suivi plus complet et plus rapide des marchés de dérivés.

Pour des informations plus détaillées sur le CERS, veuillez consulter son [site internet](#) et ses [Rapports annuels](#).

3.3

Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité individuelle des banques

Tout au long de 2018, la supervision bancaire de la BCE a continué de contribuer à la stabilité du secteur bancaire européen et à une égalité de traitement de l'ensemble des banques de la zone euro. Même si les banques ont augmenté leur résilience au cours des dernières années, elles font encore face à des défis considérables.

Un des défis les plus urgents que doivent relever les banques de la zone euro est l'insuffisance des bénéfices

Un des défis les plus urgents que doivent relever les banques de la zone euro est l'insuffisance des bénéfices. De plus, si la situation s'est globalement améliorée, elles demeurent toutefois soumises à des pressions pour ajuster leurs modèles d'activité. Elles doivent encore trouver des moyens de devenir durablement rentables sur l'ensemble du cycle économique. En 2018, la supervision bancaire de la BCE a finalisé et publié un [examen thématique](#) des modèles d'activité et des facteurs de rentabilité des banques. Cet examen a révélé que la situation diffère fortement selon les banques. Il établit également que les capacités des banques en matière de pilotage stratégique sont un facteur important qui influe sur leur rentabilité. La supervision bancaire de la BCE continuera de suivre la situation et de tester les modèles d'activité des banques.

Résoudre le problème des NPL est une priorité

Après la rentabilité, les actifs gérés en extinction tels que les prêts non performants (NPL) restent un problème pour le secteur bancaire de la zone euro. Les NPL diminuent les bénéfices des banques, les rendent moins résistantes et réduisent leur capacité à financer l'économie. Si ce problème relève avant tout de la responsabilité des banques affectées, sa résolution est une préoccupation prioritaire des autorités de

Des outils et méthodes de supervision améliorés

l'UE (ainsi qu'en atteste le plan d'action de l'UE destiné à résorber les NPL en Europe) et de la supervision bancaire de la BCE en particulier. Déjà, en mars 2017, la supervision bancaire de la BCE a publié des [lignes directrices qualitatives](#) concernant le traitement des prêts non performants. Ces lignes directrices ont été complétées en mars 2018 par un [addendum](#) qui précise les attentes prudentielles relatives au provisionnement des nouveaux NPL. En juillet 2018, la supervision bancaire de la BCE a annoncé de [nouvelles avancées](#) dans son approche prudentielle des encours de NPL.

Tout au long de l'année, la supervision bancaire de la BCE a continué d'améliorer ses outils et ses méthodes. À la suite de consultations publiques (lancées en mars 2018), elle a publié en novembre 2018 la [version finale des guides](#) destinés aux banques concernant la gestion de leur capital (processus interne d'évaluation de l'adéquation du capital – *Internal capital adequacy assessment process*, ICAAP) et de leurs liquidités (processus interne d'évaluation de l'adéquation des liquidités – *Internal liquidity adequacy assessment process*, ILAAP). En lien avec l'examen ciblé des modèles internes (*Targeted review of internal models*), la supervision bancaire de la BCE a également publié, après une consultation publique, le [premier chapitre](#) de son guide des modèles internes en novembre 2018. De plus, elle a publié des [guides](#) relatifs à l'évaluation des demandes d'agrément qui couvrent également les établissements de crédit Fintech. Un autre [guide](#), publié en septembre 2018, met l'accent sur les inspections sur place et les enquêtes sur les modèles internes. Il vise à expliquer comment ces inspections sont menées. La supervision bancaire de la BCE a également contribué au [test de résistance des banques européennes coordonné par l'Autorité bancaire européenne](#) (cf. encadré 4).

En 2018, la supervision bancaire de la BCE a également pris part au traitement de la faillite d'une banque importante de la zone euro. Ce cas particulier a souligné la nécessité d'aller plus loin en termes d'harmonisation des règles à suivre en cas de faillite bancaire. De plus, même si la BCE ne dispose d'aucun pouvoir en matière de prévention du blanchiment de capitaux, ce cas a également fait ressortir la nécessité d'une approche plus harmonisée de ce problème au niveau européen.

Des informations plus détaillées sur la supervision bancaire de la BCE sont fournies sur son [site internet](#) et par le [Rapport annuel 2018 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

Encadré 4

Le test de résistance des banques mené en 2018 à l'échelle de l'UE

Configuration globale du test de résistance 2018 et participation de la BCE

La BCE a participé à la préparation et à la réalisation du test de résistance 2018 à l'échelle de l'UE sous la coordination d'ensemble de l'Autorité bancaire européenne (ABE). L'objectif du test de résistance était d'évaluer la résilience des institutions financières, en détectant les principaux domaines de vulnérabilité dans le cadre d'un scénario de référence et d'un scénario adverse. En outre, les résultats de l'exercice seront pris en compte dans l'évaluation réalisée dans le cadre du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (SREP) pour chaque banque participante, d'un

point de vue tant quantitatif que qualitatif. Dans le cadre des travaux préparatoires, la BCE a participé à l'élaboration du scénario de référence et du scénario adverse. Ce second scénario a été mis au point conjointement avec le CERS et l'ABE, et en étroite coopération avec les autorités compétentes nationales (ACN). De plus, la BCE a contribué activement à l'élaboration de la note méthodologique du test de résistance de l'ABE, en collaboration avec les ACN. La principale difficulté de la méthodologie 2018 était l'introduction du principe comptable des normes internationales d'information financière IFRS 9, qui a eu des conséquences pour plusieurs profils de risque (risque de crédit, risque de marché et produit net d'intérêts). De même, bénéficiant d'une interaction fructueuse avec les experts de l'ABE et des ACN, la BCE a défini les critères de référence officiels du risque de crédit pour le test de résistance. Ces critères de référence du risque de crédit devraient être appliqués par les banques aux portefeuilles pour lesquels elles ne disposent pas de modèle de risque de crédit approprié.

À la suite du lancement du test de résistance à l'échelle de l'UE le 31 janvier 2018, la BCE était responsable de la procédure d'assurance qualité pour les banques soumises à sa surveillance prudentielle directe. En raison de l'introduction de l'IFRS 9, le calendrier de l'exercice 2018 a été allongé par rapport aux années précédentes pour que les banques disposent de davantage de temps pour présenter les données du test de résistance. Le principal objectif de la procédure d'assurance qualité, qui a été réalisée conjointement par la BCE et les ACN, était de garantir une mise en œuvre correcte par les banques de la méthodologie commune élaborée par l'ABE. Plus de 200 membres du personnel de la BCE ont contribué à cette procédure. Du côté de la fonction de surveillance microprudentielle de la BCE, les membres des équipes de surveillance prudentielle conjointes étaient responsables de l'analyse approfondie des projections soumises par les banques, tenant compte de leurs caractéristiques spécifiques. Ils étaient également chargés de l'interaction directe avec les banques. Des équipes horizontales suivant une approche ascendante étaient responsables de l'évaluation du respect par les banques des exigences méthodologiques et de la vérification de la cohérence et de la crédibilité des résultats individuels des banques au moyen d'une analyse comparative entre pairs. Les équipes de la fonction macroprudentielle de la BCE constituées suivant une démarche descendante ont testé les soumissions par les banques à l'aide de leurs modèles descendants. Ces travaux ont bénéficié de l'assistance d'un bureau de gestion de projet spécifique, ainsi que d'équipes d'infrastructure et de coordinateurs par pays, ce qui a facilité l'interaction avec les autorités nationales.

Parmi les 48 banques soumises au test de résistance conduit par l'ABE, 33 établissements, représentant environ 70 % des actifs bancaires dans la zone euro, font l'objet d'une surveillance prudentielle directe de la BCE. Les résultats individuels pour l'ensemble des 48 banques, ainsi que les données détaillées relatives à leurs bilans et à leurs expositions à fin 2017 ont été publiés par l'ABE le 2 novembre 2018. Outre les 33 banques supervisées par la BCE appartenant à l'échantillon de l'ABE, la BCE a conduit parallèlement son propre test de résistance SREP pour 54 autres banques qu'elle supervise directement, mais qui n'appartiennent pas à l'échantillon de l'ABE⁴⁴. Cet exercice reposait sur la même méthodologie et les mêmes scénarios que le test de résistance à l'échelle de l'UE, mais des approches moins sophistiquées et des seuils de déclaration moins stricts ont été appliqués pour garantir un traitement proportionné aux petites banques.

⁴⁴ Cf. le communiqué de presse intitulé « [Les résultats du test de résistance 2018 publiés par la BCE montrent une amélioration de l'assise en capital des banques importantes de la zone euro](#) », Supervision bancaire de la BCE, 1^{er} février 2019.

Plus tôt en 2018, la BCE avait également testé les quatre banques grecques qu'elle supervise directement. Elle avait suivi la même méthodologie, les mêmes scénarios et la même approche d'assurance qualité que l'ABE dans son test de résistance à l'échelle de l'UE, mais selon un calendrier accéléré afin d'achever le test avant la fin du troisième programme d'assistance financière fourni à la Grèce dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité.

Les scénarios

Le scénario adverse du test de résistance 2018 était fondé sur un ensemble cohérent de chocs macrofinanciers susceptibles de se produire dans un contexte de crise. Pour la zone euro, le scénario comportait une contraction cumulée du PIB de 2,4 %, une baisse cumulée des prix de l'immobilier de 17 % et un recul immédiat de 31 % des cours des actions.

Ce scénario reflétait les principaux risques systémiques identifiés lors du lancement de l'exercice, notamment : a) une réévaluation brutale et importante des primes de risque sur les marchés financiers mondiaux ; b) des préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette publique et privée ; c) une boucle de rétroaction négative entre la rentabilité peu élevée des banques et la faiblesse de la croissance nominale ; et d) des risques de liquidité dans le secteur financier non bancaire avec des effets de contagion possibles au système financier au sens large.

Afin de tenir compte du décalage prolongé entre le lancement de l'exercice de test de résistance de l'ABE début 2018 et la publication des résultats, des analyses de sensibilité supplémentaires pour les risques qui sont devenus plus marqués au cours de l'année, comme les risques d'un ralentissement brutal des économies de marché émergentes les plus importantes pour les banques de la zone euro et d'un regain de tensions sur les marchés de la dette souveraine, ont été effectuées par la BCE et publiées dans l'édition de novembre 2018 de la *Financial Stability Review* (FSR, Revue de stabilité financière).

Résultats du test de résistance mené en 2018 par l'ABE et principaux déterminants

L'application du scénario adverse s'est traduite par une réduction de 3,8 points de pourcentage des fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) agrégés pour les 33 banques supervisées directement par la BCE sur la base des ratios cibles, les fonds propres CET1 agrégés de l'ensemble du système revenant de 13,7 % fin 2017 à 9,9 % fin 2020. Cette baisse inclut une incidence de 0,3 point de pourcentage résultant de la mise en œuvre initiale de l'IFRS 9 qui est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2018. La réduction correspondante est supérieure de 0,5 point de pourcentage à celle de l'exercice 2016.

Les dépréciations de crédit ont été l'un des principaux facteurs à l'origine de la diminution des fonds propres dans le scénario macroéconomique adverse, ce qui s'explique principalement par le fait que le scénario macroéconomique était plus sévère que lors du test de résistance conduit en 2016 et par l'introduction de l'IFRS 9 (notamment le modèle de provisions pour pertes sur prêts sur la durée de vie). Les encours de prêts non performants (*non-performing loans*, NPL) ont joué un rôle moins prépondérant dans l'exercice 2018 que dans celui de 2016, reflétant l'amélioration des bilans des banques. Un deuxième facteur déterminant a été un choc sur l'écart de financement affectant le risque de marché des banques, qui a été en partie contrebalancé par l'effet positif de la hausse des taux d'intérêt à long terme. Un troisième facteur a été constitué par l'impact des chocs de prix de marché et de liquidité sur les portefeuilles en juste valeur. L'incidence d'une réévaluation complète de ces portefeuilles a été la plus forte pour les banques d'importance systémique mondiale (EISm).

Toutefois, ces banques ont été largement en mesure de compenser les pertes par les revenus élevés tirés des relations clients. L'incidence des tensions sur les réserves de liquidité et l'incertitude du modèle a également concerné davantage les EISm que les autres banques. Les tensions importantes sur les revenus nets tirés des commissions ont été un autre facteur important.

La plus forte contraction des fonds propres a également été affectée par une méthodologie plus sensible au risque. Cela n'a été que partiellement contrebalancé par les effets de l'amélioration de la qualité des actifs, notamment en raison de la réduction effective des volumes de NPL, et par les avantages résultant de la hausse plus marquée des taux d'intérêt à long terme dans le cadre de ce scénario.

Malgré une plus forte réduction, le ratio cible de fonds propres CET1 agrégés après la période de tensions atteint 9,9 % et est donc supérieur à celui de l'exercice de 2016 où il était ressorti à 8,8 %. Cela résulte des efforts ininterrompus des banques pour se défaire de leurs actifs gérés en extinction, ainsi que de l'accumulation régulière de fonds propres ces dernières années. Les résultats ont confirmé l'amélioration de la résilience des banques participantes aux chocs macroéconomiques. Cependant, l'exercice a également montré les vulnérabilités de certaines banques et fourni des enseignements supplémentaires importants relatifs aux capacités des banques en matière de simulation de crise et de gestion du risque qui font l'objet d'un suivi de la part des autorités de surveillance.

Les résultats des analyses supplémentaires de sensibilité, qui ont été publiés dans la FSR la plus récente, ont indiqué que la matérialisation des risques supplémentaires considérés aurait entraîné une nouvelle détérioration des résultats de l'ordre de 0,3 à 0,7 point de pourcentage des fonds propres CET1 en plus de la contraction des fonds propres de 3,8 points de pourcentage.

3.4

Contribution de la BCE au renforcement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux

Les réformes réglementaires au lendemain de la crise ont contribué à la mise en place d'un secteur financier plus résilient, mais de nouveaux efforts s'imposent

Dix ans après le début de la crise financière mondiale, les principales réformes réglementaires qui ont contribué à mettre en place un secteur financier plus résilient sont en voie d'achèvement. Si des progrès substantiels ont été accomplis au cours de la dernière décennie, plusieurs difficultés juridiques et institutionnelles doivent encore être surmontées avant que les banques européennes ne puissent exercer leur activité dans un cadre vraiment intégré et que les utilisateurs des services financiers ne bénéficient d'un marché bancaire unique plus intégré. De nouveaux efforts sont également nécessaires pour développer les marchés de capitaux, tout en renforçant le cadre réglementaire et prudentiel pour le secteur financier non bancaire.

Achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux

En 2018, la BCE a continué de contribuer aux discussions en cours sur l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux (UMC). Ces deux initiatives contribuent à un meilleur fonctionnement de l'UEM. La mise en place d'un filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique (FRU) et d'un système européen d'assurance des dépôts (SEAD) facilitera l'approfondissement de l'intégration financière et renforcera la crédibilité de l'union bancaire. Des marchés financiers plus intégrés amélioreront l'efficience de l'allocation des crédits, favoriseront le partage des

Nouvelles avancées sur l'union bancaire

risques par le secteur privé et contribueront à diversifier les sources de financement de l'économie réelle.

Un filet de sécurité commun pour le FRU

En juin 2018, les chefs d'État ou de gouvernement des 27 États membres de l'UE ont adopté un premier ensemble de décisions sur la réforme de l'UEM, y compris l'achèvement de l'union bancaire. Ils se sont accordés sur le fait que le Mécanisme européen de stabilité servira de filet de sécurité commun au FRU. Les termes de référence du filet de sécurité commun ont ensuite été approuvés en décembre 2018. De plus, ils ont décidé de commencer les travaux sur une feuille de route pour que soient entamées des négociations politiques sur le SEAD. En décembre 2018, ils sont convenus de créer un groupe de travail de haut niveau chargé de travailler sur les prochaines étapes du SEAD.

La réduction des risques déjà concrétisée peut faciliter les progrès dans le débat politique sur le SEAD

Dans ses travaux visant à soutenir les instances de l'UE dans la mise en place d'un filet de sécurité commun pour le FRU, la BCE a fait part de son point de vue sur la question dans son avis juridique sur une proposition de règlement de la Commission européenne concernant la création du Fonds monétaire européen. En particulier, la BCE a déclaré que le filet de sécurité devait soutenir toutes les mesures possibles adoptées par le CRU, notamment la fourniture d'une aide à la solvabilité et d'un soutien sous forme de liquidité aux établissements soumis à la procédure de résolution. En outre, le processus de décision en vue de versements de fonds par le filet de sécurité doit être rapide et ne doit pas retarder l'adoption et la mise en œuvre des décisions de résolution du CRU.

De plus, la BCE considère que la réduction des risques déjà concrétisée peut faciliter les progrès dans le débat politique sur le SEAD. Il est important que la feuille de route de juin 2016 soit suivie aussi précisément que possible sur ce point. S'agissant des conditions de mise en œuvre effective du SEAD, la BCE estime qu'elles devront être proportionnelles au degré de partage des risques dans la première phase du SEAD. En ce qui concerne les différents modèles d'architecture pour la première phase du SEAD, la BCE a également précisé qu'il serait préférable de mettre en place un fonds centralisé afin de garantir que le système sera doté de ressources financières robustes et que le cadre de gouvernance permettra une prise de décision rapide et collégiale au niveau européen.

La BCE a contribué au débat sur les mesures de réduction des risques

La BCE a également continué de fournir des conseils techniques relatifs au SEAD. En particulier, elle a présenté son analyse quantitative actualisée sur la capacité du SEAD⁴⁵ au groupe de travail *ad hoc* sur le renforcement de l'union bancaire. Cette analyse conclut qu'un fonds d'assurance des dépôts européen intégralement financé serait suffisant pour couvrir les versements en cas de choc très grave. Il n'y aura également aucune subvention croisée systématique injustifiée au sein du SEAD, au sens où certains systèmes bancaires bénéficieraient systématiquement plus du fonds qu'ils n'y contribueraient, même en prenant en compte des chocs spécifiques au pays.

En outre, le débat connexe sur les mesures de réduction des risques a été suivi de près par la BCE qui y a apporté sa contribution. Conformément aux conclusions du

⁴⁵ Pour plus de détails, cf. Carmassi (J.), Dobkowitz (S.), Evrard (J.), Parisi (L.), Silva (A.) et Wedow (M.), « *Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidisation?* », Occasional Paper Series, n° 208, BCE, avril 2018.

Conseil de juin 2016, l'achèvement de l'union bancaire implique de nouvelles mesures en termes de réduction et de partage des risques dans le secteur financier. La poursuite de la réduction des risques est dans l'intérêt direct de la BCE en tant que banque centrale et contrôleur bancaire afin de renforcer la résilience du système bancaire et de l'union bancaire dans son ensemble. En 2018, la BCE a contribué au *joint monitoring report on risk reduction* (rapport de suivi conjoint sur la réduction des risques), préparé en collaboration avec la Commission européenne et le Conseil de résolution unique, qui a fourni une évaluation actualisée de la façon dont les risques évoluent au sein de l'union bancaire. Dans un discours à l'Institut universitaire européen en mai 2018, le président de la BCE a expliqué que le débat était marqué par une dichotomie artificielle à bien des égards entre réduction des risques et partage des risques. Dans un cadre approprié, ces deux objectifs se renforcent mutuellement.

La BCE est un ardent défenseur du projet d'UMC

Dès sa création, la BCE a été un ardent défenseur du projet d'UMC. Comme cela est rappelé dans la *Financial Stability Review de novembre 2018* de la BCE, il est nécessaire de réaliser des avancées sur le projet d'UMC, une véritable UMC étant à même de stimuler la croissance économique et de jouer un rôle crucial dans le renforcement de l'architecture financière de l'UE et du régime de supervision ; à cet égard, un rôle plus important accordé à l'Autorité européenne des marchés financiers serait essentiel à la mise en œuvre d'une véritable UMC. La réalisation des différentes initiatives législatives présentées dans le Plan d'action pour l'UMC de la Commission est donc d'une importance capitale. En outre, le rapport *Financial integration in Europe de mai 2018* a mis en évidence plusieurs pistes identifiées par la recherche de la BCE qui rendraient le projet d'UMC encore plus performant en termes d'effets bénéfiques sur le partage des risques. Ces pistes mettent l'accent sur l'importance des réformes des retraites et de l'investissement institutionnel, l'utilité de favoriser les connaissances financières, et l'intérêt de réaliser de nouveaux progrès sur la voie d'une amélioration de l'harmonisation des procédures d'insolvabilité en Europe.

Il convient de développer des outils destinés à réduire les risques du secteur financier non bancaire

Comme le montre la trajectoire définie dans le plan d'action pour l'UMC de la Commission européenne, le secteur financier non bancaire devrait jouer un rôle croissant dans le financement de l'économie de la zone euro. Cette évolution offre de nombreuses opportunités pour un système financier plus diversifié, mais – l'intermédiation financière se déplaçant des banques vers les institutions financières non bancaires – les risques existants pourraient se déplacer et de nouveaux risques apparaître. Par conséquent, en 2018, la BCE a souligné l'importance de développer des outils destinés à réduire les risques du secteur financier non bancaire. Par exemple, les législateurs de l'UE doivent introduire des outils macroprudentiels conçus pour gérer les risques systémiques liés à l'inadéquation de la liquidité et au recours à l'effet de levier dans les fonds d'investissement.

4 Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements

L'Eurosystème joue un rôle central dans le développement, la gestion et la surveillance des infrastructures de marché, qui garantissent la libre circulation des paiements, des titres et des garanties dans toute l'Europe. Depuis l'introduction de l'euro en 1999, il a largement contribué à réorganiser et à consolider l'infrastructure des paiements de montant élevé, les services de post-marché pour les instruments financiers et, plus récemment, les services de paiements de détail instantanés. L'Eurosystème surveille en outre l'évolution du processus de transformation numérique, afin de garantir le maintien de la sécurité et de l'efficacité des infrastructures des marchés financiers.

4.1 Les services TARGET

Les services TARGET de l'Eurosystème comportent trois composantes : TARGET2, un système de règlement brut en temps réel pour les opérations de paiement en euros liées aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, ainsi que pour les opérations commerciales et interbancaires ; TARGET2-Titres (T2S), une plate-forme unique pour le règlement des titres sur l'ensemble de l'Europe et le service de règlement de paiement instantané de TARGET (*TARGET Instant Payment Settlement*, TIPS), qui permet aux fournisseurs de services de paiement d'offrir à leurs clients un transfert de fonds en temps réel fonctionnant 24 heures sur 24 et sept jours sur sept. Ces trois services effectuent leurs règlements en monnaie de banque centrale, éliminant ainsi le risque de crédit dans le règlement des opérations.

