



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Rapport annuel

2021



Sommaire

Regard sur 2021	5
L'année en chiffres	7
1 Un raffermissement des perspectives économiques toujours assombri par l'évolution de la pandémie	9
1.1 Une forte reprise mondiale après la crise, avec des progrès inégaux	9
1.2 L'économie de la zone euro : un rebond rapide	13
1.3 Les mesures de politique budgétaire en période difficile	19
1.4 Une reprise de l'inflation résultant d'effets hétérogènes	21
Encadré 1 Facteurs à l'origine de la forte hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH	27
1.5 La poursuite de la mise en œuvre de mesures décisives a permis de maintenir des conditions de crédit et des conditions de financement favorables	31
2 Politique monétaire : la poursuite du soutien et une nouvelle stratégie	36
2.1 La réponse de politique monétaire de la BCE a continué d'apporter un soutien crucial à l'économie et aux perspectives d'inflation	36
2.2 La taille du bilan de l'Eurosystème continue d'augmenter du fait de la persistance des difficultés	44
2.3 Les risques financiers liés à l'APP et au PEPP	50
2.4 La nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE	55
Encadré 2 Le plan d'action de la BCE sur le changement climatique	61
Encadré 3 Les nouveautés en matière de communication sur la politique monétaire	63
3 Secteur financier européen : en 2021, la reprise a atténué les risques à court terme, mais les vulnérabilités s'accroissent pour l'avenir	66
3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2021	66

3.2	La politique macroprudentielle : garantir la fluidité de l'offre de crédit et contenir l'accumulation de vulnérabilités	70
	Encadré 4 Les coussins de fonds propres bancaires et les prêts aux sociétés non financières durant la pandémie	74
	Encadré 5 Une approche macroprudentielle pour le secteur financier non bancaire	76
3.3	Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité des banques individuelles	79
3.4	La contribution de la BCE aux initiatives européennes	81
4	Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements	86
4.1	Les services TARGET	86
	Encadré 6 Les mesures adoptées en réponse aux incidents rencontrés par les services TARGET	88
4.2	La surveillance et le rôle des banques centrales d'émission	89
4.3	L'innovation et l'intégration aux niveaux des infrastructures de marché et des paiements	92
	Encadré 7 L'examen d'un éventuel euro numérique	94
5	Les efforts en vue de soutenir le fonctionnement du marché et les services financiers offerts aux autres établissements	96
5.1	Les évolutions des opérations de marché	96
5.2	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE	101
5.3	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	102
6	Une demande d'espèces élevée et un niveau de contrefaçons toujours bas	104
6.1	La circulation des billets en euros	104
6.2	La commodité du traitement des billets en euros au quotidien	106
6.3	La contrefaçon des billets en euros s'établit à un niveau historiquement bas	107
7	Les statistiques	108
7.1	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	108

7.2	La mise au point d'indicateurs expérimentaux pour étayer la politique de lutte contre le changement climatique	109
7.3	Les indices des prix des logements occupés par leur propriétaire	110
	Encadré 8 La nouvelle publication de taux moyens composés de l'€STR et d'un indice composé	112
	Encadré 9 La promotion de la standardisation des données à l'échelle mondiale	113
8	Les activités de la BCE en matière de recherche	115
8.1	Le nouveau pôle de recherche sur le changement climatique	115
8.2	Les autres réseaux de recherche	117
8.3	Les conférences et les publications	118
	Encadré 10 Soutien budgétaire durant la pandémie – éclairages apportés par la nouvelle enquête sur les anticipations des consommateurs (<i>Consumer Expectations Survey, CES</i>) de la BCE	119
9	Les activités et obligations juridiques	122
9.1	Les compétences de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE	122
9.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	123
9.3	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	126
10	La BCE dans un contexte européen et international	128
10.1	L'obligation de la BCE de rendre compte	128
10.2	Les relations internationales	129
	Encadré 11 Interactions avec les autorités européennes concernant un projet d'euro numérique	131
	Encadré 12 La nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux du point de vue de l'Eurosystème	132
11	Bonne gouvernance et plus grande durabilité sociale et environnementale à la BCE	134
11.1	Gestion de la durabilité et des répercussions et risques y afférents	134
11.2	Le renforcement de l'éthique et de l'intégrité	135

11.3