Plus de 1 700 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 52 000 banques sont connectées à TARGET2 à travers le monde. En 2018, TARGET2 a traité en moyenne 346 834 paiements par jour, avec un volume moyen journalier de 1 700 milliards d'euros.

La fonctionnalité multidevises de T2S a été mise en œuvre avec la connexion de la couronne danoise

Un an après la vague finale de migration vers T2S, la connexion de la couronne danoise à la plate-forme de règlement a constitué un jalon important, puisque c'était la première fois qu'une devise autre que l'euro était rendue disponible pour un règlement-livraison contre paiement en T2S, en utilisant la fonctionnalité multidevises de la plate-forme. En 2018, T2S a traité en moyenne 572 172 opérations par jour, avec un volume moyen journalier de 925,69 milliards d'euros.



Des paiements dans toute l'Europe en temps réel 24 heures sur 24

En novembre 2018, l'Eurosystème a lancé TIPS, qui propose le règlement final et irrévocable des paiements instantanés en euros 24 heures sur 24 et sept jours sur sept, en moins de dix secondes. TIPS a été développé pour faciliter la portée

Le processus ayant été facilité par le lancement de TIPS en novembre 2018, les particuliers et les sociétés peuvent se transférer mutuellement de l'argent en moins de dix secondes en utilisant des services de paiement instantané

paneuropéenne des paiements instantanés. Il se base sur le schéma *SEPA Instant Credit Transfer* (SCT Inst) – un système pour les paiements instantanés paneuropéens déjà adopté par plus de 2 000 prestataires de services de paiement dans 16 pays. De plus, TIPS a été conçu comme une extension de TARGET2, qui fournit déjà un réseau étendu de participants à travers l'Europe qui peut être renforcé par TIPS.

TIPS pourra finalement disposer d'une large accessibilité et d'une grande envergure, en recourant au réseau établi de participants à TARGET2 et de BIC (*Business Identifier Codes*) adressables. Il existe des options flexibles permettant d'interagir avec TIPS, si bien que différents types d'utilisateurs peuvent accéder à la plate-forme par le biais de différentes fonctions.

4.2

Maintenir la sécurité et l'efficacité des infrastructures financières à travers l'ensemble du processus de transformation numérique

Alors que l'intégration européenne progresse, les infrastructures de marchés financiers et les paiements sont soumis au processus de transformation numérique global observé dans le secteur financier et dans la société dans son ensemble. L'Eurosystème a relevé ce double défi en favorisant l'intégration et l'innovation dans son rôle de catalyseur. Il promeut, en outre, la sécurité et l'efficacité des infrastructures de marché et des paiements dans le cadre de son mandat de surveillance.

Au niveau des paiements, l'Eurosystème ne cesse de soutenir le processus d'intégration et d'innovation sur le plan européen. Une évaluation de la migration SEPA (*Single Euro Payments Area*) montre que la standardisation des virements et des prélèvements en euros a été réalisée avec succès et que son incidence sur les paiements est positive. Néanmoins, la « discrimination IBAN », c'est-à-dire la pratique des créanciers consistant à refuser d'accepter les comptes de paiement étrangers pour les prélèvements, n'a pas encore été entièrement supprimée. De nouvelles actions sont également nécessaires pour développer des solutions en matière de mandat électronique pour les prélèvements SEPA, alors que le SEPA pour les cartes n'est pas encore achevé. La BCE encourage les systèmes européens de paiement par carte à favoriser leur interopérabilité et leur dimension européenne, afin de permettre l'utilisation de toutes les cartes à n'importe quel terminal.

Sous les auspices du Conseil des paiement de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*, ERPB) – une enceinte de haut niveau présidée par la BCE qui encourage le développement d'un marché intégré, innovant et compétitif pour les paiements de détail libellés en euros dans l'UE –, les travaux sur la standardisation des cartes se sont poursuivis, de même que l'encouragement de l'innovation en matière de paiements de détail dans les paiements instantanés et les paiements par téléphone portable entre personnes, ainsi que de l'accessibilité des services de paiements de détail.

Dans le domaine des services d'initiation de paiement, c'est-à-dire des services en ligne qui ont accès au compte de paiement d'un utilisateur pour initier le transfert de fonds pour le compte de l'utilisateur, et avec l'accord et l'authentification de celui-ci, l'ERPB a décidé d'un ensemble commun d'exigences techniques, opérationnelles et professionnelles en vue de la fourniture efficiente et paneuropéenne de services d'initiation de paiement. S'agissant de la facturation électronique, l'ERPB s'est concentré sur l'adoption d'un message de demande de paiement basé sur l'ISO 20022 et sur la poursuite de l'harmonisation au sein des fournisseurs de services de présentation et de paiement de factures électroniques (*Electronic Invoice Presentment and Payment*, EIPP).

Au niveau des titres, l'Eurosystème a continué de stimuler l'[harmonisation de T2S et des processus post-marché](#) en adaptant son cadre de surveillance pour l'harmonisation post-marché afin de prendre en considération l'achèvement de la migration T2S. 85 % des marchés T2S respectent les normes d'harmonisation T2S, mais des travaux supplémentaires doivent être réalisés au niveau du marché pour accroître la conformité avec les normes de T2S relatives aux opérations sur titres.

En ce qui concerne la gestion des garanties, la BCE, en collaboration avec d'autres acteurs-clés des marchés financiers européens, a mis en place une première série de procédures opérationnelles et de processus harmonisés basés sur la messagerie ISO 20022 pour la gestion des garanties. Plus précisément, un [rapport d'harmonisation sur la gestion tripartite des garanties](#), ainsi qu'un [rapport d'harmonisation sur les opérations sur titres](#) ont été publiés en 2018 et la BCE compte sur le soutien des intervenants de marché pour mettre en œuvre les propositions d'harmonisation présentées dans ces rapports, en particulier pour soutenir le développement du nouveau [système de gestion des garanties de l'Eurosystème \(Eurosystem Collateral Management System, ECMS\)](#).

De nouvelles recherches portant sur l'utilisation éventuelle de la DLT pour les infrastructures des marchés financiers

Dans le domaine des Fintech, les recherches sur les implications de la technologie des grands livres distribués (*Distributed Ledger Technology*, DLT) pour les infrastructures des marchés financiers en Europe ont été approfondies et étendues. En 2018, le programme de recherche conjoint de la BCE et de la Banque du Japon visant à évaluer l'utilisation éventuelle de la DLT pour les infrastructures des marchés financiers s'est poursuivi avec l'achèvement de la [deuxième phase du projet Stella](#). Une approche réellement inédite en vue de réaliser l'interopérabilité entre les grands livres, qui ne nécessite ni de connexion ni de dispositions institutionnelles entre les grands livres, a été analysée.

Afin de garantir la sécurité et l'efficacité des infrastructures de marchés financiers et des paiements, l'Eurosystème fixe des objectifs en matière de surveillance dans des réglementations de surveillance spécifiques, ainsi que dans des normes, des orientations et des recommandations, et il effectue ses missions de surveillance en collectant des informations pertinentes, en évaluant les informations à l'aune des objectifs de surveillance et en induisant des changements là où cela s'avère nécessaire. En 2018, l'Eurosystème a encore renforcé sa surveillance par le biais d'un

reporting accru d'incidents majeurs par les prestataires de services de paiement⁴⁶, ainsi que par les systèmes et les dispositifs de paiement.

Dans le cadre de son contrôle permanent de la fraude relative aux paiements par carte, l'Eurosystème a publié son [cinquième rapport sur la fraude relative aux paiements par carte](#) en 2018. Le rapport fait état d'un renversement de tendance, avec un léger recul du taux de fraudes impliquant des cartes émises dans le SEPA et une nette baisse de la fraude par carte dans les DAB. Néanmoins, les fraudes en ligne continuent de progresser (quoiqu'à un rythme plus faible que le nombre d'opérations sans carte), représentant près des trois quarts de l'ensemble des fraudes par carte.

En ce qui concerne la surveillance des systèmes de règlement de titres, la BCE participe, avec les autres banques centrales de la zone euro, à l'agrément, à l'examen et au contrôle réguliers des dépositaires centraux de titres (DCT) dans le cadre du [règlement relatif aux DCT](#) en tant que banque centrale d'émission pour l'euro.

En 2018, l'Eurosystème a donné son avis sur l'agrément de cinq DCT, et il a émis un avis sur l'agrément d'un DCT de fourniture de services auxiliaires de type bancaire.

L'année 2018 a vu le lancement de la première évaluation complète du fonctionnement de T2S à l'aune des [Principes pour les infrastructures de marchés financiers du CPIM et de l'OICV](#). L'évaluation est réalisée par l'Eurosystème en consultation avec le dispositif de coopération T2S, qui se compose d'autorités de surveillance et de superviseurs de DCT utilisant des services de T2S, de banques centrales d'émission pour des devises réglées en T2S et de l'Autorité européenne des marchés financiers.

L'adoption d'un cadre de surveillance révisé pour les contreparties centrales demeure très importante et urgente

S'agissant des contreparties centrales (*central counterparties*, CCP), l'Eurosystème a continué de contribuer aux activités des collèges de superviseurs créés dans le cadre du [Règlement EMIR \(European Market Infrastructure Regulation\)](#). Le rôle grandissant des contreparties centrales accroît la résilience du système financier mais concentre également les risques de liquidité, ce qui peut affecter le marché monétaire, ainsi que le fonctionnement harmonieux des systèmes de paiement et peut nécessiter la fourniture de liquidité de banque centrale, en particulier dans des circonstances exceptionnelles. L'Eurosystème a besoin d'un cadre adéquat pour contrôler, évaluer et, si nécessaire, combattre ces risques, tant au sein de l'UE que dans des pays tiers. Cet aspect est particulièrement important, étant donné qu'une part élevée d'activités de compensation libellées en euros sont effectuées au Royaume-Uni. L'adoption d'un cadre de surveillance révisé pour les contreparties centrales demeure dès lors très importante et urgente.

⁴⁶ Basé sur les orientations de l'ABE sur la notification des incidents majeurs en vertu de la directive (UE) 2015/2366 (PSD2) ([EBA/GL/2017/10](#)).

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

Répondant aux préoccupations grandissantes concernant la viabilité du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia), la BCE a commencé à développer en 2017 un nouveau taux d'intérêt de référence, le euro short-term rate (€STR) entièrement basé sur les données tirées du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (Money Market Statistical Reporting, MMSR). La méthodologie de l'€STR a été publiée en juin 2018 après avoir bénéficié d'un large soutien lors de deux consultations publiques et a ensuite été recommandée par le groupe de travail sur les taux sans risque pour l'euro en remplacement de l'Eonia. Dès lors, l'€STR devrait devenir un des principaux taux de référence sur les marchés de la zone euro.

La BCE est responsable de la gestion de différentes opérations financières pour le compte de l'UE. Elle joue également un rôle de coordination générale à l'égard du cadre pour la gestion des actifs libellés en euros des clients de l'Eurosystème (Eurosystem Reserve Management Services Framework).

Un ensemble de principes de bonnes pratiques ont été développés afin de promouvoir l'intégrité et le fonctionnement efficace du marché des changes de gros (cf. encadré 5 à la fin de ce chapitre).

5.1

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

Face à l'incertitude, la BCE produira son propre taux d'intérêt de référence au jour le jour, l'€STR

Depuis qu'il existe, le marché financier de la zone euro a eu recours à des taux de référence comme l'Eonia⁴⁷. L'Eonia est utilisé intensivement comme taux de référence sous-jacent dans un éventail de contrats de produits dérivés, comme les swaps de taux d'intérêt, ou pour déterminer des paiements futurs dans une série de contrats ouverts. L'Eonia est aussi largement utilisé pour évaluer des produits financiers (pour actualiser les flux de trésorerie futurs), ce qui le rend essentiel pour le fonctionnement des marchés. Des taux de référence comme l'Eonia sont également importants pour les banques centrales, dans la mesure où ils constituent un indicateur de la manière dont la politique monétaire de la banque centrale affecte les différents segments du marché et de sa transmission au reste de l'économie.

⁴⁷ L'Eonia est un indice reflétant le taux moyen auquel un panel de banques participant sur une base volontaire consentent des prêts au jour le jour en euros sur le marché interbancaire en blanc. Il est calculé quotidiennement sur la base des soumissions des banques du panel et est géré par l'IMME.

L'utilisation de l'Eonia sera interdite à l'avenir – il est urgent de la remplacer

À l'avenir, l'utilisation de l'Eonia sous sa forme actuelle sera interdite au motif qu'il ne répond plus aux conditions définies dans le [règlement de l'UE concernant les indices utilisés comme indices de référence \(BMR\)](#). Après avoir consulté les banques constituant le panel, l'Institut des marchés monétaires européens (IMME), qui est l'administrateur de l'Eonia, a annoncé en février 2018 qu'il ne viserait pas de changement de la méthodologie de l'Eonia. Il est dès lors urgent de remplacer l'Eonia pour préserver le fonctionnement harmonieux de tous les marchés qui se basent sur l'existence d'un taux au jour le jour robuste.

Compte tenu de l'incertitude entourant l'Eonia, la BCE a annoncé en septembre 2017 qu'elle produirait son propre taux d'intérêt au jour le jour, l'[Euro Short-Term Rate \(€STR\)](#), entièrement basé sur des données rapidement disponibles pour l'Eurosystème, par le biais du [dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire](#) appliqué sur une base journalière. La collecte de données visant à soutenir l'Eurosystème dans la mise en œuvre de la politique monétaire a débuté en juillet 2016, en se fondant sur le [règlement concernant les statistiques des marchés monétaires](#). Elle bénéficie de l'apport des 50 plus grandes banques de la zone euro, à l'aune de la taille de leur bilan, qui déclarent, chaque jour ouvrable à 7 heures, heure d'Europe centrale, l'ensemble de leurs opérations du jour ouvrable précédent sur les marchés monétaires des prêts garantis et non garantis, sur le marché des *swaps de change* et sur celui des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour (*Overnight Index Swap*, OIS).

L'€STR présentera toutes les caractéristiques dont les intervenants de marché ont besoin

La BCE s'est engagée dans la production de l'€STR en ayant la ferme intention de conférer à ce dernier toutes les caractéristiques dont les intervenants de marché ont besoin. La BCE vise dès lors à suivre les meilleures pratiques pour la production d'un taux de référence, telles qu'elles figurent dans les [principes de l'OICV](#) et s'efforcera de faire preuve de la plus grande transparence possible dans l'élaboration du taux, lequel a bénéficié des apports reçus au cours de deux consultations publiques. La [première consultation publique](#), lancée en novembre 2017, concernait la portée de l'€STR et son « intérêt sous-jacent », tandis que la [seconde consultation publique](#), lancée en mars 2018, portait sur les modalités précises du calcul du taux. La [méthodologie finale](#) de l'€STR a été publiée en juin 2018.

L'€STR corrigera quelques imperfections de la méthodologie actuelle de l'Eonia

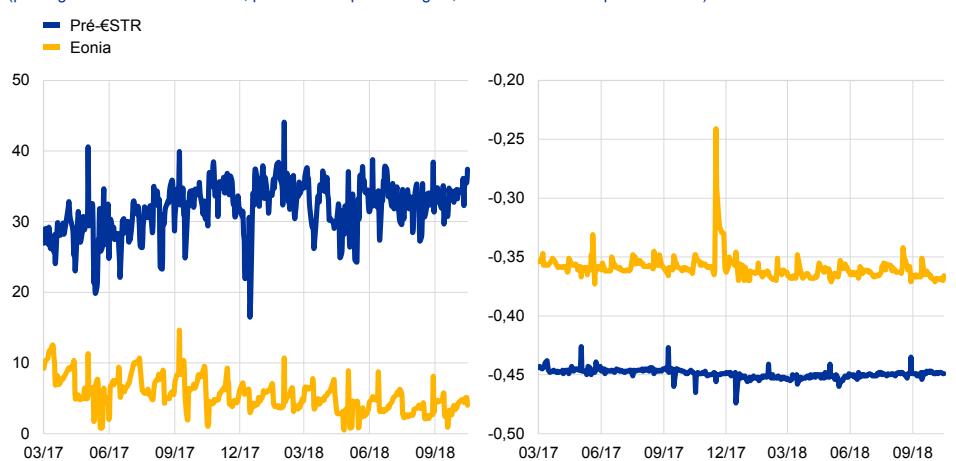
La conception de l'€STR vise également à corriger quelques imperfections de la méthodologie actuelle de l'Eonia, tout en demeurant assez simple et proche de ce à quoi les intervenants de marché sont habitués. À l'instar de l'Eonia, l'€STR est un taux non garanti, ce qui implique que sa valeur reflète simplement le coût des fonds et qu'elle n'est pas influencée par d'autres considérations, telles que des garanties. Comme l'Eonia, l'€STR est également un taux au jour le jour, qui est l'essence même de la majeure partie des activités sur le marché des opérations en blanc. Il existe toutefois des différences significatives entre l'Eonia et l'€STR. Alors que l'Eonia est un taux relatif aux prêts interbancaires, l'€STR reflète les activités d'emprunt des agents déclarants auprès du MMSR, non seulement auprès d'autres banques, mais aussi d'autres institutions financières, telles que des fonds de pension, des agents d'assurance et des gestionnaires d'actifs, tenant ainsi compte du fait que l'activité du marché interbancaire pur a perdu de l'importance sur le marché monétaire en blanc des opérations de gros en euros. De plus, alors que l'Eonia est basé sur un panel

volontaire de contributeurs, dont la taille s'est réduite au fil du temps, l'€ESTR se fonde sur des données provenant de déclarations statistiques, présentant une base beaucoup plus large et plus stable d'agents déclarants. Dès lors, les volumes sous-jacents sont plus élevés que les volumes qui sous-tendent l'Eonia. Les volumes moyens journaliers de l'€ESTR s'établissent à 32 milliards d'euros environ, fluctuant entre 16,5 et 44,1 milliards d'euros et quelque 32 banques en moyenne déclarent quotidiennement des données. L'€ESTR présente, en outre, une volatilité moindre que l'Eonia et est moins susceptible d'afficher un comportement idiosyncratique (cf. graphique 22).

Graphique 22

Le pré-€ESTR et l'Eonia – volumes et taux sous-jacents

(partie gauche : milliards d'euros ; partie droite : pourcentages ; 15 mars 2017-18 septembre 2018)



Sources : IMME et BCE.

Note : Le pré-€ESTR fait référence à une série de données que la BCE met à jour une fois par période de constitution, il est calculé en appliquant la méthodologie de l'€ESTR aux données MMSR disponibles.

Il existe deux différences essentielles entre l'Eonia et l'€ESTR que les intervenants de marché devraient garder à l'esprit et auxquelles ils devraient se préparer. D'une part, étant donné le champ d'application différent de l'Eonia et de l'€ESTR, en particulier le fait que l'€ESTR est un taux portant sur des opérations d'emprunt, alors que l'Eonia a trait à des opérations de prêt du point de vue des agents déclarants, on observe actuellement un écart de quelque neuf points de base entre l'Eonia et l'€ESTR. D'autre part, compte tenu du cycle de déclaration du MMSR, qui se termine à 7 heures le jour ouvrable suivant, l'€ESTR ne peut être publié qu'un jour ouvrable après la date de transaction des opérations éligibles, alors que l'Eonia est publié le même jour ouvrable. Cela suppose que tous les utilisateurs qui comptent actuellement sur un taux de référence au jour le jour disponible le même jour, devraient préparer les changements techniques, ainsi que les modifications au niveau des procédures qui seront nécessaires pour s'adapter au moment de la publication de l'€ESTR.

L'€ESTR sera disponible d'ici octobre 2019

L'€ESTR sera disponible d'ici octobre 2019, après que des tests internes approfondis des systèmes et des procédures auront été réalisés au niveau de l'Eurosystème.

Entre-temps, la BCE met actuellement à jour [la série de données pré-€ESTR](#) pour chaque période de constitution. Cette série vise à donner au grand public une idée de ce à quoi l'€ESTR ressemblerait et de la manière dont il se comporterait s'il était déjà en

production. Elle inclut des calculs journaliers effectués depuis mars 2017, ce qui contribuera à faciliter l'adoption de l'€STR une fois qu'il sera en production.

En septembre 2018, un [groupe de travail du secteur privé sur les taux sans risque pour l'euro](#), mis en place avec le soutien de la BCE, de l'Autorité européenne des marchés financiers, de l'Autorité belge des services et marchés financiers (FSMA) et de la Commission européenne, a recommandé l'€STR comme taux de remplacement pour l'Eonia, ainsi que comme taux susceptible de servir de solution de repli pour les contrats référencés sur l'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*). Cette recommandation a été formulée à la suite d'une [consultation publique](#) portant sur les successeurs potentiels de l'Eonia, comprenant des taux tant garantis que non garantis. La consultation a recueilli un nombre correct de réponses et a donné comme résultat à la fois a) une affirmation de la qualité de l'analyse et b) une indication claire du taux sans risque préféré. L'€STR a été considéré comme le futur taux sans risque pour l'euro le plus approprié, essentiellement en raison de son caractère non garanti, de sa méthode d'élaboration et de sa faible volatilité, mais aussi parce qu'il sera géré par la BCE, une institution de l'UE.

La recommandation visant à adopter l'€STR en tant que taux sans risque pour l'euro n'est que la toute première étape du processus complexe de remplacement de l'Eonia. En décembre 2018, le groupe de travail a publié un [rapport](#) sur les options possibles pour la transition vers la suppression de l'Eonia. Les voies de transition possibles sont élaborées en réponse à quatre questions-clés : a) l'Eonia et l'€STR seront-ils publiés en parallèle ou l'€STR succédera-t-il à l'Eonia après la date de transition fixée par le BMR ? ; b) l'Eonia et l'€STR seront-ils des taux indépendants ou la méthodologie de l'Eonia va-t-elle évoluer pour devenir dépendante de l'€STR après la date de transition fixée par le BMR ? ; c) un écart de rendement entre l'Eonia et l'€STR peut-il faciliter la transition ? ; et d) les courbes d'actualisation de l'€STR OIS et de l'Eonia OIS peuvent-elles coexister ? Le rapport recommande que l'IMME, en tant qu'administrateur de l'Eonia, adapte la méthodologie actuelle de l'Eonia, afin que ce dernier évolue d'un taux établi par les banques d'un panel à un taux calculé comme un écart fixe par rapport à l'€STR pour une période limitée, jusqu'à ce que l'Eonia soit supprimé. Cela fournirait une plate-forme stable permettant de faciliter une transition progressive et harmonieuse vers l'€STR.

[Il est important que tous les utilisateurs de l'Eonia entament la planification de la transition](#)

Il est essentiel que, dans les étapes suivantes, l'ensemble des utilisateurs de l'Eonia entament la planification de la transition. De nombreuses mesures peuvent déjà être adoptées avant la publication de l'€STR, comme par exemple : a) accroître la conscience en interne des risques liés à l'Eonia et des expositions aux produits qui y sont liés ; b) débuter les préparatifs en passant en revue le stock des contrats et en évaluant l'incidence de la transition pour quitter l'Eonia ; c) prévoir des budgets pour des adaptations éventuelles des systèmes internes et des modèles d'évaluation, en particulier en ce qui concerne les organismes de compensation ; et d) communiquer de manière active directement avec les clients, participer à des forums pertinents, tels que des groupes de travail sectoriels et des tables rondes, ainsi que donner suite à des consultations publiques. Le succès de la transition dépendra du niveau de préparation de chaque partie ; il est dès lors important de sensibiliser l'ensemble des

utilisateurs et d'enregistrer une participation forte et active aux discussions et aux consultations.

5.2

La gestion des opérations d'emprunt et de prêt

La BCE gère les opérations liées au MTFA et au MESF

La BCE est responsable des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE liées au **mécanisme de soutien financier à moyen terme** (*medium-term financial assistance*, MTFA) ⁴⁸, ainsi qu'au **mécanisme européen de stabilisation financière** (MESF) ⁴⁹.

En 2018, la BCE a traité le paiement des intérêts relatifs aux prêts accordés dans le cadre du MTFA. L'encours total dans le cadre de ce mécanisme s'est chiffré à 1,7 milliard d'euros au 31 décembre 2018. En 2018, la BCE a également traité une série de paiements divers et de versements d'intérêts dans le cadre des prêts octroyés au titre du MESF. L'encours total dans le cadre de ce mécanisme s'est établi à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2018.

La BCE traite les paiements dans le cadre du FESF et du MES, ainsi que les paiements dans le cadre d'accords de prêt

De même, la BCE est responsable de la gestion de certains paiements en rapport avec les opérations relevant du **Fonds européen de stabilité financière** (FESF) ⁵⁰ et du **Mécanisme européen de stabilité** (MES) ⁵¹. En 2018, la BCE a traité une série de paiements d'intérêts et de commissions relatifs à des prêts accordés dans le cadre du FESF. La BCE a également traité les contributions des membres du MES, ainsi que plusieurs paiements d'intérêts et de commissions dans le cadre des prêts octroyés via ce mécanisme.

Enfin, la BCE assume la responsabilité d'effectuer tous les paiements afférents à l'accord de prêt dont bénéficie la Grèce ⁵². L'encours total au titre de cet accord se montait à 52,9 milliards d'euros au 31 décembre 2018.

5.3

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

L'Eurosystème offre des services dans le cadre de l'ERMS

En 2018, un large éventail de services financiers a continué d'être offert dans le cadre des *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.

⁴⁸ 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

⁴⁹ 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.

⁵⁰ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3, paragraphe 5 de l'accord-cadre régissant le FESF).

⁵¹ 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).

⁵² Dans le contexte de l'accord de prêt entre les États membres ayant l'euro comme monnaie (autres que la Grèce et l'Allemagne) et le *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (agissant dans l'intérêt public, dans le respect des instructions de la République fédérale d'Allemagne et sous le bénéfice de la garantie de la République fédérale d'Allemagne) en qualité de prêteurs, la République hellénique en qualité d'emprunteur et la Banque de Grèce en qualité d'agent de l'emprunteur, 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.

Un certain nombre de BCN de l'Eurosystème (« 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 de ces services selon des modalités harmonisées et conformes aux standards généraux du marché. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, s'assurant du déroulement sans heurt des processus et du *reporting* au Conseil des gouverneurs.

Le nombre de clients entretenant une relation commerciale avec l'Eurosystème dans le cadre de l'ERMS s'est établi à 277 fin 2018, contre 278 fin 2017. En ce qui concerne les services proprement dits, l'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés dans le cadre de l'ERMS se sont accrus de quelque 10 % durant la même période.

Le cadre légal de l'ERMS a été modifié en 2018 pour inclure différents changements d'ordre opérationnel, pour clarifier plusieurs aspects et pour tenir compte de certaines suggestions formulées dans l'enquête organisée en 2017 à l'intention des clients des services de l'ERMS. À cet effet, pour éviter un nouvel acte juridique modificatif, tous les amendements apportés au cadre légal de l'ERMS ont été consolidés dans la nouvelle orientation de la BCE relative à la prestation par l'Eurosystème de services en matière de gestion des réserves en euros aux banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro, aux pays n'appartenant pas à la zone euro et aux organisations internationales ([orientation BCE/2018/14 \(refonte\)](#)).

Encadré 5

Le Code global de bonne conduite sur le marché des changes

Le Code global de bonne conduite sur le marché des changes se compose d'un ensemble de principes de bonnes pratiques visant à promouvoir l'intégrité et le fonctionnement efficace du marché des changes de gros. Le Code a été publié en mai 2017 à la suite de la dégradation de la confiance dans le marché des changes consécutive à une série de scandales liés à des manquements. Ceux-ci ont inclus, en particulier, la manipulation d'indices de change de référence, tels que le *London WMR 4 pm fixing*. Le Code est l'aboutissement d'un travail collaboratif sans précédent entre les banques centrales (y compris la BCE) et les intervenants de marché des principaux centres de change à l'échelle mondiale, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Le Code vise à promouvoir la robustesse, l'équité, la liquidité, l'ouverture et la transparence adéquate des marchés des changes à l'échelle mondiale, au moyen d'une série de principes plutôt que de règles.

Les 55 principes du Code sont axés sur la transparence, l'équité et l'atténuation des risques dans six domaines-clés, à savoir l'éthique, la gouvernance, l'exécution, l'échange d'informations, la gestion des risques et la conformité, ainsi que dans le processus de confirmation et de règlement.

Le Code global de bonne conduite sur le marché des changes diffère de précédents codes professionnels à plusieurs égards en ce qui concerne l'adhésion à celui-ci et à son cadre de gouvernance, de même que son réexamen périodique. Premièrement, il s'agit du premier code de bonne conduite développé conjointement par l'ensemble du secteur du marché des changes (les banques centrales, les entités *sell-side* et *buy-side*, les fournisseurs de liquidités non bancaires, les opérateurs de plates-formes de *trading* électronique et d'autres entités fournissant des services d'intermédiation, d'exécution et de règlement), ce qui démontre un engagement fort de la part d'un

large éventail d'intervenants majeurs sur le marché des changes. Deuxièmement, à l'inverse de précédents codes de bonne conduite qui avaient été établis par différentes associations de marché ou par des comités de change locaux, le Code global de bonne conduite sur le marché des changes s'applique à l'échelle mondiale à l'ensemble des intervenants sur les marchés des changes de gros. Ceux-ci incluent des institutions *sell-side* (à savoir des banques), certains fournisseurs d'infrastructures de marché, ainsi que des institutions *buy-side* (gestionnaires d'actifs, sociétés, etc.). Troisièmement, le Code inclut le principe de proportionnalité en vue de trouver un équilibre entre le respect de la diversité entre les juridictions, que ce soit en termes de structure de marché ou de traitement réglementaire, et la garantie de cohérence dans ce qui constitue une initiative internationale. Quatrièmement, alors que, dans le passé, les institutions n'étaient pas tenues de publier leurs engagements envers les codes de bonne conduite, une Déclaration d'engagement à respecter le Code global de bonne conduite sur le marché des changes a été rédigée afin de permettre aux institutions de déclarer publiquement leur engagement à respecter le Code. Afin d'accroître la transparence, les Déclarations d'engagement des intervenants de marché sont publiquement disponibles dans un Index global des registres publics. Enfin, le Code est détenu collectivement et tenu à jour par le *Global Foreign Exchange Committee* (GFXC), un forum rassemblant des comités de change des principaux centres de change. Le GFXC évalue à intervalles réguliers si de nouvelles informations ou de nouvelles évolutions sur les marchés justifient des mises à jour du Code ou des ajouts à celui-ci. Par exemple, en décembre 2017, le GFXC a mis le Code à jour pour l'exécution des opérations dans la fenêtre de « *last look* » (droit de dernier regard), une pratique utilisée dans le *trading* électronique par laquelle un intervenant de marché recevant une demande de transaction dispose d'une dernière possibilité d'accepter ou de rejeter la demande à son prix coté. Le GFXC assurera également la supervision d'un examen plus complet du Code sur une base moins fréquente.

Les banques centrales individuelles au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) soutiennent le Code global de bonne conduite sur le marché des changes dans leurs juridictions respectives, lesquelles remplissent conjointement un rôle important sur le marché des changes international. Plus précisément, les banques centrales du SEBC attendent de leurs contreparties régulières sur le marché des changes qu'elles respectent ce Code global et qu'elles signent la Déclaration d'engagement. La grande majorité des contreparties de la BCE sur le marché des changes s'y sont engagées. Signer la Déclaration d'engagement constitue également, pour les intervenants de marché, une condition préalable à la participation au groupe de contact de la BCE pour le marché des changes, qui est un forum de discussion pour la BCE et les professionnels des marchés de l'ensemble du secteur participant au marché des changes de gros.

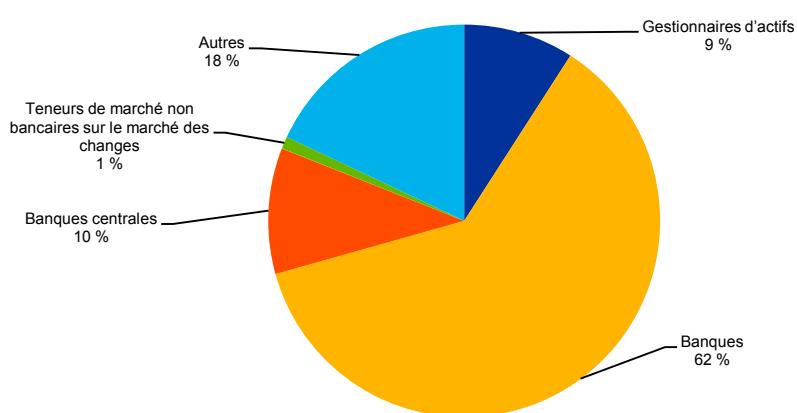
En plus d'encourager les intervenants de marché à adopter le Code, les banques centrales du SEBC ont été les premières à le signer elles-mêmes. Les banques centrales du SEBC ont passé en revue leurs pratiques internes, analysé les lacunes afin d'évaluer leurs activités internes sur le marché des changes à l'aune des principes applicables dans le Code, adapté leurs procédures internes lorsque cela s'avérait nécessaire et organisé des sessions de formation régulières pour leur personnel. La BCE a réalisé sa propre évaluation et a publié sa Déclaration d'engagement le 29 novembre 2017. Le même jour, 14 autres banques centrales du SEBC ont publié en même temps leurs Déclarations d'engagement vis-à-vis du Code. Les banques centrales restantes du SEBC ont fait de même dans le courant de 2018. Le bon fonctionnement des marchés financiers est important pour les banques centrales afin de garantir une transmission sans heurt de la politique monétaire à l'économie réelle, ce dont l'ensemble des citoyens devraient bénéficier à terme.

Un nombre significatif d'intervenants de marché à travers le monde ont publiquement fait part de leur adhésion au Code. En octobre 2018, plus de 400 institutions avaient signé la Déclaration d'engagement à l'égard du Code. Plus de la moitié sont des banques, quelque 10 % sont des banques centrales et un peu moins de 10 % sont des intervenants de marché *buy-side* (cf. graphique A). Les banques centrales du SEBC continueront de s'adresser à différents intervenants de marché et à leurs associations de manière coordonnée pour les sensibiliser au Code, pour encourager une large adhésion à celui-ci et pour promouvoir des marchés des changes sains. À cette fin, la BCE préside le groupe de travail de sensibilisation du GFXC *buy-side*, qui vise à trouver des manières de permettre plus facilement aux sociétés de l'ensemble de la communauté *buy-side* d'embrasser le Code et de s'engager à le respecter.

Graphique A

Ventilation des Déclarations d'engagement par type d'intervenant de marché

(pourcentages, octobre 2018)



Sources : GFXC et calculs de la BCE.

6 Plus de billets, moins de contrefaçons

La BCE et les BCN de la zone euro sont responsables de l'émission des billets en euros au sein de l'UE 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, depuis quelques années, ils progressent à un rythme plus rapide que la croissance économique. Grâce à une combinaison de plusieurs facteurs, parmi lesquels des signes de sécurité perfectionnés pour la nouvelle série dite « 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, le nombre de contrefaçons a continué de reculer et est retombé à un niveau très bas. L'introduction, le 28 mai 2019, des nouvelles coupures de 100 et de 200 euros dotées de nouveaux signes de sécurité innovants clôturera la série « Europe ».

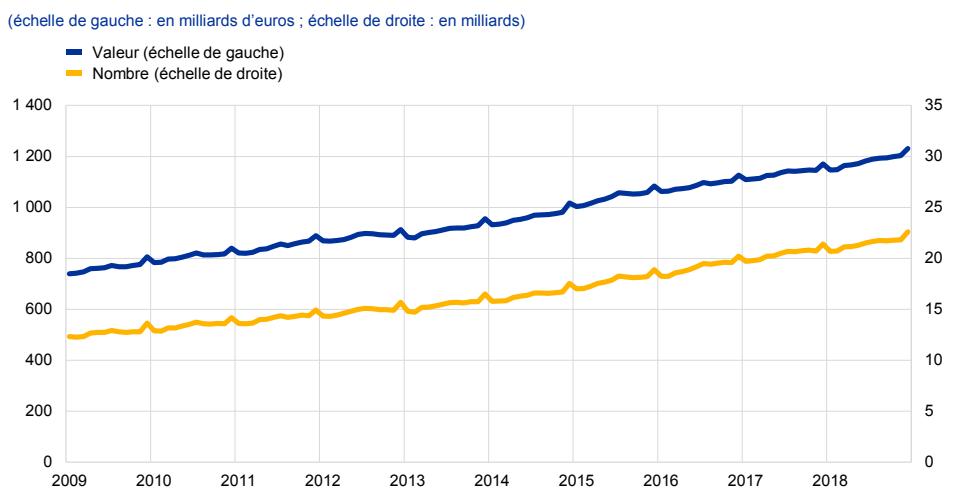
6.1 Forte hausse des billets en circulation

Le nombre et la valeur des billets en euros en circulation n'ont cessé d'augmenter

En 2018, le nombre et la valeur des billets en euros en circulation ont augmenté de, respectivement, 5,6 % et 5,2 % environ. En fin d'année, il y avait 22,6 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur totale de 1 231 milliards d'euros (cf. graphiques 23 et 24). Le billet de 100 euros est celui qui a enregistré la croissance annuelle la plus élevée, chiffrée à 6,9 % en 2018. La valeur totale des billets de 100 euros en circulation fin 2018 s'établissait à 280 milliards d'euros, ce qui correspond à la valeur combinée de toutes les coupures en euros qui étaient en circulation en mai 2002. La croissance du billet de 50 euros est demeurée dynamique, à 6,3 %.

Graphique 23

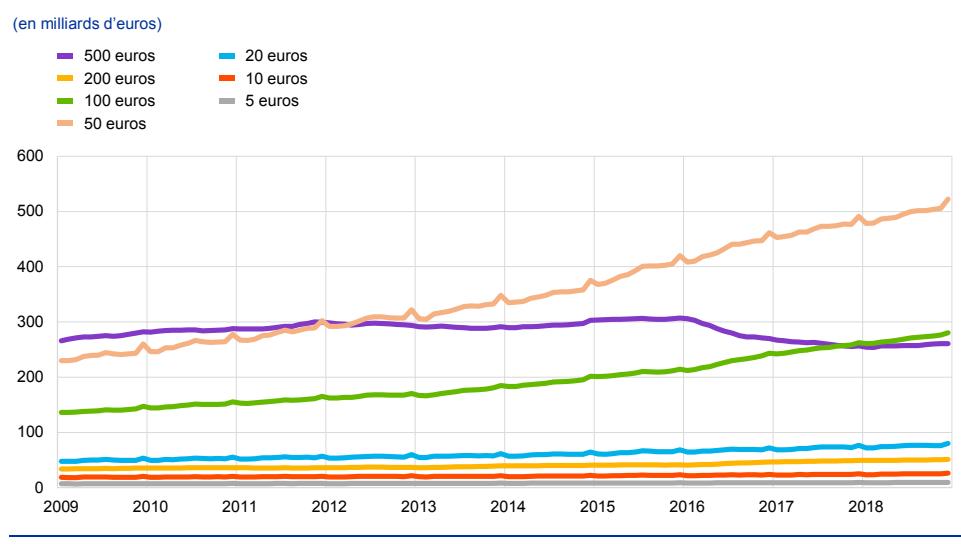
Nombre et valeur des billets en euros en circulation



Source : BCE.

Graphique 24

Valeur des billets en euros en circulation par coupure



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 transactions 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 quatre milliards de billets en 2018.

En 2018, le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 3,7 %, pour s'établir à 130,7 milliards en fin d'année. La valeur des pièces en circulation s'élevait à 29 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 3,6 % par rapport à fin 2017.

En 2018, les BCN de la zone euro ont vérifié l'authenticité et la qualité de quelque 31 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 2018, les établissements de crédit et les professionnels appelés à manipuler des espèces ont ainsi examiné quelque 37 milliards de billets en euros grâce à ces équipements. L'encadré 6 ci-après résume les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur les services de traitement des espèces offerts par les établissements de crédit et sur l'acceptation des paiements en espèces par les détaillants.

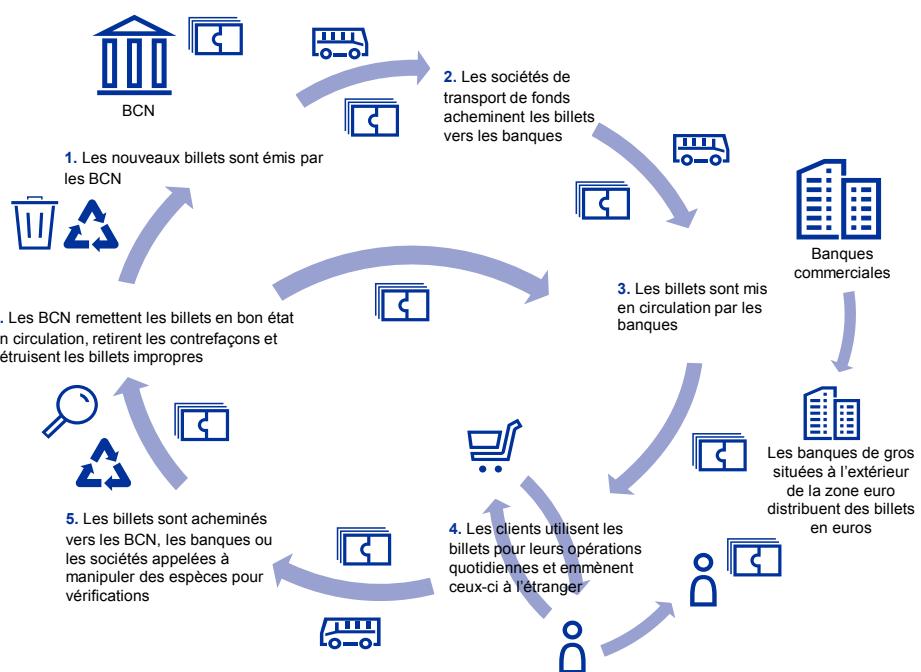
Encadré 6

Enquête de l'Eurosystème sur les services de traitement des espèces offerts par les établissements de crédit et sur l'acceptation des paiements en espèces par les détaillants

En dépit de la part croissante des paiements électroniques, la demande d'espèces a continué de grimper en 2018. Dans le cadre des débats actuels sur le rôle des espèces, il est souvent argué que les espèces sont onéreuses et que les établissements de crédit réduisent l'éventail de leurs services de traitement des espèces. Dans le prolongement de l'[étude sur l'utilisation des espèces par les ménages](#) conduite par la BCE en 2016, la BCE et 19 BCN faisant partie de l'Eurosystème ont mené en 2018 une enquête auprès de 87 établissements de crédit, de 55 entreprises professionnelles appelées à manipuler des espèces (ou de transport de fonds) et de 157 entreprises (comme des magasins, des commerces de détail ou des restaurants) dans le but de voir de quelle manière les différents intervenants de la filière fiduciaire appréhendent les espèces (cf. figure A) et comment l'efficacité de l'infrastructure de la filière fiduciaire pourrait être améliorée. Les données de l'enquête ont été recueillies lors d'entretiens avec les intervenants. Dès lors, les résultats de cette enquête sont de nature qualitative et les chiffres présentés ci-après doivent être interprétés avec circonspection.

Figure A

La filière fiduciaire dans la zone euro



Source : BCE.

Services de traitement des espèces offerts par les établissements de crédit

Tandis que tous les établissements de crédit ont qualifié les services de traitement des espèces qu'ils offrent à leurs clients d'intenses en ressources et en coûts, 75 % d'entre eux les jugeaient importants voire très importants, 20 % étaient sans opinion et à peine 5 % les considéraient comme insignifiants. Les tensions exercées sur les coûts des banques continuent de présider à l'automatisation des processus de gestion des espèces et à l'extension du libre-service bancaire. Le remplacement progressif des distributeurs automatiques de billets (DAB) traditionnels (simples distributeurs de

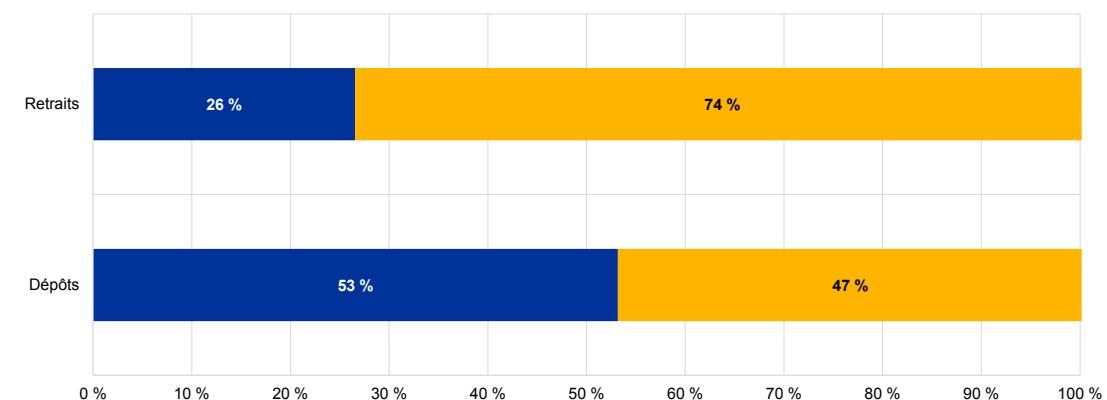
billets) par des DAB à usages multiples, en particulier des machines de recyclage des espèces offrant également la possibilité de déposer des espèces, devrait se poursuivre dans les prochaines années, une tendance que soutiennent les innovations techniques développées par l'industrie. D'après les résultats de l'enquête, il est estimé que, à l'heure actuelle, environ 75 % de tous les billets en euros retirés par les clients le sont par le biais du libre-service bancaire, tandis que les dépôts de billets se répartissent équitablement entre services de gré à gré au guichet (*over-the-counter*, OTC) et services (automatiques) sans assistance (cf. graphique A).

Graphique A

Degré d'automatisation des services de traitement des billets dans les établissements de crédit

(en pourcentage)

■ OTC (guichet)
■ DAB (libre-service)



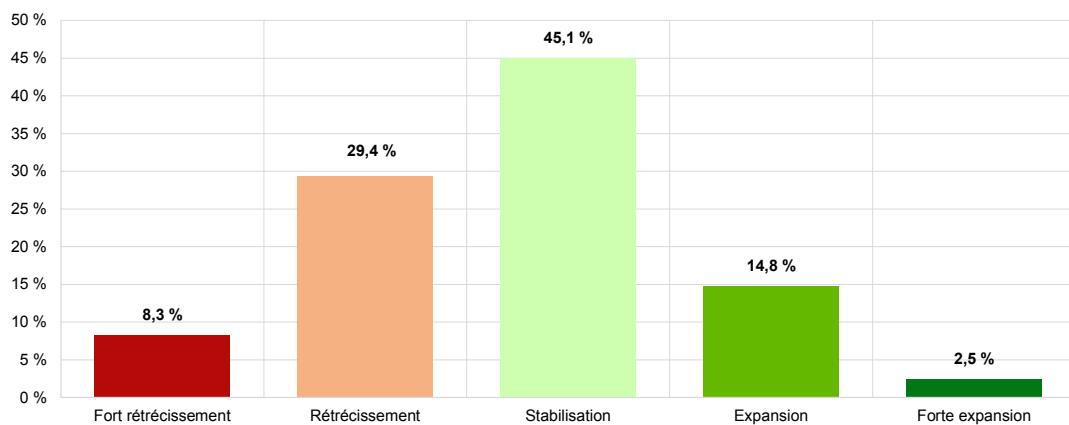
Source : Enquête de 2018 des BCN de l'Eurosystème auprès des établissements de crédit.

Pour des raisons d'efficience en termes de coûts, les établissements de crédit analysent soigneusement la viabilité économique des endroits où ils installent des DAB, tandis que les machines sous-utilisées sont déplacées ou retirées. Parmi les autres facteurs menant à un rétrécissement des réseaux de DAB, on peut citer, par exemple, les fusions bancaires et les modèles de coopération interbancaire qui permettent aux clients d'utiliser gratuitement les DAB mis à disposition par d'autres établissements. On observe actuellement un tel rétrécissement du réseau de DAB aux Pays-Bas, en France et au Portugal. Par contre, en Italie, en Grèce et à Chypre, les réseaux de DAB sont en pleine expansion. Le graphique B montre les projections à moyen terme des banques s'agissant du fonctionnement des réseaux de DAB ; il en ressort que les tendances divergentes actuelles pourraient se poursuivre dans les prochaines années. Les systèmes de *cashback* sont une manière efficace de fournir des espèces en petites quantités aux citoyens : les détaillants rendent des espèces aux clients après que ceux-ci ont effectué par carte un paiement pour des biens ou des services. Des systèmes de *cashback* sont actuellement opérationnels dans onze pays de la zone euro, fût-ce de manière très limitée dans certains d'entre eux, et ils sont considérés comme un service supplémentaire que les détaillants peuvent offrir à leurs clients.

Graphique B

Évolution attendue par les banques de la zone euro s'agissant des réseaux de DAB

(en pourcentage des banques)



Source : Enquête de 2018 des BCN de l'Eurosystème auprès des établissements de crédit.

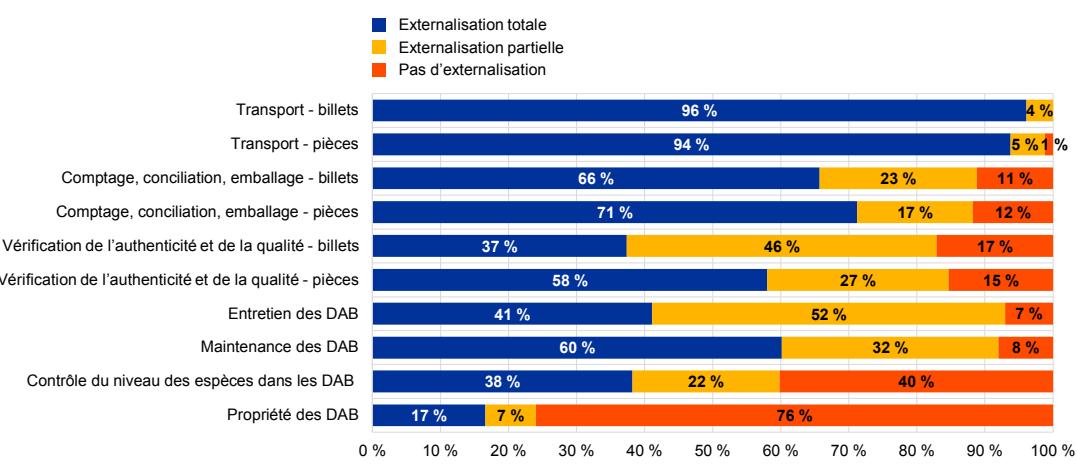
Note : Le graphique montre les réponses de 81 établissements de crédit situés dans 17 pays de la zone euro (à l'exclusion de l'Autriche et de la Finlande) à la question : « À l'heure actuelle, quels sont vos projets concernant votre réseau de DAB pour les cinq à sept prochaines années ? ».

Le transport de fonds entre les détaillants, les centres fiduciaires commerciaux et les BCN, de même que les processus de gestion interne de la trésorerie sont largement externalisés et confiés à des entreprises professionnelles appelées à manipuler des espèces, en particulier dans le cas des pièces. Le graphique C détaille l'externalisation des principales activités de manipulation des espèces. Aucun changement majeur n'est attendu au cours des prochaines années, ce qui suggère que les banques gèrent d'ores et déjà efficacement leurs opérations de manipulation des espèces.

Graphique C

Degré d'externalisation des processus liés au traitement des espèces par les banques

(en pourcentage)



Source : Enquête de 2018 des BCN de l'Eurosystème auprès des établissements de crédit.

Note : Sur la base des réponses de 85 établissements de crédit situés dans 18 pays de la zone euro (à l'exclusion de l'Autriche).

Il y a une marge d'amélioration de l'efficacité dans le domaine de la manipulation des pièces, la logistique à ce niveau étant considérée comme laborieuse et la performance des machines de traitement des pièces étant jugée moins satisfaisante que celle des machines de traitement des billets. Selon les établissements de crédit, l'instauration d'une plus grande flexibilité dans la

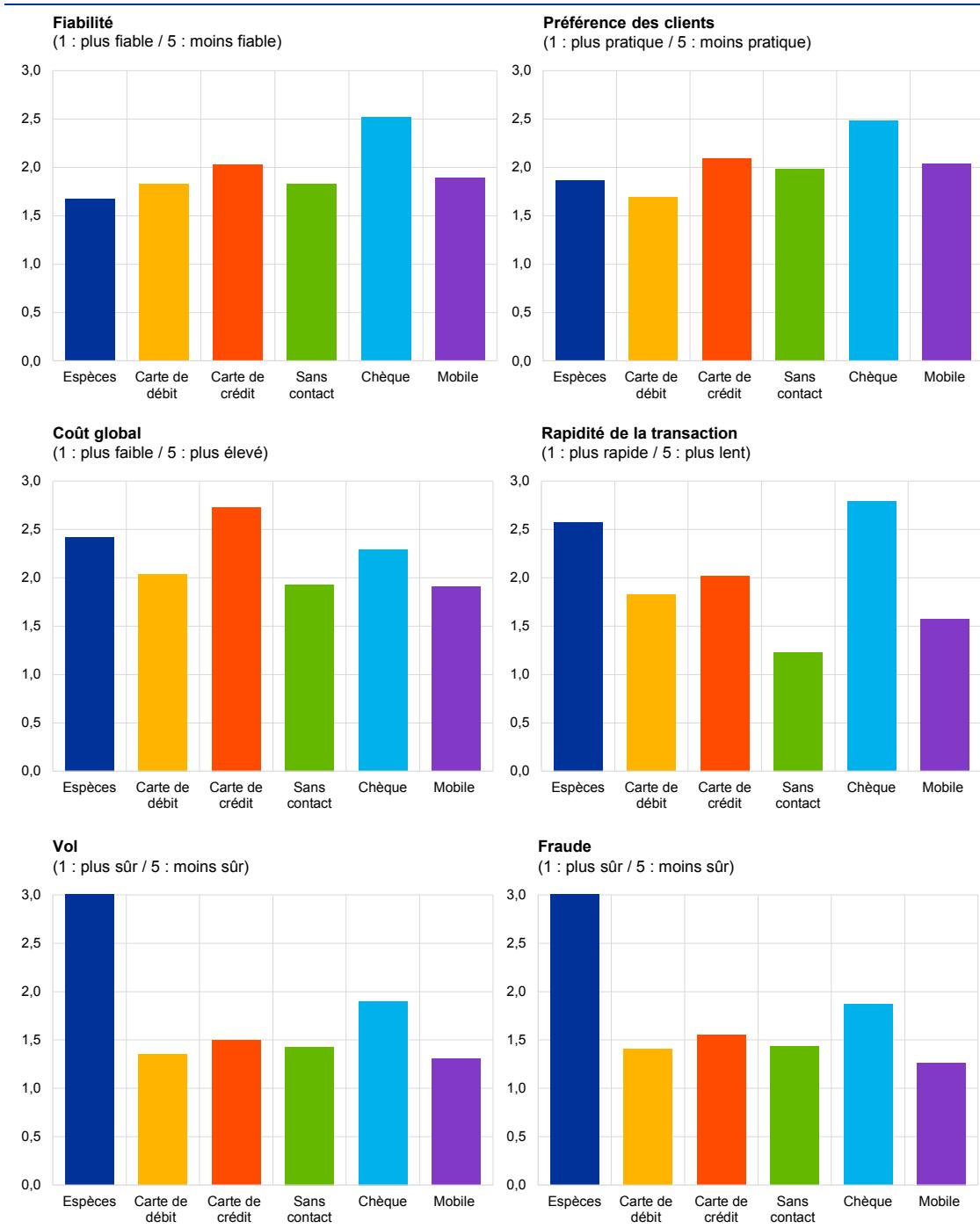
vérification obligatoire des pièces et le retrait des pièces de 1 et de 2 centimes d'euro sont deux manières possibles de rendre le traitement des espèces plus efficace. Les établissements de crédit ont mentionné que l'approvisionnement en pièces pourrait également être meilleur si les BCN et les autorités émettrices adaptaient leurs opérations de gros et si elles offraient aux détaillants un plus grand nombre de services de traitement des espèces de proximité.

Acceptation des paiements en espèces par les détaillants

Compte tenu de la grande variété des commerces de détail, il a été difficile de dégager des résultats qualitatifs représentatifs de l'enquête. Celle-ci donne néanmoins une bonne idée du point de vue des détaillants à l'échelle de la zone euro, des entreprises de différentes tailles actives dans des secteurs variés ayant été interrogées. Dans l'ensemble, les détaillants ont considéré que la fiabilité des opérations de paiement et la préférence des clients quant au mode de règlement étaient les critères les plus pertinents lorsqu'il s'agissait d'évaluer les instruments de paiement. Ils ont jugé comme étant d'une importance secondaire la vitesse des transactions et le coût global associé aux paiements, suivis des aspects sécuritaires. Sur la base de ces critères, les espèces ont été bien cotées, en particulier auprès des petits détaillants, dont les frais internes de manipulation des espèces sont généralement inférieurs à ceux liés aux paiements électroniques, et dans les pays où les banques facturent leurs services de traitement des espèces à des tarifs peu élevés, voire les offrent gratuitement (cf. graphique D).

Graphique D

Critères dont tiennent compte les détaillants pour accepter divers moyens de paiement



Source : Enquête de 2018 des BCN de l'Eurosystème auprès des détaillants.

Note : Le graphique présente des évaluations moyennes allant de 1 (meilleur score) à 5 (moins bon score).

Les détaillants ont fait plusieurs suggestions visant à rendre la filière fiduciaire plus efficace, parmi lesquelles une diminution des redevances bancaires sur les dépôts d'espèces, une inscription plus rapide (instantanée) des dépôts d'espèces au crédit des comptes bancaires et une plus large distribution de billets de 5 euros par le biais des DAB afin de réduire la nécessité pour eux d'avoir de quoi rendre la monnaie. En outre, les détaillants ont exprimé le désir de voir se développer une plus

grande concurrence dans le domaine du traitement commercial des espèces. Dans certains États membres, les détaillants ont également appelé à une plus grande implication de la BCN dans l'approvisionnement en pièces, ce qui suppose un accès direct aux services de la BCN en matière de pièces. Enfin, en guise de mesure permettant de limiter les coûts, ils ont souvent proposé de cesser la production des pièces de 1 et de 2 centimes d'euro (en combinaison avec les règles d'arrondi du montant total dû au multiple de 5 centimes d'euro le plus proche).

Les résultats de l'enquête suggèrent que la grande majorité des établissements de crédit ont l'intention de continuer d'offrir une gamme appropriée de services de traitement des espèces, moyennant un recours accru au libre-service bancaire. Néanmoins, plus d'un tiers des établissements de crédit interrogés envisageant de rétrécir leur réseau de DAB, la BCE et les BCN de l'Eurosystème surveilleront la filière fiduciaire et les services de traitement des espèces proposés par les banques de plus près à l'avenir. Même si les résultats de l'enquête ne suscitent pas d'inquiétude quant à l'acceptation des espèces dans le secteur du détail, il importe, dans le paysage en mutation des paiements, de ne pas léser les espèces, qui doivent continuer d'être largement acceptées pour effectuer les paiements, et de ne pas saper leur rôle en tant que moyen de paiement ayant cours légal.

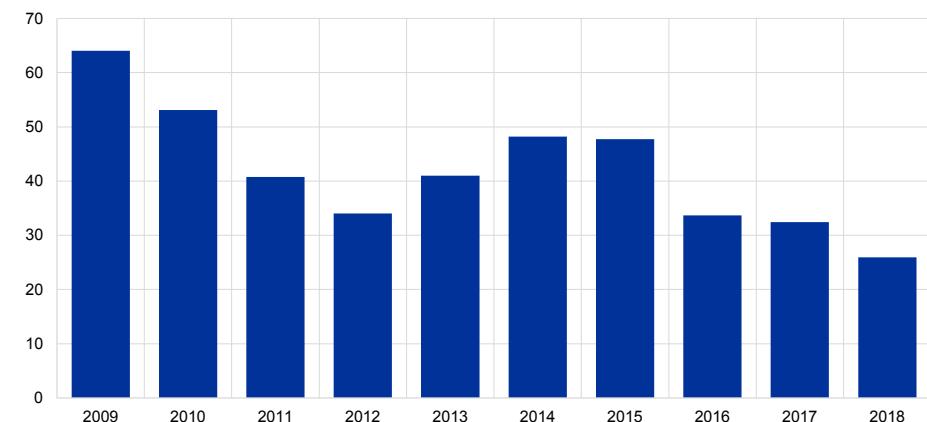
6.2 La contrefaçon des billets en euros est demeurée faible et a encore reculé

Le nombre total de billets en euros contrefaits a continué de diminuer en 2018, quelque 563 000 faux billets ayant été retirés de la circulation. Cette évolution résulte de la combinaison de plusieurs facteurs, parmi lesquels des signes de sécurité perfectionnés 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 authentiques en circulation, la proportion de contrefaçons a continué de se réduire et est très faible. Le graphique 25 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de faux billets retirés de la circulation. Les faussaires ciblent principalement les billets de 20 et de 50 euros, qui représentaient conjointement plus de 80 % du nombre total de faux billets saisis en 2018. La part des fausses coupures de 20 euros a continué de se replier en 2018.

Graphique 25

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

(parts par million)



Source : BCE.

La BCE recommande au public de rester vigilant et de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder, incliner »

En dépit d'un recul du caractère trompeur des fausses coupures retirées de la circulation, la BCE continue de recommander au public de rester vigilant par rapport aux fraudes éventuelles, 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 qu'en dehors, et des supports d'information actualisés sont mis à disposition 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

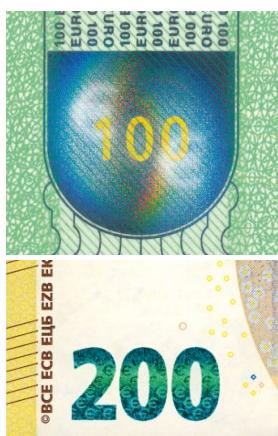
Les billets de 100 et de 200 euros dotés de signes de sécurité perfectionnés ont été dévoilés

Les nouveaux billets de 100 et de 200 euros dotés de signes de sécurité perfectionnés ont été dévoilés le 17 septembre 2018. Après les billets de 5, 10, 20 et 50 euros, les billets de 100 et de 200 euros, qui seront les deux dernières coupures de la [série « Europe »](#), seront mis en circulation le 28 mai 2019. Cette introduction marquera la fin de plusieurs années de préparation et de coopération au sein de l'Eurosystème.

La deuxième série de billets en euros est complète



Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'exclure le billet de 500 euros de la série « Europe », répondant ainsi à des préoccupations selon lesquelles cette coupure pourrait faciliter les activités illicites. Au vu du rôle de l'euro sur le plan international et de la confiance généralisée envers les autres coupures, 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 en euros conserveront toujours leur valeur, étant donné qu'ils pourront être échangés auprès des BCN de la zone euro pendant une période illimitée.



L'hologramme satellite et le nombre émeraude perfectionné sont deux nouveaux signes de sécurité des nouvelles coupures de 100 et de 200 euros

La BCE et les BCN de la zone euro ont mené une campagne d'information visant à préparer le public et les professionnels amenés à manipuler des espèces à l'introduction des nouveaux billets de 100 et de 200 euros. Comme pour les autres coupures, il est facile de vérifier les nouveaux billets grâce à la méthode consistant à « toucher, regarder, incliner », mais les deux plus grosses coupures intègrent également de nouveaux signes de sécurité innovants. En termes de valeur, le billet de 100 euros est le deuxième billet le plus utilisé (après celui de 50 euros), tandis que, sur le plan du nombre de billets en circulation, il se classe troisième (derrière ceux de 50 et de 20 euros et devant ceux de 5 et de 10 euros). L'Eurosystème aide les fabricants et les détenteurs de machines de traitement et d'automates d'authentification des billets dans leurs préparatifs en vue de l'arrivée des nouvelles coupures. Il facilite ainsi les tests des équipements, offre la possibilité d'emprunter des billets non émis de la série « Europe » auprès des BCN et publie une liste des machines de traitement des billets ayant fait la démonstration de leur capacité de traiter les nouveaux billets de la série « Europe ».

7 Les statistiques

La BCE – assistée par les BCN et, pour les missions liées au mécanisme de surveillance unique (MSU), par les ACN – développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques nécessaires pour appuyer la politique monétaire de la zone euro, les missions de surveillance de la BCE, la stabilité financière et plusieurs autres missions du SEBC, de même que les fonctions du CERS. Ces statistiques sont aussi 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 SEBC a encore approfondi sa coopération avec le Système statistique européen, plus particulièrement autour des réflexions et initiatives visant à évaluer la mondialisation et les activités des entreprises multinationales. En 2018, le SEBC a continué de fournir des statistiques sur la zone euro régulièrement, sans à-coups et dans les délais. Il a par ailleurs consenti des efforts considérables pour répondre aux nouvelles exigences en matière de statistiques de haute qualité et de granularité accrue par pays, par secteur et par instrument.

7.1

Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro

Une tendance nette aux données granulaires afin de permettre une analyse rapide et flexible

La stratégie du SEBC et de son Comité des statistiques (*Statistics Committee*) concernant la collecte de données en provenance des banques vise à uniformiser et à intégrer autant que faire se peut les cadres statistiques du SEBC en place aux niveaux des domaines statistiques et des pays. Cette approche reposera sur des concepts, définitions et conditions bien définis et harmonisés, de même que sur la promotion de l'uniformisation des données, ce qui devrait favoriser le traitement automatisé des données et contribuer à améliorer leur qualité. Une autre composante importante de cette stratégie réside dans le mouvement opéré en direction d'une collecte de données plus granulaires permettant de répondre de façon plus flexible et dans les délais impartis à de nouvelles obligations en matière de données, réduisant ainsi la nécessité de demandes ponctuelles. Les principaux objectifs de cette approche consistent à améliorer l'efficacité des déclarations statistiques et à réduire la charge pesant sur les banques.

L'un des aspects de cette approche stratégique – l'*ESCB Integrated Reporting Framework* (IReF) – a pour but d'intégrer les obligations de déclaration statistique des banques en une couche de collecte de données unique couvrant l'ensemble des besoins et des exigences du SEBC en matière de données. L'IReF comprendrait également les règles de transformation nécessaires à la production des agrégats monétaires et financiers indispensables répondant à des exigences spécifiques, à commencer par la couche de collecte de données intégrée. Un autre aspect de cette approche – le *Banks' Integrated Reporting Dictionary* (BIRD) – est un outil d'entrée qui vise à aider les agents déclarants à organiser efficacement les informations

contenues dans leurs systèmes internes. Il serait complété par des règles de transformation appliquées par les banques afin de satisfaire à leurs obligations de déclaration. Une fois l'IReF en place, les banques pourront réutiliser le même ensemble de règles de transformation depuis n'importe quel pays de la zone euro. L'approche collaborative entre le SEBC et le secteur bancaire est présentée dans l'encadré 7.

Encadré 7

Une approche collaborative dans le cadre des statistiques du SEBC

Les hauts responsables au sein du SEBC doivent pouvoir s'appuyer sur des statistiques de grande qualité aux fins de la politique monétaire, de la supervision macroprudentielle et de la surveillance microprudentielle. Une grande partie de ces statistiques proviennent du secteur bancaire. Il importe dès lors que les banques aient une bonne compréhension des obligations de déclaration qui leur incombent afin de garantir que les données qu'elles transmettent au SEBC soient de grande qualité.

Harmoniser les obligations de déclaration et éviter les doublons servira également la qualité des données. C'est avec ces considérations à l'esprit que le Comité des statistiques (*Statistics Committee*) du SEBC a décidé d'amorcer un dialogue avec le secteur bancaire dans l'optique de procéder à des échanges de vues sur les initiatives nouvelles et déjà engagées dans le domaine des statistiques du SEBC. Les réunions du *Banking Industry Dialogue on ESCB Statistics* se tiendront à la BCE, généralement une fois par an. La première réunion a eu lieu le 16 mars 2018. Dans le respect de la ligne de conduite qui a été fixée en matière de transparence, le calendrier, l'ordre du jour et les diapositives des présentations sont publiés sur le [site internet de la BCE](#).

Durant la réunion, les participants ont dans un premier temps échangé leurs points de vue sur les perspectives à moyen terme quant à l'harmonisation des obligations de déclaration dans le cadre de l'*Integrated Reporting Framework* (IReF). Les représentants du secteur bancaire ont témoigné leur soutien à l'IReF et ont exprimé leur souhait d'harmoniser les obligations de déclaration non seulement pour les statistiques du SEBC, mais aussi pour les données collectées à des fins de surveillance ou pour répondre à des exigences spécifiques nationales ou indépendantes du SEBC. Le secteur bancaire a également marqué son soutien au *Banks' Integrated Reporting Dictionary* (BIRD), qui décrit les données à extraire des systèmes informatiques internes des banques afin de produire les déclarations requises par le SEBC ainsi que de satisfaire aux obligations de déclaration prudentielle. Ces avancées contribuent à améliorer la qualité des données déclarées. Le SEBC a encouragé davantage de banques commerciales à adhérer au BIRD dans le but d'enranger des progrès constants. La BCE publie également un « Banks' Corner » (coin des banques) sur la page internet intitulée « [Nos statistiques](#) », de manière à fournir des statistiques à la communauté bancaire sous un format facilement téléchargeable.

Depuis la réunion, le secteur bancaire et le SEBC ont poursuivi leur dialogue. En s'appuyant sur cet échange continu de vues, la Fédération bancaire de l'Union européenne a récemment publié ses [principes visant une déclaration intégrée](#) dans lesquels elle réitère son soutien à l'IReF et au BIRD.

Parallèlement à la mise en œuvre de cette stratégie, la direction générale Statistiques de la BCE a fourni en 2018 une très grande quantité d'ensembles de données granulaires permettant d'effectuer une analyse à critères multiples flexible et

approfondie. La collecte de données granulaires sur le crédit et sur le risque de crédit dans le cadre d'AnaCredit qui a débuté en 2018 en est un exemple patent. AnaCredit est une initiative ayant pour finalité la collecte d'informations détaillées, rapides et harmonisées sur les prêts individuels accordés par des établissements de crédit aux entreprises et aux autres personnes morales et sur leur mise à la disposition des utilisateurs dans le respect des règles de confidentialité idoines. Son modèle de données supporte la dérivation rapide d'une infinité de combinaisons de données granulaires, ce qui permet une flexibilité accrue pour l'analyse menée par les utilisateurs dans différents domaines d'activité du ressort des banques centrales et de la surveillance bancaire et accroît la valeur d'une telle analyse, tout en permettant d'effectuer des comparaisons avec les statistiques agrégées afin de garantir la qualité des données. Une fois que toutes les BCN de la zone euro auront commencé à effectuer une déclaration complète au titre d'AnaCredit, des données sur quelque 50 millions d'instruments devraient être collectées mensuellement.

Des progrès significatifs ont également été engrangés par le groupe consacré aux statistiques sur les détentions de titres (*Securities Holdings Statistics Group*, SHSG). L'ensemble de ces données présente une granularité élevée ; leur ventilation peut même s'effectuer aux niveaux des différents membres d'une liste restreinte de groupes bancaires (investisseurs) et des titres (portefeuilles). Cela permet entre autres de détecter correctement et de façon flexible les risques et les effets de contagion sur les marchés financiers. La collecte de données relatives aux titres individuels détenus par des groupes bancaires individuels a été étendue afin d'englober un plus grand nombre de groupes bancaires et de couvrir davantage de caractéristiques. Depuis le troisième trimestre 2018, la déclaration améliorée couvre tous les groupes bancaires soumis à la surveillance directe de la BCE. Qui plus est, la déclaration des nouvelles caractéristiques s'effectue conformément aux concepts d'AnaCredit, si bien que les données relatives aux prêts et aux titres peuvent être combinées et analysées conjointement de façon harmonisée. Les ensembles de données granulaires d'AnaCredit comme celles portant sur les détentions de titres reposent sur un système de registres renfermant des informations complètes, précises et à jour sur les entités institutionnelles (*Register of Institutions and Affiliates Data*, RIAD) et sur les instruments financiers (*Centralised Securities Database*, CSDB) ; ces deux registres ont été substantiellement améliorés en 2018.

De même, au cours de l'année écoulée et conformément aux prévisions, la capacité du RIAD du SEBC, qui constitue l'ensemble de données partagé renfermant des données de référence sur les unités institutionnelles juridiques et sur d'autres unités institutionnelles statistiques, a été étendue afin de renforcer à la fois son soutien aux procédures opérationnelles dans l'ensemble de l'Eurosystème et l'efficacité des missions du SEBC et du MSU. Par ailleurs, la BCE a publié en juin 2018 l'orientation sur le RIAD ([orientation BCE/2018/16](#)), qui accroît la coordination des missions menées par les BCN concernant la déclaration des données de référence pour le RIAD. En 2018, la BCE a été à l'initiative d'une modification du règlement concernant les statistiques des marchés monétaires ([règlement BCE/2014/48](#)). La version amendée du règlement garantira que les transactions avec toutes les contreparties financières soient couvertes, augmentera le recours à l'identifiant d'entité juridique (*Legal Entity Identifier*, LEI) et renforcera les obligations incombant aux agents

déclarants afin de répondre aux normes élevées définies pour protéger l'intégrité des informations. Après avoir mené deux consultations publiques, la BCE a annoncé le 28 juin 2018 la méthodologie retenue pour le calcul du taux d'intérêt à court terme de la zone euro (€STR) (cf. section 5.1). La publication de l'€STR débutera en octobre 2019. Dans l'intervalle, la BCE a commencé à publier des indicateurs (nommés pré-€STR), que les intervenants de marché peuvent utiliser pour évaluer la fiabilité du nouveau taux avant qu'il ne soit mis à disposition et pour ajuster leurs procédés et procédures afin d'assurer une transition harmonieuse. Les indicateurs pré-€STR recouvrent des séries de données historiques au jour le jour à compter du 15 mars 2017.

Les statistiques macroéconomiques évoluent dans le but de préserver leur qualité

Les statistiques macroéconomiques de la BCE évoluent elles aussi continuellement afin de préserver leur qualité et de répondre aux besoins des utilisateurs dans un monde en pleine mutation. Un nouveau règlement de la BCE relatif aux obligations de déclaration statistique applicable aux fonds de pension ([règlement BCE/2018/2](#)) a été publié le 17 février 2018. Il vise à accroître la transparence et à améliorer la comparabilité des données dans un secteur financier en rapide expansion. Le règlement comblera les lacunes des statistiques trimestrielles actuelles sur les fonds de pension publiées depuis juin 2011, qui ne sont pas harmonisées et sont incomplètes, et plus particulièrement la diffusion limitée des données relatives aux opérations en raison de la qualité insuffisante des données.

L'orientation de la BCE relative aux statistiques monétaires et financières a été modifiée en 2018 ([orientation BCE/2018/17](#)). Elle prévoit désormais la transmission à la BCE de données supplémentaires, pour autant que celles-ci soient disponibles auprès des BCN. Ces informations comprennent des données mensuelles sur l'ajustement des prêts octroyés par les institutions financières monétaires (IFM) afin d'intégrer dans les statistiques relatives aux fonds d'investissement les activités liées à la cession de prêts et à la titrisation, la centralisation de trésorerie notionnelle, les positions des IFM vis-à-vis du Conseil de résolution unique, une ventilation des fonds propres et des réserves des IFM en sous-catégories ainsi que des données identifiant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

L'orientation de la BCE relative aux statistiques extérieures a elle aussi été modifiée ([orientation BCE/2018/19](#)) dans le but de répondre à de nouvelles obligations analytiques dans les domaines de la politique et de la stabilité monétaires, ainsi que pour soutenir une intégration plus poussée entre les statistiques trimestrielles se rapportant à la balance des paiements et à la position extérieure, d'une part, et les comptes nationaux (et sectoriels), d'autre part. Les principaux changements permettent d'obtenir des détails supplémentaires sur les plans sectoriel et géographique. La déclaration de ces données débutera en mars 2021.

Les statistiques macroéconomiques peuvent à plus d'un titre largement bénéficier des bases de données granulaires nouvellement développées. Lier les données macroéconomiques et les données granulaires pourrait accroître la qualité des statistiques, permettre de nouvelles productions statistiques et améliorer la flexibilité analytique. Dans ce contexte, la BCE a poursuivi ses travaux dans le cadre de son projet visant à lier les données microéconomiques (enquête sur les finances et la consommation des ménages) et macroéconomiques (comptes sectoriels) sur les

avoirs et engagements des ménages. Le but ainsi recherché est de mettre au point des informations macroéconomiques sur la distribution du patrimoine et sur l'endettement du secteur des ménages, en fournissant de nouvelles informations précieuses aux fins de l'analyse économique.

Une analyse conjointe de données microéconomiques à court terme intégrées au niveau des segments du marché ouvre la voie à l'analyse de comportements de marché à court terme plus complexes, non anticipés et évoluant rapidement. Dans le but de favoriser de tels progrès, la BCE a renforcé son engagement et sa position dominante en matière d'efforts d'uniformisation des données à l'échelle mondiale, à la faveur d'initiatives telles que l'identifiant international pour les entités juridiques désormais opérationnel, qui doit à présent être étendu pour parvenir à une couverture complète, et la mise au point de normes ISO. Enfin, déployer des efforts sur la voie de l'uniformisation des données sur les marchés améliorera la qualité de l'ensemble des données collectées tout en réduisant les coûts opérationnels et les risques pour tous.

7.2

Une transparence accrue et une communication améliorée

En 2018, la BCE a poursuivi ses efforts dans le but d'accroître sa propre transparence en rendant ses statistiques plus accessibles, plus conviviales et plus interactives pour les utilisateurs professionnels externes et pour le grand public. Dans le prolongement de l'initiative de la BCE d'adopter l'approche dite *mobile first* (priorité au mobile), tous les communiqués de presse statistiques ont été retravaillés en formats en ligne et permettent désormais d'accéder aux statistiques et de les partager sur les médias sociaux. Tandis que les statistiques de la BCE sont disponibles sur son produit phare en matière de statistiques, le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques), de nouveaux commentaires et de nouvelles présentations graphiques des statistiques nationales de la zone euro permettant d'effectuer des comparaisons ont été publiées sur la page internet [Nos statistiques](#). Les utilisateurs professionnels, comme les journalistes, peuvent réutiliser les présentations graphiques dans leurs propres fils d'actualité ou sur leurs sites internet, et ce dans leur langue de l'UE de prédilection.

Les statistiques bancaires prudentielles ont également évolué en réaction aux développements sur le marché et dans l'environnement réglementaire ainsi que pour répondre aux demandes et aux réactions des utilisateurs. La BCE collecte et publie chaque trimestre des statistiques bancaires prudentielles sur les établissements soumis à la surveillance directe de la BCE. Les données comprennent des informations concernant la composition du bilan et la rentabilité, l'adéquation des fonds propres, l'endettement, le financement et la liquidité des établissements. Depuis le troisième trimestre 2018, la couverture a été étendue afin d'englober les expositions à l'ensemble des administrations publiques, des ventilations en fonction de la hiérarchie des justes valeurs des actifs ainsi que des paramètres du risque de crédit calculé selon l'approche des notations internes. Qui plus est, la BCE a publié pour la première fois en 2018 des informations individuelles relevant du pilier 3 sur les actifs pondérés par le risque par type de risque et par méthode de calcul pour les

établissements d'importance systémique mondiale (EISm) et pour les autres établissements d'importance systémique (autres EIS), soit 75 établissements, soumis à la surveillance de la BCE, et ce en sus des trois ratios de solvabilité et d'endettement publiés pour 118 établissements importants. Ce nouveau niveau de transparence permet aux parties prenantes d'effectuer des comparaisons pertinentes par rapport à des paramètres prudentiels. En 2018, la BCE a amélioré la communication avec le secteur bancaire concernant le processus de contrôle de qualité des données pour les données prudentielles. Des représentants du secteur bancaire ont été invités à débattre de la mise au point de contrôles de qualité supplémentaires pour les données se rapportant au MSU. Dans un souci de transparence, une première liste des contrôles envisagés a été publiée sur les sites internet de la BCE et des ACN.

La BCE est également l'un des co-organisateurs de la *Conference of European Statistics Stakeholders 2018* (Conférence des parties concernées par les statistiques européennes) qui s'est tenue à Bamberg en Allemagne et qui a permis de nouer des réseaux et d'amorcer une discussion sur la méthodologie statistique entre les parties prenantes en matière de statistiques européennes représentées par des scientifiques, des universitaires, des producteurs de statistiques et des groupes sociaux. La BCE a aussi célébré le vingtième anniversaire des statistiques du SEBC en organisant une conférence sur le thème « *Ninth ECB Statistics Conference – 20 years of ESCB statistics: What's next?* » (cf. encadré 8).

Encadré 8

Vingt ans de statistiques du SEBC : et ensuite ?

La fonction du SEBC dans la production de statistiques a sensiblement évolué au cours des 20 dernières années. La [ligne du temps statistique](#) met en lumière les étapes qui ont jalonné l'histoire statistique, comme l'élargissement des fonctions et des missions dévolues à la BCE avec l'établissement du CERS en 2010 et du MSU en 2013. Au nombre des autres évolutions significatives figurent les élargissements successifs de la zone euro, le passage de la compilation de données agrégées à la fourniture d'informations distributives, à des ensembles de données à usages multiples et granulaires ainsi qu'à une infrastructure statistique de base évoluant rapidement (bases de données et normes de référence) ouvrant la voie à l'intégration des données.

Il n'en demeure pas moins que trois principes essentiels sont restés ancrés au fil du temps et qu'ils conserveront toute leur importance à l'avenir.

Premièrement, les données doivent être de grande qualité. Les décisions de politique doivent être étayées par des éléments statistiques, et la BCE demeure déterminée dans cette voie afin de préserver la confiance du public dans les statistiques, les institutions et les décisions de politique fondées sur des statistiques documentées.

Deuxièmement, la collaboration est un élément crucial du parcours statistique et il en ira de même à l'avenir. La coopération, tant en interne au sein de l'Eurosystème et du MSU qu'en externe avec le secteur bancaire, le Système statistique européen ainsi qu'au niveau international, est indispensable pour atteindre les objectifs.

Troisièmement, les statistiques du SEBC doivent être pertinentes. Le SEBC a dû suivre le rythme dans le passé et devra continuer d'en faire autant à l'avenir dans un monde qui évolue toujours plus

rapidement. Les nouvelles technologies contribueront à étendre et à approfondir l'utilisation de la multitude de données collectées. La disponibilité de données à grande échelle est appelée à s'accroître et la profession statistique bénéficiera de nouvelles avancées dans les domaines de la science statistique, de l'apprentissage automatique et de l'intelligence artificielle.

Le futur objectif stratégique vise à intégrer différentes sources de données afin de garantir l'obtention d'une image complète et cohérente du système financier. Y parvenir nécessitera des efforts d'uniformisation aux niveaux européen et mondial, que la BCE continuera de promouvoir dans les années à venir. À cet égard, la récente incorporation de la BCE à l'*International Network for Exchanging Experience on Statistical Handling of Granular Data* (INEXDA) contribuera au partage des meilleures pratiques en la matière avec d'autres banques centrales et organisations internationales et à relever les nouveaux défis qui se posent dans la gestion des données microéconomiques.

Enfin, compte tenu de la complexification constante des statistiques financières, la communication avec le public est appelée à gagner en importance (cf. section 7.2).

La BCE a marqué le vingtième anniversaire des statistiques du SEBC par l'organisation d'une conférence sur le thème « *Ninth ECB Statistics Conference – 20 years of ESCB statistics: What's next?* » à Francfort le 11 juillet 2018. Au cours de cette conférence, statisticiens, décideurs politiques et universitaires ont débattu de la mesure dans laquelle le champ d'application des travaux s'était étendu au fil du temps et ont exprimé leurs positions quant à l'avenir des statistiques du SEBC.

8 Les priorités de la BCE en matière de recherche

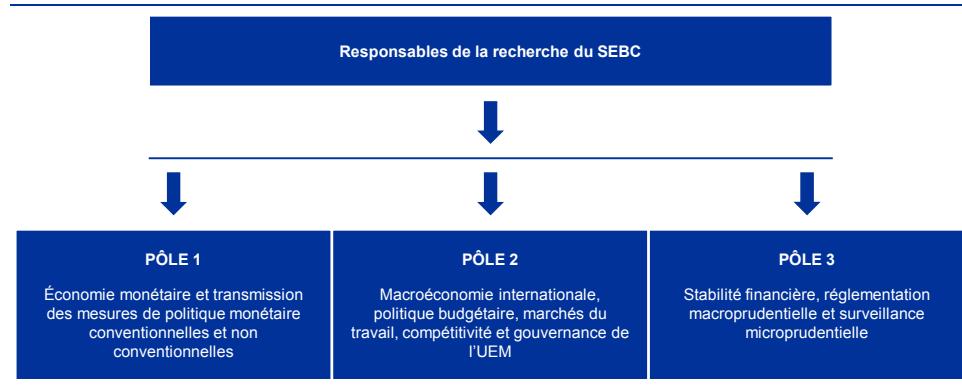
Les priorités de la BCE en matière de recherche sont régulièrement réexaminées et ajustées, de façon à ce que les responsables de la politique à la BCE puissent s'appuyer sur des fondements analytiques sains pour relever les défis auxquels ils sont confrontés. La collaboration au sein du SEBC est stimulée par les activités que mènent trois pôles et deux réseaux de recherche. Dans un environnement de taux directeurs négatifs, la transmission des mesures de politique monétaire non conventionnelles 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 2018. Des études ont évalué, pour des mesures non conventionnelles, leurs effets d'allégement des conséquences économiques de chocs financiers défavorables au travers de la réduction de l'incertitude sur les marchés et de l'amélioration de l'accès au financement bancaire pour les petites et moyennes entreprises. Un nouveau groupe de recherche a été mis en place pour étudier, sur la base du cadre de politique macroprudentielle en vigueur, les interactions entre les politiques monétaire et macroprudentielle et leur coordination optimale. Au nombre des autres priorités ont figuré le rôle joué par les facteurs financiers dans le comportement des entreprises et des ménages de la zone euro, ainsi que la dynamique de fixation des prix et des salaires et le modèle de dispositifs institutionnels et politiques destinés à renforcer l'UEM. Le rôle des frictions financières dans la propagation des chocs de politique monétaire et des chocs économiques occupe une place prépondérante dans une nouvelle version du modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (Area-Wide Model) et dans la poursuite du développement de modèles multi-pays utilisés pour les prévisions et l'analyse de la politique monétaire.⁵³

8.1 Les activités des pôles de recherche du SEBC et le projet PRISMA

Dans le souci d'améliorer encore la collaboration entre les chercheurs du SEBC, les chefs des départements de recherche du SEBC ont décidé en 2016 de lancer trois pôles de recherche. Ces pôles ont pour but de coordonner les efforts de recherche dans des domaines hautement prioritaires par la tenue d'ateliers et par la mise sur pied de projets conjoints en matière de recherche (cf. figure 2).

⁵³ Des informations plus détaillées sur les activités de recherche de la BCE, et notamment sur les événements qui y sont liés, ainsi que sur les publications et sur les réseaux, sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

Figure 2
Pôles de recherche du SEBC



Source : BCE.

Note : Structure des pôles de recherche du SEBC telle qu'elle a été décidée par les responsables des départements de recherche du SEBC en 2016.

La coordination de la recherche a été stimulée par les activités que mènent trois pôles de recherche du SEBC

En 2018, les pôles de recherche ont organisé plusieurs ateliers, impliquant que des équipes de chercheurs s'intéressent à des questions telles que la définition optimale de la politique monétaire en période d'incertitude, les imperfections des marchés financiers et les effets de contagion internationaux. S'agissant de la stabilité financière, un atelier a été consacré aux implications des obligations en matière de liquidité et de fonds propres bancaires pour le comportement des banques et pour les marchés monétaires. Un autre groupe de chercheurs s'est penché sur les déterminants microéconomiques de la croissance de la productivité, et plus particulièrement sur le rôle des frictions financières, sur la mauvaise allocation du crédit et sur l'organisation de la production. Les premiers résultats ont mis en exergue qu'il importe de prendre en compte le rôle des petites entreprises pour comprendre les caractéristiques de croissance de la productivité agrégée.

Le HFCN a poursuivi ses travaux sur la troisième vague de son enquête

Parmi les réseaux de recherche de l'Eurosystème/du SEBC, le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages ([Household Finance and Consumption Network](#), HFCN) a continué de travailler sur la troisième vague de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*), dont les résultats devraient être publiés en 2019. Les chercheurs du HFCN ont examiné, entre autres, les implications de l'hétérogénéité des ménages pour la transmission de la politique monétaire. À titre d'exemple, des chercheurs du HFCN ont quantifié la manière dont la politique monétaire influe sur la consommation des ménages individuels en fonction de leur statut en termes d'emploi et de la structure de leurs portefeuilles. La conclusion selon laquelle la politique monétaire affecte l'emploi de façon disproportionnée dans les strates inférieures de la distribution des revenus implique que la politique monétaire expansionniste menée dans la zone euro a donné lieu à une réduction des inégalités de revenus et de consommation. Les chercheurs du réseau ont également enregistré des progrès dans des domaines tels que les effets de l'incertitude sur les décisions des ménages, la fragilité financière des ménages et la mesure de l'extrême supérieure de la distribution de la richesse. En outre, des chercheurs extérieurs ont largement eu recours à cette enquête.

Un nouveau réseau de recherche a été créé en vue d'étudier la fixation des prix dans le secteur du commerce de détail sur la base de microdonnées

Le réseau PRISMA (*Price-setting Microdata Analysis*), un nouveau réseau de recherche du SEBC mis en place en 2018 en vertu d'un mandat du Conseil des gouverneurs, va étudier le comportement en matière de fixation des prix des firmes individuelles et du secteur du commerce de détail sur la base de micro-ensembles de données sur les prix. Les chercheurs vont se pencher sur la relation entre la fixation des prix et la dynamique globale de l'inflation. Ils examineront plus particulièrement si le comportement en matière de fixation des prix a changé durant la période de basse inflation et s'il est influencé par l'orientation de la politique monétaire, par la position du cycle conjoncturel et par le type de chocs globaux affectant l'économie.

Un cadre de politique macroprudentielle étant désormais en vigueur, un nouveau groupe de recherche a été constitué pour étudier les interactions entre les politiques monétaire et macroprudentielle. Le groupe de travail se concentre notamment sur les divers effets de contagion entre ces deux politiques, parmi lesquels les effets de la politique monétaire sur la stabilité financière et l'incidence des mesures de politique macroprudentielle sur l'économie réelle. Compte tenu de ces effets de contagion, le groupe de travail se focalise aussi sur la coordination optimale entre ces deux politiques.

8.2

Les conférences et les publications

Le Forum de Sintra et la Conférence annuelle de recherche ont contribué à maintenir le dialogue avec les milieux universitaires et les institutions politiques

Afin de maintenir le dialogue approfondi avec les économistes issus des milieux universitaires et d'autres institutions politiques, la BCE a organisé plusieurs événements de haut niveau dans le domaine de la recherche en 2018, dont le Forum de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra et la deuxième Conférence annuelle de recherche de la BCE. La conférence précédente s'était concentrée sur les origines et sur les implications de la dynamique de faible inflation qui caractérisait les reprises post-crise dans de nombreuses économies avancées, en ce compris la fixation des prix et des salaires et le rôle des anticipations d'inflation. L'édition 2018 de la Conférence annuelle de recherche a mis à l'affiche des recherches innovantes sur des sujets comme le rôle des marchés d'actifs pour indiquer l'orientation de la politique monétaire, les marchés hypothécaires, l'évolution de la compétitivité sur les marchés de produits financiers et des biens, ou encore la mondialisation. D'autres conférences importantes ont porté sur les réformes structurelles dans la zone euro, le commerce mondial, les marchés de l'emploi et la numérisation, ou encore les politiques monétaire et macroprudentielle⁵⁴.

Nombre des activités de recherche de la BCE ont également débouché sur des publications dans des revues scientifiques ou sur des *working papers*

Nombre des activités de recherche de la BCE ont également débouché sur la publication d'articles dans des revues scientifiques et de *working papers*. En 2018, 98 articles préparés par des experts de la BCE ont été publiés dans la *Working Paper Series* de la BCE. Qui plus est, plusieurs études analytiques davantage axées sur les politiques ont été publiées dans la série d'articles thématiques, dans la série d'articles statistiques et dans la série de documents de discussion de la BCE. Cet éventail de travaux de recherche de haute qualité a constitué le terreau pour une diffusion accrue

⁵⁴ L'ensemble des études, discussions et discours du Forum de Sintra peuvent être retrouvés dans le [livret électronique](#) et les enregistrements vidéo de l'ensemble des sessions peuvent être visionnés sur la [chaîne YouTube](#) de la BCE.

des résultats des recherches de la BCE auprès d'un public plus large, avec la publication de douze articles dans le bulletin de recherche de la BCE en 2018⁵⁵.

⁵⁵ Le bulletin de recherche de la BCE est une plate-forme en ligne pour la diffusion d'importants résultats de recherche auprès d'un public plus large. Les sujets abordés dans ces publications sont consultables sur le [site internet de la BCE](#).

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 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

Le Tribunal a rejeté le recours en dommages et intérêts formé à l'encontre de la BCE relativ à la restructuration de la dette publique grecque en 2012

En mars 2018, le Tribunal de l'Union européenne (ci-après le « Tribunal ») a rejeté le recours en dommages et intérêts formé par une association de retraités de droit privé (ESTAMEDE) à l'encontre de la BCE dans l'affaire T-124/17. Les membres d'ESTAMEDE sont les bénéficiaires du fonds grec de retraite des ingénieurs et des entrepreneurs de travaux publics. La demande de réparation portait sur la décote qui a touché certaines obligations de l'État hellène dans le contexte d'une restructuration partielle de la dette publique grecque en 2012 au motif qu'elle aurait été prétendument encourue par le fonds de pension et ses bénéficiaires et non par l'association proprement dite. La demande visait à incriminer la BCE de plusieurs violations de la loi et des principes de l'UE, en ce compris des droits fondamentaux protégés par la charte des droits fondamentaux de l'UE, tel le droit à la propriété. Par son ordonnance, le Tribunal a rejeté le recours comme manifestement irrecevable, sans examiner le fond de l'affaire, excluant par là même toute responsabilité de la BCE quant à la demande de réparation. Le Tribunal a soulevé le défaut du droit d'agir de la partie requérante devant le Tribunal et a considéré que la demande ne remplissait pas les exigences formelles de recevabilité.

Le Tribunal a rejeté les recours en dommages et intérêts formés à l'encontre de la BCE concernant les mesures de résolution adoptées à Chypre en 2013

En juillet 2018, le Tribunal a également rejeté les demandes de réparation formées à l'encontre de la BCE notamment par plusieurs déposants et détenteurs d'actions et d'obligations dans les banques chypriotes visées par les mesures de résolution adoptées en 2013 (affaires T-680/13 et T-786/14). Les jugements suivent les décisions prises en 2016 par la Cour de justice de l'Union européenne (ci-après la « Cour de justice ») dans deux affaires jugées en appel (affaires Mallis⁵⁶ et Ledra⁵⁷) qui portaient sur des matières similaires. Les requérants soutenaient que les mesures de résolution en cause avaient été imposées par la BCE et par les autres parties défenderesses au titre, entre autres, de leur participation aux réunions de l'Eurogroupe, du rôle qu'elles avaient joué dans les négociations et l'adoption du protocole d'accord chypriote ainsi que des décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE concernant la fourniture de liquidités d'urgence. Le Tribunal a estimé que la BCE et les autres parties défenderesses n'avaient pas commis le moindre manquement au droit à la propriété, au principe d'attentes légitimes ou au principe

⁵⁶ Affaires jointes C-105/15 P à C-109/15 P.

⁵⁷ Affaires jointes C-8/15 P à C-10/15 P.

La Cour de justice a décidé que l'examen des questions préjudiciales n'avait révélé aucun élément de nature à affecter la validité du PSPP

d'égalité de traitement. Ces deux jugements ont fait l'objet d'un appel devant la Cour de justice.

En décembre 2018, la Cour de justice a estimé que l'examen des questions préjudiciales introduites par la Cour constitutionnelle fédérale allemande dans l'affaire C-493/17 (Weiss) n'avait révélé aucun facteur de nature à affecter la validité du programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires de la BCE (ci-après le « PSPP »). Premièrement, le PSPP relève de la politique monétaire et respecte le principe de proportionnalité. L'objectif spécifique du PSPP peut être rattaché à l'objectif principal poursuivi par la politique monétaire de l'Union – défini en termes quantitatifs comme le maintien des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme –, dont il n'apparaît pas que la concrétisation soit entachée par une erreur manifeste d'appréciation ou sorte du cadre établi par les traités. De surcroit, la BCE a pondéré les différents intérêts en présence de manière à effectivement éviter que puissent se produire, lors de la mise en œuvre du PSPP, des inconvenients manifestement disproportionnés par rapport à l'objectif poursuivi par celui-ci. Au vu des risques auxquels l'important volume des acquisitions d'actifs réalisées au titre du PSPP pouvait, le cas échéant, exposer les BCN, la BCE a estimé qu'il convenait de ne pas instaurer de règle générale de partage des pertes. Deuxièmement, le PSPP est compatible avec l'interdiction relative au financement monétaire. Le fait que le PSPP permette d'anticiper, au niveau macroéconomique, l'acquisition d'un volume notable d'obligations sur les marchés secondaires n'est pas susceptible de créer, au niveau d'un opérateur privé donné, des certitudes lui permettant d'agir, *de facto*, comme un intermédiaire de l'Eurosystème pour l'acquisition directe d'obligations émises par les autorités et les organismes publics des États membres. Qui plus est, la prévisibilité macroéconomique ne réduit pas l'incitation, pour les États membres, à conduire une politique budgétaire saine compte tenu de la nature temporaire et conditionnelle du programme et d'une série de garanties limitant les effets du PSPP sur cette incitation. La Cour de justice a également estimé que l'interdiction relative au financement monétaire n'excluait ni la détention d'obligations jusqu'à leur échéance, ni l'acquisition d'obligations avec un rendement à échéance négatif. En se basant sur cette décision préjudiciale, la Cour constitutionnelle fédérale allemande tranchera les plaintes constitutionnelles contestant indirectement le PSPP.

9.2

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

Les articles 127 (4) et 282 (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 2018, la BCE a adopté 16 avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE et 42 avis sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

La BCE a adopté des avis sur des propositions de législation de l'UE

Au niveau de l'UE, la BCE a adopté des avis sur des propositions de législation en rapport avec la surveillance macroprudentielle et son pendant microprudentiel, visant entre autres la réforme du Comité européen du risque systémique⁵⁸, de l'Autorité bancaire européenne⁵⁹ et de l'Autorité européenne des marchés financiers⁶⁰, le traitement des fonds propres des expositions non performantes et des expositions sous forme d'obligations sécurisées⁶¹, le traitement prudentiel des entreprises d'investissement⁶² et le renforcement du rôle de l'Autorité bancaire européenne dans la prévention de l'utilisation du système financier à des fins de blanchiment et de financement du terrorisme⁶³. La BCE a adopté des avis sur d'autres propositions de législation de l'Union influençant les marchés financiers, concernant notamment la réforme des marchés des obligations sécurisées⁶⁴, la réglementation des gestionnaires de crédits, des acheteurs de crédits et du recouvrement de garantie⁶⁵, les frais applicables aux paiements transfrontières et les frais de conversion monétaire⁶⁶ ainsi que la loi applicable à l'opposabilité des cessions de créances⁶⁷. La BCE a par ailleurs émis des avis sur le cadre régissant l'UEM, touchant entre autres le renforcement de la responsabilité budgétaire et l'orientation budgétaire à moyen terme dans les États membres⁶⁸ ainsi que la proposition de création d'un mécanisme européen de stabilisation des investissements⁶⁹ et d'un Fonds monétaire européen⁷⁰. La BCE s'est encore exprimée sur les statistiques européennes d'entreprises⁷¹ et sur le programme de formation pour la protection de l'euro contre le faux-monnayage (programme « Pericles IV »)⁷².

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant des BCN

La BCE a adopté des avis sur des projets de législation nationale concernant des BCN, visant notamment la gouvernance et l'indépendance financière de la Central Bank of Cyprus⁷³, l'indépendance institutionnelle de la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка)⁷⁴, la vérification des comptes de la Hrvatska narodna banka par la cour des comptes⁷⁵, le régime de responsabilité s'appliquant aux membres du conseil d'administration et aux employés de la Banca Națională a României⁷⁶, les réserves obligatoires de la Magyar Nemzeti Bank⁷⁷ et l'attribution aux BCN de missions très diverses dans des matières telles que le contrôle du respect

⁵⁸ Cf. CON/2018/12.

⁵⁹ Cf. CON/2018/19.

⁶⁰ Cf. CON/2018/26.

⁶¹ Cf. CON/2018/32 et CON/2018/37.

⁶² Cf. CON/2018/36.

⁶³ Cf. CON/2018/55.

⁶⁴ Cf. CON/2018/37.

⁶⁵ Cf. CON/2018/54.

⁶⁶ Cf. CON/2018/38.

⁶⁷ Cf. CON/2018/33.

⁶⁸ Cf. CON/2018/25.

⁶⁹ Cf. CON/2018/51.

⁷⁰ Cf. CON/2018/20.

⁷¹ Cf. CON/2018/1.

⁷² Cf. CON/2018/35.

⁷³ Cf. CON/2018/23.

⁷⁴ Cf. CON/2018/53.

⁷⁵ Cf. CON/2018/17 et CON/2018/45.

⁷⁶ Cf. CON/2018/56.

⁷⁷ Cf. CON/2018/48.

des commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte⁷⁸, la sécurité et la protection d'infrastructures critiques⁷⁹, la sécurité des réseaux et des systèmes d'information au sein du secteur financier⁸⁰, les activités de titrisation⁸¹, l'émission d'obligations sécurisées⁸², les procédures pour la conversion en euros de prêts libellés en francs suisses⁸³, les activités des établissements de crédit en rapport avec les marchés d'instruments financiers⁸⁴, les documents d'informations-clés des établissements de crédit relatifs aux produits d'investissement de détail et aux produits d'investissement fondés sur l'assurance⁸⁵, la capacité de mener des enquêtes et d'imposer des mesures d'exécution en rapport avec la fourniture d'informations fausses ou trompeuses par des établissements de crédit ou des institutions financières⁸⁶, les missions relatives à la réglementation de certains comptes d'épargne⁸⁷, la coopération avec les autorités compétentes en rapport avec le retour de fonds depuis des paradis fiscaux désignés⁸⁸, la tenue à jour d'un fichier central des comptes bancaires et des transactions financières⁸⁹ et une base de données nationale des créances d'assurance⁹⁰. Un thème récurrent dans nombre de ces avis a été l'évaluation de l'attribution aux BCN de nouvelles missions au regard de l'interdiction relative au financement monétaire conformément à l'article 123 du Traité sous l'angle du financement par la banque centrale de l'exécution de missions des pouvoirs publics.

La BCE a aussi émis des avis concernant des projets de législation nationale relatifs à la surveillance macroprudentielle et microprudentielle des établissements de crédit et des institutions financières, notamment sur la mise en place d'une coopération étroite entre la BCE et la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка)⁹¹, la réforme des *banche popolari* et des banques coopératives en Italie⁹², les outils macroprudentiels en Espagne⁹³, le mandat macroprudentiel de la banque centrale et la gouvernance des établissements de crédit en Bulgarie⁹⁴, les outils macroprudentiels destinés à remédier aux déséquilibres au sein du secteur de l'immobilier résidentiel et la mise en œuvre réciproque d'outils macroprudentiels au Luxembourg⁹⁵, l'instauration d'un ratio de financement interbancaire en Hongrie⁹⁶,

⁷⁸ Cf. CON/2018/10 et CON/2018/11.

⁷⁹ Cf. CON/2018/15.

⁸⁰ Cf. CON/2018/27.

⁸¹ Cf. CON/2018/16.

⁸² Cf. CON/2018/18.

⁸³ Cf. CON/2018/21.

⁸⁴ Cf. CON/2018/2 et CON/2018/3.

⁸⁵ Cf. CON/2018/5.

⁸⁶ Cf. CON/2018/24.

⁸⁷ Cf. CON/2018/28.

⁸⁸ Cf. CON/2018/8.

⁸⁹ Cf. CON/2018/4 et CON/2018/57.

⁹⁰ Cf. CON/2018/43.

⁹¹ Cf. CON/2018/49.

⁹² Cf. CON/2018/42.

⁹³ Cf. CON/2018/58.

⁹⁴ Cf. CON/2018/52.

⁹⁵ Cf. CON/2018/9 et CON/2018/34.

⁹⁶ Cf. CON/2018/7.

les exigences en matière d'amortissement des prêts hypothécaires en Suède⁹⁷, la rémunération fixe des directeurs des établissements de crédit d'importance systémique aux Pays-Bas⁹⁸, la transmission des données de surveillance à des fins statistiques en Allemagne⁹⁹, la réorganisation de l'autorité polonaise des services financiers¹⁰⁰ et les sources de financement et la gouvernance de l'autorité maltaise des services financiers¹⁰¹.

La BCE a adopté des avis concernant d'autres projets de législation nationale touchant les établissements de crédit et les institutions financières, et plus particulièrement le cadre pour la résorption des arriérés hypothécaires et la réglementation des activités de détention des contrats de crédit en Irlande¹⁰², le cadre légal pour les obligations sécurisées en République tchèque et en Slovaquie¹⁰³, le cadre pour la titrisation à Chypre¹⁰⁴, la conversion en euros de prêts libellés en francs suisses en Slovénie¹⁰⁵, la formule de calcul du taux de rémunération de certains comptes d'épargne réglementés en France¹⁰⁶ et les obligations de préparation applicables au secteur financier finlandais en situation d'urgence¹⁰⁷.

Les avis de la BCE sur l'incidence de la législation nationale ont porté sur les informations et sur la cybersécurité concernant les infrastructures de marché critiques et la surveillance prudentielle

Traduisant l'importance grandissante des questions de cybersécurité, la BCE a émis des avis à l'intention de plusieurs États membres sur l'incidence d'actes législatifs nationaux relatifs aux informations et à la cybersécurité concernant les infrastructures de marché critiques et la surveillance prudentielle des établissements de crédit¹⁰⁸. La BCE s'est également prononcée sur les nouvelles règles d'arrondi pour les paiements libellés en euros en Belgique¹⁰⁹.

Des cas de non-consultation évidents, importants et/ou récurrents sur la législation de l'UE

Un cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des propositions de législation de l'Union a été recensé. La BCE n'a pas été consultée sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la loi applicable à l'opposabilité des cessions de créances. La BCE a émis en l'espèce un avis de sa propre initiative pointant les inconvénients de la formule proposée concernant la loi régissant l'opposabilité des cessions de créances¹¹⁰. Ce cas de non-consultation est considéré comme un cas « évident et important » de non-respect de l'obligation de consulter la BCE. Les deux cas de non-respect épinglez en 2017 ainsi que le cas de non-respect recensé en 2018 ont été jugés « évidents et récurrents ».

Plusieurs cas de non-consultation sur la législation nationale

En 2018, un problème transversal a été soulevé quant aux lois nationales transposant la directive (UE) 2016/1148 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2016

⁹⁷ Cf. CON/2018/30.

⁹⁸ Cf. CON/2018/44.

⁹⁹ Cf. CON/2018/40.

¹⁰⁰ Cf. CON/2018/50.

¹⁰¹ Cf. CON/2018/6.

¹⁰² Cf. CON/2018/31.

¹⁰³ Cf. CON/2018/18 et CON/2018/39.

¹⁰⁴ Cf. CON/2018/16.

¹⁰⁵ Cf. CON/2018/21.

¹⁰⁶ Cf. CON/2018/28.

¹⁰⁷ Cf. CON/2018/46.

¹⁰⁸ Cf. CON/2018/15, CON/2018/22, CON/2018/27 et CON/2018/39.

¹⁰⁹ Cf. CON/2018/41.

¹¹⁰ Cf. CON/2018/33.

concernant des mesures destinées à assurer un niveau élevé commun de sécurité des réseaux et des systèmes d'information dans l'Union. En raison de la liberté exercée par certains États membres dans la transposition de ladite directive, la BCE évalue actuellement la mesure dans laquelle ses compétences consultatives ont été affectées concrètement pour ce qui est des BCN, des systèmes de paiement et de règlement et/ou de ses missions en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit. À ce jour, la BCE a adressé un courrier de non-consultation à une autorité nationale en cette matière (Chypre). Qui plus est, la BCE n'a pas été consultée par les autorités roumaines sur une ordonnance gouvernementale d'urgence instaurant une taxe sur les actifs bancaires.

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

En vertu de l'article 271 (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 et par la BCE 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, 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.

L'exercice de surveillance réalisé pour 2018 confirme que les dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants ont en général été respectées.

L'exercice de surveillance a révélé que la plupart des BCN de l'UE disposaient, en 2018, 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.

Le *Rapport annuel* 2016 de la BCE a souligné que la création et le financement par la Magyar Nemzeti Bank de MARK Zrt., une société de gestion d'actifs, constituaient une violation de l'interdiction du financement monétaire à laquelle il y avait lieu de

remédier. Les mesures correctives requises ayant été finalisées par la Magyar Nemzeti Bank, le dossier a été clôturé.

À la suite des inquiétudes soulevées dans les *Rapports annuels* de la BCE à partir de 2014, celle-ci a continué de surveiller plusieurs programmes lancés par la Magyar Nemzeti Bank en 2014 et en 2015. En 2018, la Magyar Nemzeti Bank a continué d'adopter des mesures visant à atténuer les préoccupations de la BCE et a clôturé un programme d'acquisitions d'œuvres d'art et de biens culturels hongrois. Néanmoins, eu égard à leur grand nombre, à leur portée et à leur ampleur, la BCE continuera de surveiller attentivement ces opérations afin de s'assurer qu'elles respectent l'interdiction du financement monétaire et de l'accès privilégié. Par ailleurs, 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 quant au financement monétaire.

La réduction par la Central Bank of Ireland en 2018 d'actifs liés à l'IBRC, par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape significative sur la voie de l'objectif à atteindre de cession intégrale de ces actifs. Un programme de cession plus ambitieux atténuerait davantage les préoccupations sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

10 Questions essentielles aux agendas européen et international

En 2018, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec différentes instances et institutions européennes, notamment avec le Conseil européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe, le Parlement européen et la Commission européenne. Les perspectives économiques, l'approfondissement de l'UEM et les questions liées au cadre de gouvernance économique et budgétaire de l'UE ont fait partie des principaux thèmes abordés lors des réunions du Conseil européen, de l'Eurogroupe et du Conseil Ecofin, auxquelles ont pris part le président de la BCE et d'autres membres du Directoire.

10.1 Approfondir l'UEM

En 2018, la BCE a pris part à des débats consacrés au renforcement de l'UEM, offrant des conseils techniques dans ses domaines de compétence et d'expertise. Les échanges au sein des instances de l'UE ont porté sur trois thèmes principaux : l'achèvement de l'union bancaire, la réforme du [mécanisme européen de stabilité](#) (MES) et l'élaboration d'un instrument de stabilisation macroéconomique pour la zone euro. Parmi les principales contributions à ces discussions figuraient un [document de réflexion](#) publié par la Commission européenne en mai 2017, comprenant des propositions sur le sujet, et l'accord franco-allemand conclu à Meseberg en juin 2018.

La mise en place de l'union bancaire s'achève progressivement

Premièrement, en ce qui concerne l'union bancaire¹¹¹, un paquet réglementaire est en phase de finalisation, lequel comprend des directives et des règlements prévoyant un ratio de levier destiné à empêcher les banques d'accroître leur endettement de manière excessive, un renforcement des exigences en matière de fonds propres sensibles aux risques pour les banques opérant dans la négociation de titres et de produits dérivés et une augmentation de la capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation dans les banques d'importance systémique mondiale. De plus, un accord a été conclu sur de nouvelles exigences relatives à la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes figurant aux bilans des banques. En outre, les sommets de la zone euro de [juin](#) et de [décembre](#) ont décidé de faire du MES le filet de sécurité du Fonds de résolution unique (FRU) pour les banques en résolution. S'agissant d'un système européen d'assurance des dépôts (SEAD), les dirigeants européens estiment nécessaire de poursuivre les travaux techniques. C'est pourquoi a été mis en place un groupe de travail de haut niveau qui présentera un rapport en juin 2019. Respectant l'ordre des éléments figurant sur la feuille de route de 2016, des travaux ont débuté en vue d'établir une feuille de route destinée à entamer des négociations politiques sur le SEAD. Dans le même temps, avec le soutien de la surveillance bancaire européenne, les banques de la zone euro ont

¹¹¹ Pour une analyse plus détaillée des progrès réalisés concernant l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux, ainsi que pour une présentation du point de vue de la BCE, cf. la section 3.4 du présent *Rapport*.

continué de renforcer leurs bilans, de diminuer leur endettement et de réduire l'encours de leurs prêts non performants. Enfin, les avancées relatives à une union européenne des marchés des capitaux (UMC) se sont poursuivies, conformément au [plan d'action pour l'UMC de 2015](#).

Deuxièmement, et compte tenu des débats concernant la réforme du MES, la BCE a émis un avis appuyant l'intégration du MES dans le cadre juridique de l'UE, l'amélioration de ses instruments d'assistance financière, à titre de précaution, tout en assurant une conditionnalité adéquate, et la révision de sa gouvernance pour assurer une prise de décision rapide et fiable, reposant sur des avis d'experts indépendants de haute qualité.

Troisièmement, les travaux techniques sur la conception et sur le calendrier d'un instrument de stabilisation budgétaire et d'autres outils budgétaires éventuels pour la zone euro se sont poursuivis. Conformément au [rapport des cinq présidents](#) publié en 2015, la BCE a salué ces travaux, soulignant que tout instrument budgétaire devrait soutenir la demande globale, en particulier lors de récessions frappant l'ensemble de la zone euro, tout en évitant de compromettre les incitations à mener des politiques économiques et budgétaires nationales saines. La BCE a également émis un [avis](#) sur la proposition de la Commission européenne concernant la création d'un mécanisme européen de stabilisation des investissements (MESI). Le sommet de la zone euro qui s'est tenu en décembre a chargé l'Eurogroupe de mener des travaux sur un instrument budgétaire de convergence et de compétitivité pour la zone euro et pour les États membres du MCE II sur une base volontaire, dans le contexte du cadre financier pluriannuel. D'autres délibérations ont eu lieu au sein des instances de l'UE, notamment au sujet d'une [proposition](#) de règlement concernant les titres adossés à des obligations souveraines (*sovereign bond-backed securities*, SBBS) soumise par la Commission.

La réforme du MES et la mise en place d'un mécanisme de stabilisation ont occupé une place prépondérante dans les débats

S'agissant des questions économiques structurelles, la Commission européenne a proposé un [programme d'appui à la réforme](#) pour favoriser la mise en œuvre de réformes structurelles dans le contexte du prochain cadre financier pluriannuel (2021-2027). L'UE a également accepté d'augmenter l'enveloppe financière de son programme d'appui à la réforme structurelle déjà existant, portant son budget total à 222,8 millions d'euros pour la période 2017-2020.

Dans le cadre du débat sur l'approfondissement de l'UEM, la BCE a fréquemment souligné que l'application dans leur intégralité des règles budgétaires et une coordination plus effective des politiques économiques demeuraient essentielles pour renforcer la solidité de la zone euro et pour créer la confiance nécessaire entre les États membres en vue d'avancer vers une intégration plus poussée. À cet égard, les progrès réalisés ont été moins que satisfaisants.

10.2 S'acquitter de sa responsabilité

L'obligation de rendre compte qui incombe à la BCE est la contrepartie nécessaire à son indépendance. La BCE est une institution indépendante qui est libre d'utiliser ses

instruments comme elle le juge nécessaire pour exercer ses missions et accomplir son mandat. Cette indépendance a été décidée démocratiquement dans le cadre de la ratification des traités, qui ont également assigné à la BCE un mandat clair dont elle doit rendre compte au public. La responsabilité, conjuguée au contrôle juridictionnel de la Cour de justice de l'Union européenne, garantit que l'indépendance n'ouvre pas la voie à l'arbitraire et que la BCE agisse conformément à son mandat.

La BCE est responsable vis-à-vis du Parlement européen

Les traités confient au Parlement européen – en sa qualité d'organe démocratiquement élu représentant les citoyens de l'UE – un rôle central dans l'obligation faite à la BCE de rendre compte. En 2018, le président de la BCE a participé à quatre auditions régulières de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen¹¹². Le président a également assisté au débat en séance plénière du Parlement consacré au *Rapport annuel* de la BCE, tandis que la BCE a publié ses [commentaires](#) sur la contribution apportée par le Parlement européen dans le cadre de sa résolution sur le *Rapport annuel* 2016 de la BCE¹¹³. La BCE s'acquitte également de ses obligations en matière de responsabilité en diffusant régulièrement des informations et en répondant à des questions écrites posées par des membres du Parlement européen. En 2018, le président de la BCE a reçu 36 lettres contenant de telles questions, dont les réponses ont été publiées sur le site internet de la BCE¹¹⁴. La plupart des questions posées par les députés européens portaient sur la mise en œuvre des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE, sur les conditions économiques et financières, ainsi que sur des aspects institutionnels de la BCE et de l'UE. Enfin, la BCE rend également compte de ses activités de surveillance bancaire tant au Parlement européen qu'au Conseil de l'UE¹¹⁵.

La BCE a participé activement au débat sur l'indépendance et la responsabilité des banques centrales

La BCE a continué de participer au débat qui s'est engagé ces dernières années sur l'indépendance et la responsabilité des banques centrales. En 2018, des membres du Directoire ont prononcé plusieurs allocutions à ce sujet¹¹⁶ et l'évolution des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte a fait l'objet d'un article dans le *Bulletin économique*¹¹⁷. L'article a notamment fourni de nouveaux éléments quantitatifs et qualitatifs quant à l'intensification et à l'évolution des interactions de la BCE avec le Parlement européen durant la crise en termes de fréquence, de forme et de contenu.

¹¹² Les déclarations introductives sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

¹¹³ Les commentaires sur la contribution apportée par le Parlement européen dans le cadre de sa résolution sur le Rapport annuel 2017 de la BCE ont été publiés le même jour que le présent *Rapport*.

¹¹⁴ Les réponses du président de la BCE aux questions des membres du Parlement européen sont publiées dans une section spécifique du [site internet de la BCE](#).

¹¹⁵ Des informations plus détaillées sont fournies dans le [Rapport annuel 2018 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

¹¹⁶ Cf., en particulier, le discours de Mario Draghi, président de la BCE, intitulé « [Central bank independance](#) », prononcé à la Banque nationale de Belgique le 26 octobre 2018, et celui de Benoît Cœuré, membre du Directoire, intitulé « [Central banking in times of complexity](#) », prononcé à la Sveriges Riksbank le 25 mai 2018. Ces allocutions ont suivi d'autres exemples récents, tels que le discours d'Yves Mersch, membre du Directoire, intitulé « [Aligning accountability with sovereignty in the European Union: the ECB's experience](#) », prononcé à la conférence juridique de la BCE le 4 septembre 2017, et celui de Benoît Cœuré intitulé « [Independence and accountability in a changing world](#) », prononcé lors du Transparency International EU Event « [Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank](#) » le 28 mars 2017.

¹¹⁷ Cf. l'article intitulé « [L'évolution, au cours de la crise, des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.



Le soutien à l'euro
atteint son niveau
le plus élevé

Selon l'[enquête Eurobaromètre](#)¹¹⁸ menée en 2018, la popularité de l'euro a atteint un pic historique, 75 % des 340 millions de citoyens de la zone euro soutenant la monnaie unique. Il s'agit du niveau de soutien le plus élevé enregistré dans l'enquête depuis l'introduction de l'euro.

10.3

Les risques liés au Brexit pesant sur la stabilité financière sont évalués plus largement dans la Revue de stabilité financière de novembre

Conséquences du Brexit

Bien qu'elle ne prenne pas part aux négociations, la BCE continue de suivre et d'évaluer les évolutions liées au Brexit dans le cadre de son mandat. La [revue de stabilité financière publiée par la BCE en novembre 2018](#) (*Financial Stability Review*, FSR) a examiné les conséquences potentielles du Brexit pour la zone euro sur le plan de la stabilité financière. Il ressort de l'analyse que le Brexit comporte un risque global limité pour la stabilité financière de la zone euro, ce qui est largement attribuable à l'éventail d'options dont dispose le secteur privé pour atténuer les risques éventuels. La transition vers un nouvel équilibre « post-Brexit » engendrera des coûts d'ajustement ponctuels et pourrait entraîner des risques de frictions sur certains segments du marché si elle n'est pas préparée de façon adéquate. Cependant, le risque que l'économie réelle de la zone euro soit privée d'accès à des services financiers à la suite du retrait du Royaume-Uni de l'UE paraît limité. De même, l'analyse fait état de risques globalement limités pour le niveau de fonds propres du secteur bancaire de la zone euro. Néanmoins, un Brexit brutal pourrait mener à une réévaluation plus sévère et généralisée du marché qu'observé en 2018 et occasionner une brusque augmentation des primes de risque et de la volatilité.

En avril 2018, la BCE et la Bank of England ont mis en place un [groupe de travail technique conjoint](#), dont le mandat est centré sur la gestion des risques qui se manifesteraient dans le domaine des services financiers aux alentours du 30 mars 2019. Le groupe a informé la Commission européenne et le Trésor du Royaume-Uni de ses conclusions en octobre 2018.

Lors de son [audition de février 2018](#) devant le Parlement européen, le président de la BCE a souligné l'importance de réaliser des progrès sur des textes fondamentaux de la législation financière de l'UE – tels que le règlement EMIR II – bien avant le Brexit, afin de se préparer à toutes les éventualités, y compris à une absence d'accord.

Dans le domaine de la surveillance bancaire européenne, la BCE et les autorités de surveillance nationales se sont concentrées sur la communication et sur la mise en œuvre des attentes prudentielles concernant des enjeux liés au Brexit, ainsi que sur l'évaluation des plans Brexit et des demandes d'agrément des banques internationales qui transfèrent des activités du Royaume-Uni vers la zone euro et des plans Brexit des banques de la zone euro exerçant des activités significatives au Royaume-Uni. Des informations plus détaillées sont disponibles dans le [Rapport annuel 2018 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

Aucun accord de retrait n'avait été conclu à la date d'arrêté du présent *Rapport*.

¹¹⁸ Cf. question QA15.1, Eurobaromètre Standard 90, vague 90.3, Commission européenne, décembre 2018.

10.4

Les relations internationales

Le G20

Les principales questions portent notamment sur le commerce, sur les conditions financières et sur les futurs contours du système financier international

Dans un contexte de poursuite de la croissance économique, néanmoins caractérisé par un accroissement des risques baissiers pesant sur les perspectives mondiales, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 ont débattu des conséquences des tensions commerciales pour l'économie mondiale en 2018, soulignant la nécessité de renforcer le dialogue et les actions visant à atténuer les risques. Les membres du G20 ont également examiné les implications du durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale, en particulier pour les économies des marchés émergents. Le G20 a poursuivi ses efforts de surveillance destinés à réaliser une croissance solide, durable, inclusive et équilibrée dans le monde et a évalué les progrès accomplis en vue de concrétiser l'ambition d'une croissance collective de 2 % pour 2018. Les mesures mises en œuvre dans ce contexte ont préparé l'économie mondiale à une croissance supérieure à 2 %, qui serait cependant atteinte plus tard qu'initialement prévu. Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales ont renouvelé leur engagement concernant la stabilité des taux de change et la mise en place de réformes du secteur financier. Sous la présidence argentine du G20, la facilitation du financement des infrastructures et l'avenir du travail ont figuré parmi les priorités. Le G20 a également poursuivi ses efforts sur les questions de fiscalité internationale et a examiné les avantages et les risques potentiels liés aux innovations technologiques, telles que les crypto-actifs. Le G20 a réitéré son engagement à continuer de renforcer le filet de sécurité financière mondial, qui s'articulerait autour d'un FMI fort, doté de ressources suffisantes et basé sur des quotes-parts, de même que l'architecture financière internationale. Dans ce contexte, le groupe de personnalités éminentes du G20 sur la gouvernance financière mondiale a publié son rapport intitulé « *Making the Global Financial System Work for All* ».

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

La BCE a continué de jouer un rôle actif dans les débats sur le système monétaire et financier international menés au sein du FMI et d'autres instances, en promouvant une position européenne commune du point de vue de la banque centrale¹¹⁹. Le FMI a examiné ou entamé d'importantes révisions de ses politiques au titre du cadre régissant la surveillance et les prêts. En février 2018, le FMI a apporté des précisions substantielles à ses politiques concernant l'élaboration des programmes dans les unions monétaires. Un examen intermédiaire de la surveillance exercée par le FMI

¹¹⁹ En 2018, la BCE a publié deux rapports occasionnels consacrés à des thèmes liés au FMI et préparés par le groupe de travail du Comité des relations internationales (IRC) sur les questions relevant du FMI. Cf. IRC Task Force on IMF Issues, « *Strengthening the Global Financial Safety Net – Moving relations between the IMF and Regional Financing Arrangements forward* », Occasional Paper Series, n° 207, BCE, mars 2018, et IRC Task Force on IMF Issues, « *A quantitative analysis of the size of IMF resources* », Occasional Paper Series, n° 213, BCE, octobre 2018.

s'est achevé en avril 2018 et le Bureau indépendant d'évaluation du Fonds a formulé des recommandations relatives à la surveillance financière du FMI en décembre 2018. Le FMI a également amorcé un examen de la conditionnalité et de la conception des programmes appuyés par le Fonds, ainsi qu'une révision du cadre de soutenabilité de la dette pour les pays ayant accès aux marchés. En outre, les travaux relatifs à la quinzième révision des quotes-parts du FMI se sont poursuivis en 2018.

Le premier PESF de la zone euro a été mené en 2018

En juillet 2018, le FMI a achevé son premier Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) de la zone euro – un exercice global auquel ont participé plusieurs institutions européennes, parmi lesquelles la BCE, à la fois en tant que banque centrale et en tant qu'autorité de surveillance. Le FMI a souligné que la surveillance bancaire dans la zone euro s'était considérablement améliorée depuis la création du MSU. En outre, même si la résilience de grandes banques de la zone euro s'est accrue, il subsiste des vulnérabilités liées au crédit et au risque de marché. L'exercice contribuera également aux PESF des pays de la zone euro, qu'il facilitera. Il est ressorti de la consultation du FMI concernant les politiques de la zone euro, qui s'est également terminée en juillet 2018, que l'expansion de la zone euro demeurait robuste, bien que son rythme redevienne plus modéré. Il reste en outre primordial de développer suffisamment la capacité d'amortissement des politiques et de mettre en œuvre des réformes structurelles dans certains États membres. En octobre 2018, lors des Assemblées annuelles à Bali, le FMI a lancé le Programme Fintech de Bali, qui aborde les possibilités et les risques associés aux évolutions en matière de Fintech, et se concentre sur les conséquences de ces dernières sur le secteur financier.

Coopération internationale entre banques centrales

La BCE est disposée à partager son expérience à travers le monde

Tout en tenant compte de ses ressources limitées, la BCE a continué de réagir positivement au vif intérêt que manifestent des banques centrales de pays non membres de l'UE pour l'échange d'expériences, reflétant le rôle important qu'elle joue dans l'économie mondiale et en tant qu'institution européenne.

La BCE a étendu la sphère géographique de sa coopération en concluant un protocole d'accord avec la South African Reserve Bank. En outre, les relations avec d'importantes banques centrales d'Asie et d'Amérique latine ont été développées plus avant sur la base de protocoles d'accord bilatéraux existants. La BCE a aussi renforcé sa coopération avec des organisations régionales afin d'élargir la sensibilisation. Les débats au niveau de l'Eurosystème se sont également poursuivis au travers d'une réunion entre de hauts représentants de l'Eurosystème et leurs homologues d'Amérique latine.

La BCE continue de jouer son rôle en tant qu'institution de l'UE en menant des discussions ciblées avec les banques centrales de pays ayant une perspective d'adhésion à l'UE. La plate-forme principale consiste en une série d'ateliers régionaux, et les débats sont organisés, dans la mesure du possible, en étroite collaboration avec les BCN de l'UE. La BCE contribue également à des activités de coopération ciblées menées par les BCN de l'UE au profit de pareilles banques centrales de pays tiers.

11

Renforcer la communication



Un engagement renforcé envers le public :
« Nous avons le devoir de nous engager, d'expliquer et d'écouter. Il nous appartient de convaincre. »
– Benoît Cœuré

Ces dernières années, la communication des banques centrales est devenue, de plus en plus, un élément essentiel de la politique monétaire, se muant même en un instrument de politique en tant que tel. En signalant ses intentions et en communiquant ses politiques de manière claire, en particulier aux marchés financiers et aux publics d'experts, la BCE a renforcé avec succès l'efficacité de ses politiques. L'année dernière, la BCE a continué d'intensifier ses efforts pour atteindre un public plus large qu'à l'accoutumée. L'objectif est de s'engager auprès de la société civile au sens large ainsi que de nouer un dialogue avec le grand public et de l'écouter, en utilisant de nouvelles plates-formes et de nouveaux formats. Contrairement à la communication avec les marchés et les experts, ce type d'échange porte souvent sur des questions sous-jacentes concernant les activités de la BCE, les motifs expliquant ses actions et la pertinence de ces dernières pour les individus et pour leur communauté. En touchant un public plus large et en établissant un véritable dialogue bilatéral, la BCE cherche à améliorer la compréhension de son rôle et de ses politiques, ainsi qu'à développer la confiance qu'elle inspire en tant qu'institution.

Mettre l'accent sur les jeunes

Il est particulièrement important pour la BCE de toucher les jeunes Européens. À cet effet, la BCE a lancé son programme « *Back to School* », qui encourage les membres de son personnel à rendre visite à des écoles, en particulier à leurs anciennes écoles, à engager des conversations avec des étudiants concernant l'Europe et l'euro, à répondre à leurs préoccupations et à partager des réflexions personnelles sur ce que signifie travailler dans une institution de l'UE. En 2018, 77 collaborateurs ont embrassé l'initiative, démontrant l'enthousiasme qui anime le personnel de la BCE lorsqu'il s'agit de plaider la cause de l'euro, de contribuer à rapprocher l'UE de ses citoyens et de donner quelque chose en retour à leur communauté.

La BCE retourne sur les bancs de l'école



La BCE répond à des questions posées par des jeunes lors des « Dialogues avec la jeunesse »

La BCE a par ailleurs étendu ses « [Dialogues avec la jeunesse](#) » en 2018. Il s'agit de plates-formes innovantes permettant à des étudiants et à de jeunes professionnels de nouer un véritable dialogue avec de hauts responsables de la BCE. En janvier, par exemple, la BCE s'est associée à *Debating Europe* pour un dialogue entre Mario Draghi, président de la BCE, et la jeunesse. En utilisant le hashtag #AskDraghi, de jeunes Européens ont été invités à soumettre des questions directement à la BCE concernant une série de thèmes, tels que le chômage des jeunes et les crypto-monnaies. Plus de 280 questions ont été reçues de toute l'Europe. Le président Draghi a répondu aux cinq meilleures questions dans une interview publiée sur le site internet de la BCE, qui a également bénéficié d'une large attention de la part des médias.

De nombreux aspects de la politique des banques centrales sont complexes et souvent difficiles à comprendre pour les non-spécialistes. Cependant, la BCE est déterminée à améliorer l'accessibilité et l'attrait de ses communications, et elle a pris des mesures originales et innovantes à cette fin. Par exemple, un effort a été fourni pour renforcer la portée du [Forum de la BCE sur les activités de banque centrale à Sintra](#) et rendre les débats importants et instructifs qui s'y déroulent intéressants et accessibles pour les jeunes. La BCE a invité le YouTuber et récent titulaire d'un doctorat Simon Clark à couvrir la session dédiée aux jeunes économistes sur ses chaînes de médias sociaux. Au travers de clichés exclusifs pris en coulisses et d'interviews franches avec les économistes, il a montré le forum sur les activités de banque centrale sous un nouvel angle, rendant son contenu plus compréhensible et plus pertinent pour les jeunes. La [vidéo YouTube](#) a déjà été visionnée plus de 30 000 fois.

La BCE accroît sa présence numérique

L'espace numérique est au cœur des efforts déployés par la BCE pour être présente là où les citoyens – en particulier les jeunes – trouvent leurs informations.

En novembre 2018, la BCE a lancé son compte Instagram officiel, qui vise, en recourant essentiellement à des illustrations, à montrer le côté humain de la BCE en présentant des membres du personnel et en partageant des expériences du travail au quotidien à la BCE. Ce compte Instagram repose également sur un concept éducatif, consistant à diffuser un contenu visuellement attractif sur des plates-formes de médias sociaux. En outre, plus de 457 000 abonnés suivent le compte Twitter de la BCE. Par ailleurs, la BCE a continué d'élargir son offre en ligne, et ses sites internet comptent à présent plus de 160 000 pages, dont beaucoup existent en 23 langues. Un pôle spécial intitulé **#EUROat20**, qui commémore le vingtième anniversaire de la monnaie unique, a également été créé dans le cadre d'un effort conjoint avec d'autres institutions de l'UE.

Dans le cadre des efforts de la BCE pour atteindre un public dépassant le cercle des experts et pour nouer un dialogue sur la manière dont la politique de la BCE affecte les communautés et les entreprises locales dans l'ensemble de la zone euro, Benoît Cœuré, membre du Directoire, a visité la France rurale en octobre. Il y a rencontré des hommes politiques, des travailleurs d'usines et des étudiants pour expliquer les récentes décisions de politique monétaire prises par la BCE, pour écouter les préoccupations de la population et pour répondre aux critiques.

Exemple d'initiative visant à toucher des entreprises et des travailleurs locaux en débattant de la politique de la BCE – Benoît Cœuré visitant l'usine Vorwerk-Semco à Cloyes, en France, le 3 octobre 2018



Enfin, le Centre des visiteurs de la BCE a accueilli 20 743 personnes au cours de sa première année complète d'activité. Le Centre des visiteurs, situé dans le bâtiment principal de la BCE à Francfort, permet aux citoyens de découvrir les tâches, l'histoire et la mission de la BCE et d'engager une conversation avec un représentant de l'institution.

12

Bonne gouvernance, excellence organisationnelle, capacité de résistance et performance environnementale

Renforcer sa réputation en tant qu'institution d'envergure mondiale et inspirer et motiver ses employés tout en contribuant à leur développement professionnel constituent deux des priorités stratégiques de la BCE. En 2018, ces priorités ont guidé la BCE dans ses efforts visant à : a) favoriser l'excellence organisationnelle à travers la promotion d'une culture de diversité et d'inclusion, de l'intégrité, de la transparence et de la responsabilité vis-à-vis des citoyens de l'UE ; b) accroître sa capacité de résistance face aux menaces technologiques grâce à une défense plus solide de la BCE et de l'écosystème financier contre les cyberattaques ; c) garantir une bonne performance environnementale par le biais d'une réduction continue de son empreinte écologique.

12.1

Développer l'excellence à travers la diversité et l'inclusion

La BCE considère que la diversité et l'inclusion sont des moteurs de l'excellence : la multitude des points de vue représentés dans des équipes hétérogènes permet de prendre de meilleures décisions et d'obtenir des résultats plus fiables. Il est essentiel de promouvoir la diversité au sein des équipes et d'encourager une approche inclusive afin que la BCE puisse apporter le plus aux membres de son personnel et servir au mieux les intérêts de l'UE. C'est pour cette raison que la diversité, le respect, une culture éthique et le bien-être de son personnel représentent pour la BCE des objectifs stratégiques.

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

En 2018, la BCE a poursuivi ses efforts de promotion de la diversité et de l'inclusion comme facteurs-clés d'amélioration de l'efficacité organisationnelle. Ces efforts portent essentiellement sur le respect, l'équité, la solidarité et l'égalité des chances vis-à-vis du personnel, sans distinction, entre autres, de genre, de nationalité, de religion, d'orientation sexuelle, d'origines ethnique et culturelle, d'âge ou de handicap. La BCE dispose de plusieurs **réseaux de la diversité** qui nouent un dialogue régulier avec le service des Ressources humaines et visent à répondre aux besoins propres à tous les aspects de la diversité. Au niveau du SEBC/MSU, la BCE procède à des échanges de vues avec les BCN et les ACN sur les meilleures pratiques en matière de diversité et d'inclusion, comme lors de la troisième réunion annuelle du *ESCB/SSM Network* (réseau SEBC/MSU), qui s'est tenue à Rome en octobre 2018.

En 2018, le vaste programme d'activités de la BCE comprenait notamment le lever du drapeau arc-en-ciel à l'occasion de la Journée internationale contre l'homophobie, la transphobie et la biphobie (IDAHOT), la mise en place, à l'intention des responsables

de la BCE, d'ateliers consacrés au *leadership inclusif*, la célébration de la Journée internationale pour l'élimination de la discrimination raciale et l'organisation de conférences spécifiques sur les personnes LGBT+ et l'égalité des genres.

La BCE continue d'œuvrer à la féminisation des postes d'encadrement/de direction. Pour parvenir à un meilleur équilibre entre les genres, le Directoire de la BCE a fixé des objectifs à atteindre avant la fin 2019, accompagnés d'une série de mesures dont la mise en œuvre en favorisera la réalisation. Il s'agit notamment du programme de formation spécifique intitulé « *women in leadership* », de l'offre de multiples régimes de travail flexibles, de l'accent mis sur le *leadership inclusif* parmi les responsables et des ambassadeurs de la diversité, qui s'attachent à améliorer la parité hommes-femmes au niveau de chaque entité organisationnelle.

Fin 2018, 29 % des postes d'encadrement/de direction étaient occupés par des femmes, par rapport à l'objectif de 35 % prévu pour la fin 2019. S'agissant des seuls postes de direction, le taux était de 22 % contre un objectif de 28 % pour 2019 (cf. tableau 2). La proportion de femmes dans le personnel de la BCE, à tous les niveaux, est de 44 %.

Tableau 2

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

	Proportion de femmes fin 2018	Objectif de parité à fin 2019
Postes de direction	22 %	28 %
Total encadrement/direction	29 %	35 %

Source : BCE.

Notes : La part des effectifs totaux par genre couvre les titulaires d'un contrat à durée indéterminée ou à durée déterminée. Données au 1^{er} janvier 2019.

L'objectif de la BCE est d'encourager les candidatures féminines

Compte tenu des défis actuels, le Directoire de la BCE a adopté en 2018 des mesures supplémentaires pour améliorer la diversité des genres. Il a été décidé qu'au moins un poste de l'équipe de la direction générale et un tiers des postes de l'équipe de direction de chaque unité organisationnelle devraient être réservés aux femmes. En outre, les procédures de recrutement de la BCE ont été révisées afin d'encourager les candidatures féminines, à travers, par exemple, le recours accru à des agences de recrutement chargées de rechercher des candidates potentielles. Par ailleurs, toute procédure de recrutement qui n'attire pas un nombre satisfaisant de femmes peut être interrompue ou relancée. Davantage de femmes travaillant à la BCE feront en outre partie des comités de recrutement afin de prévenir tout préjugé éventuel et d'assurer une participation équilibrée des femmes et des hommes dans le processus décisionnel.

12.2 Le renforcement des normes d'intégrité et de gouvernance

La BCE, avec le soutien de son [comité d'éthique professionnelle](#) et de son [comité d'audit](#), s'efforce d'appliquer les normes les plus exigeantes en matière d'intégrité et de gouvernance.

Le code de conduite unique instaure un cadre d'éthique professionnelle complet et moderne

Sur les conseils du comité d'audit, le Conseil des gouverneurs a demandé au comité d'éthique professionnelle de rédiger un code de conduite unique à l'usage des responsables de haut niveau de la BCE. Ce nouveau code instaure un cadre d'éthique professionnelle complet et moderne applicable aux membres du Conseil des gouverneurs, du Directoire et du conseil de surveillance prudentielle. En outre, il étend expressément les [principes directeurs](#) régissant les relations avec les parties extérieures aux membres du Conseil des gouverneurs et du conseil de surveillance prudentielle. Les membres du Conseil général et d'autres organes de haut niveau de la BCE, tels que le comité d'audit, le comité d'éthique professionnelle et la commission administrative de réexamen, s'engagent à respecter les grands principes généraux. Le code de conduite unique reflète les principes et valeurs fondamentaux de la BCE tout en tenant compte de ses spécificités en tant que banque centrale, autorité de surveillance prudentielle et institution de l'UE. Il répond par ailleurs aux suggestions formulées par des parties prenantes de la BCE concernant les normes d'intégrité, la responsabilité et la transparence.

S'agissant des membres du personnel, suivant une recommandation du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le contrôle de conformité annuel des opérations financières privées, effectué sur un certain nombre de personnes sélectionnées de manière aléatoire, a été complété par un contrôle de conformité *ad hoc*, qui concerne soit un groupe particulier parmi les membres du personnel, soit certains types d'opérations.

Au cours de l'année 2018, le comité d'audit de la BCE a évalué les principaux éléments de la gouvernance d'entreprise de la BCE, couvrant à la fois ses activités de banque centrale et ses activités de supervision bancaire, et de l'Eurosystème. Le comité d'audit s'est intéressé en particulier au bon fonctionnement du cadre de gestion des risques financiers au sein de l'Eurosystème, aux progrès réalisés dans la mise en œuvre de plans d'actions coordonnés relatifs aux cyberrisques ainsi qu'aux mesures organisationnelles destinées à accroître l'efficacité du fonctionnement du MSU.

Dans le cadre de son engagement en faveur de la transparence, la BCE a décidé de mettre en place un [registre public de documents](#), qui sera progressivement enrichi et complété. Le grand public et les marchés peuvent ainsi accéder facilement et de manière structurée à des documents sur les politiques, les activités et les décisions de la BCE.

12.3 La cyberrésistance

L'échange d'informations est indispensable au bon fonctionnement de l'écosystème financier, y compris des banques centrales et de la BCE elle-même. Il convient par conséquent de protéger l'intégrité et la confidentialité des données et de garantir la disponibilité des systèmes informatiques. L'interconnexion et la complexité accrues de l'environnement informatique ainsi que l'augmentation de la quantité de données disponibles sur les plates-formes numériques et sur les réseaux ont accentué



Le renforcement des défenses de la BCE

l'exposition aux cyberattaques et aux éventuels cyberincidents¹²⁰. Les cyberattaques qui ciblent les institutions financières et leurs prestataires de services suscitent de vives inquiétudes dans la mesure où elles nuisent aux consommateurs et aux entreprises et pourraient créer des risques systémiques, peser sur la stabilité financière, voire compromettre la croissance économique.

La BCE a consolidé ses propres capacités de défense en mettant au point des cadres de gouvernance et en renforçant les contrôles de sécurité par l'utilisation de moyens technologiques (la BCE assurant notamment leur conception, leur élaboration et leur mise en œuvre), l'application de procédures, des outils de formation et la réalisation de tests. En outre, la BCE, en collaboration avec ses partenaires au sein de l'écosystème financier, encourage la capacité de résistance à l'échelle du système. La cyberrésistance correspond à la capacité d'anticiper les cybermenaces et les autres changements significatifs de l'environnement et de s'y adapter ainsi que de résister aux cyberincidents, de les contenir et d'y remédier rapidement.

La BCE a élaboré un cadre de gouvernance relative à la sécurité numérique et à la cyberrésistance, qui présente les dispositifs de gouvernance et d'organisation conçus par la BCE en matière de sécurité numérique et de cyberrésistance en précisant notamment les rôles et responsabilités de chacun. Les risques liés à la cybersécurité font partie des risques opérationnels et entrent donc dans le champ d'application du cadre global de gestion des risques opérationnels. Le cadre relatif à la sécurité numérique et à la cyberrésistance, qui complète les cadres régissant l'approche de la BCE en matière de gestion du risque non financier, permet de mieux comprendre la sécurité numérique, le risque lié à la cybersécurité et la cyberrésistance et d'y être sensibilisé davantage. Les capacités de réaction et de rétablissement de la BCE en cas de cyberattaque dirigée contre elle seront renforcées en 2019 par l'amélioration des plans de continuité des activités et la réalisation de tests sur les dispositifs actuels de gestion des incidents et des crises.

Assurer la sécurité implique de collecter et d'analyser des renseignements sur les menaces, de mettre en œuvre des mesures défensives ainsi que d'augmenter les capacités de détection et de réaction. La déclaration des incidents, la coopération et l'échange d'informations sont essentiels pour parvenir à une protection appropriée. Le nouveau comité de pilotage responsable de la cybersécurité (*Cyber Security Steering Committee*), à la BCE, favorise l'échange d'informations, l'alignement des politiques et la coopération au niveau opérationnel afin d'accroître la cyberrésistance de la BCE et du secteur financier européen. La BCE encourage le partage d'informations au sein du SEBC et contribue au réseau d'échange d'informations *Operational Security Situational Awareness*, qui comprend 33 membres à travers le monde.

En raison de l'évolution permanente des cyberattaques, il est nécessaire de tenir chacun constamment informé des nouvelles menaces informatiques et des parades possibles. Il est essentiel que la BCE fasse tout pour sensibiliser au mieux son personnel aux questions relatives à la sécurité informatique afin d'assurer la protection des utilisateurs et des informations. Les membres du personnel reçoivent

¹²⁰ La définition du terme « cyberincident » et d'autres termes est disponible (en anglais uniquement) dans le [Cyber Lexicon](#) du Conseil de stabilité financière.

des formations destinées à renforcer leurs compétences et leurs qualifications en matière de sécurité informatique. Une formation en ligne obligatoire sera lancée en 2019. Des tests comportementaux ainsi que des tests des systèmes et processus informatiques sont effectués régulièrement.

Favoriser la capacité de résistance à l'échelle du système

La BCE s'intéresse à l'aspect réglementaire de la cyberrésistance dans le cadre de sa réflexion sur le risque opérationnel pour les infrastructures des marchés financiers (IMF). Elle s'efforce dès lors de garantir la mise en œuvre de normes pertinentes au sein de la zone euro et de favoriser l'harmonisation au niveau international. Conformément à cette approche, l'Eurosystème a élaboré une stratégie de cyberrésistance pour les IMF, comportant une série de mesures portant sur la capacité de résistance de chaque IMF, celle du secteur et l'engagement stratégique de l'autorité de réglementation et du secteur.

Afin que les [lignes directrices sur la cyberrésistance des infrastructures des marchés financiers](#) du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs soient mises en œuvre de manière harmonisée, l'Eurosystème a mis au point des [attentes en matière de surveillance de la cyberrésistance des infrastructures des marchés financiers](#) (*Cyber resilience oversight expectations for financial market infrastructures*), qui ont trois objectifs principaux :

- fournir aux IMF des indications détaillées les aidant à mettre en œuvre les lignes directrices, en s'assurant qu'elles sont en mesure d'apporter les améliorations nécessaires et de renforcer la cyberrésistance sur une période prolongée ;
- présenter aux autorités de surveillance des attentes claires sur lesquelles elles peuvent se fonder pour évaluer les IMF dont elles ont la responsabilité ;
- servir de base à une discussion constructive entre les IMF et leurs autorités de surveillance respectives.

En mai 2018, la BCE a lancé le cadre européen de tests pour un cyberpiratage éthique fondé sur les renseignements sur les menaces (*Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming, TIBER-EU*). Cet outil a été conçu par l'Eurosystème pour aider les opérateurs des IFM à améliorer leur cyberrésistance. Il s'agit du premier dispositif européen commun permettant de tester les systèmes critiques de production réelle de manière contrôlée et adaptée à partir d'un cyberpiratage fondé sur les renseignements, sur la base des stratégies, techniques et procédures employées par des assaillants réels. Il vise à assurer la normalisation et la reconnaissance mutuelle des cybertests au sein de l'UE afin que les IMF ne soient pas soumises à des tests dans chaque État membre de l'UE.

Dans le cadre des efforts déployés pour renforcer la capacité de résistance opérationnelle du secteur financier, l'Eurosystème, en vertu de sa mission de surveillance, réalise des exercices de communication en situation de crise sur l'ensemble du marché. En 2018, l'Eurosystème a organisé l'exercice UNITAS de simulation de communication en situation de crise. Les participants, parmi lesquels des systèmes de paiement majeurs de la zone euro, des dépositaires centraux de

titres, des contreparties centrales, des prestataires de services, des infrastructures de marché et des banques centrales chargées de la surveillance, ont été confrontés à un scénario dans lequel une cyberattaque menée contre les IMF compromettait l'intégrité de leurs données. L'exercice a pris la forme d'une discussion entre les participants de marché, qui leur a permis de formuler des observations et de parvenir à des conclusions à partir du scénario ainsi que de repérer des domaines dans lesquels ils pourraient travailler ensemble pour consolider davantage la cyberrésistance du secteur dans son ensemble.

Reconnaissant qu'il est nécessaire d'offrir un espace de discussion aux acteurs de marché, aux autorités compétentes et aux spécialistes de la cybersécurité au niveau paneuropéen, l'Eurosystème a mis en place un [comité de cyberrésistance de l'euro pour les infrastructures financières paneuropéennes](#) (*Euro Cyber Resilience Board for pan-European Financial Infrastructures*) en vue d'accroître la cyberrésistance des IMF et de leurs prestataires de services critiques ainsi que du secteur financier de l'UE, conformément aux normes internationales. Cet objectif peut être atteint en favorisant la confiance et en facilitant la prise d'initiatives conjointes par les acteurs du marché ou par les acteurs du marché en collaboration avec les autorités.

La supervision des risques informatiques pesant sur les banques

La BCE examine la cyberrésistance et la capacité de résistance opérationnelle dans le cadre de la supervision des risques informatiques pesant sur les banques. Le cyberrisque doit faire l'objet d'une attention particulière compte tenu de l'intensification des relations entre les banques et de leur plus grande dépendance vis-à-vis de l'informatique ainsi que de la vitesse à laquelle les vulnérabilités peuvent être repérées et exploitées par des assaillants déterminés.

En 2018, la BCE a appliqué les orientations de l'ABE sur l'évaluation du risque lié aux technologies de l'information et de la communication (TIC) dans le cadre du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (*Supervisory Review and Evaluation process*, SREP) ([EBA/GL/2017/05](#)), ce qui a permis une évaluation cohérente et exhaustive de la situation de l'ensemble des établissements de crédit importants supervisés de la zone euro en termes de risque informatique. Des activités de suivi ont alors été mises en œuvre auprès de chaque banque et les résultats thématiques ont été étudiés à plus grande échelle. Plus généralement, la BCE a souligné que les banques doivent rester attentives aux différents types de risques informatiques et ne devraient pas limiter leurs activités à certains aspects de ce risque.

La BCE a largement participé à la rédaction des orientations de l'ABE sur la gestion du risque lié aux TIC et à la sécurité informatique, qui ont été publiées en décembre 2018 en vue d'une consultation. Ces orientations devraient favoriser l'harmonisation des exigences en matière de gestion des risques informatiques pour les banques européennes ainsi que l'égalité de traitement. Par ailleurs, la BCE inclut toujours dans la supervision du risque informatique les activités continues de supervision menées par les JST, les contrôles sur place intrusifs et ciblés portant sur des risques informatiques spécifiques et la communication d'informations relatives aux cyberattaques par l'intermédiaire de son dispositif de déclaration des cyberincidents.

La collaboration active à l'échelle mondiale, et plus particulièrement au niveau européen, se poursuit afin de renforcer la cyberrésistance de l'écosystème financier.

12.4

Réduire l'empreinte écologique de la BCE

La BCE s'efforce d'améliorer en permanence sa performance environnementale

La BCE, en tant qu'institution européenne, sait qu'elle doit jouer un rôle pour protéger l'environnement et répondre aux menaces que le changement climatique fait peser sur le bien-être de la société et des générations futures. La BCE œuvre à l'amélioration de sa performance environnementale et à la réduction de son empreinte carbone depuis l'adoption de sa première politique environnementale, en 2007. La BCE participe au système communautaire de management environnemental et d'audit (*European Eco-Management and Audit Scheme, EMAS*) depuis 2010 et son système de gestion environnementale s'applique aux trois bâtiments occupés par le personnel de la BCE à Francfort (le bâtiment principal, situé *Sonnemannstrasse*, le *Japan Center* et l'*Eurotower*).

La protection de l'environnement fait partie intégrante de la stratégie opérationnelle de la BCE et influence au quotidien son fonctionnement et ses procédures. Avec l'appui de plus de cinquante représentants internes pour l'environnement et l'engagement de nombreuses équipes et personnes dans toute l'organisation, la BCE s'efforce sans relâche de réduire son empreinte écologique. L'engagement de la BCE est manifeste dans les actions qu'elle met en œuvre pour sensibiliser son personnel, appliquer des mesures d'efficience et collaborer avec les différentes parties prenantes pour réaliser les objectifs environnementaux de la BCE. Parmi ces mesures, on peut citer le lancement d'un outil polyvalent de collaboration en ligne, grâce auquel la BCE peut échanger à distance avec ses partenaires. Cet outil non seulement accroît les échanges en ligne mais permet aussi d'éviter certains voyages lorsque cela est possible, réduisant d'autant les émissions. Par ailleurs, la BCE a perfectionné le profil d'éclairage du bâtiment principal afin de réduire l'intensité lumineuse dans certaines zones et adapté les horaires de fonctionnement pour réaliser des économies d'énergie supplémentaires. Les gobelets jetables mis à disposition dans les espaces communs ont en outre été remplacés par des tasses réutilisables, ce qui a entraîné une réduction sensible des déchets.

2018 – une année d'activités de sensibilisation à la question de l'environnement

2018 a été une année riche en activités de sensibilisation à la question de l'environnement. La BCE a en effet pris part à plusieurs campagnes internationales. Elle s'est ralliée à l'appel lancé par la ville de Francfort à participer à l'*Earth Hour* 2018, un événement organisé par le WWF pour mobiliser contre le changement climatique. La BCE a éteint toutes les lumières non essentielles, de concert avec 183 autres entreprises et institutions installées à Francfort, et encouragé son personnel à s'impliquer dans la campagne et à proposer de nouvelles mesures plus respectueuses de l'environnement. Elle a en outre participé à la Semaine européenne de la mobilité pour la sixième fois. Afin d'encourager les membres de son personnel à adopter des modes de transport plus écologiques pour leurs trajets domicile-travail, la BCE a organisé diverses activités telles que des contrôles techniques des vélos, des compétitions par équipe et des quiz sur la mobilité et le climat. Le personnel a également reçu des informations sur l'action de la BCE en faveur d'une mobilité respectueuse de l'environnement.

Le soutien fourni par des prestataires extérieurs est également déterminant pour réduire l'incidence des activités de la BCE sur l'environnement. Lors de la sélection de

Travailler ensemble pour une meilleure protection de l'environnement

son entreprise de nettoyage, la BCE a par exemple pris en compte des critères de durabilité, qui ont conduit au choix de fournitures respectueuses de l'environnement pour le fonctionnement quotidien de l'institution, par exemple du papier recyclé dans les toilettes. L'entreprise de nettoyage qui travaille pour la BCE n'utilise que des produits d'entretien et des procédés mécaniques de nettoyage en profondeur innovants, biodégradables et sans danger pour l'environnement. L'optimisation du dosage a également contribué à limiter la consommation d'eau et à en améliorer le recyclage lors du nettoyage des sols.

Afin d'accroître l'effet de son action et de favoriser l'apprentissage mutuel, la BCE travaille en étroite collaboration avec les banques centrales nationales et d'autres institutions et organes européens. Ils partagent leurs meilleures pratiques, débattent et envisagent de nouvelles solutions aux défis communs et communiquent ensemble des informations sur leurs performances environnementales respectives. Sur la page Internet commune consacrée à l'[EMAS dans les institutions européennes](#) (disponible en anglais uniquement), les institutions et organes européens présentent les avantages concrets de la participation à l'EMAS et partagent leurs meilleures pratiques et les mesures d'économie des ressources. La coopération interinstitutionnelle constitue donc un autre pilier fondamental de l'engagement de la BCE en faveur de la protection de l'environnement.

La BCE publie également des informations sur sa performance environnementale et sur les mesures qu'elle a mises en œuvre sur la page Internet consacrée à [la protection de l'environnement à la BCE](#).

Comptes annuels

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.pdf>

Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2018

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystembalancesheet2018~5b51d1aefe.fr.pdf>

Statistical section (disponible uniquement en anglais)

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar_annex2018_statistical_section~7d
dac28291.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar_annex2018_statistical_section~7dac28291.en.pdf)

© Banque centrale européenne, 2019

Adresse postale 60640 Frankfurt am 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 générale des données figurant dans le présent *Rapport* est le 8 février 2019 (sauf pour le taux de chômage pour décembre 2018). La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent *Rapport* est le 14 mars 2019.

Pour la terminologie spécifique et les abréviations, 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 978-92-899-3428-2, ISSN 1725-289X, doi:10.2866/34873, QB-AA-19-001-FR-Q

PDF ISBN 978-92-899-3462-6, ISSN 1725-289X, doi:10.2866/41516, QB-AA-19-001-FR-N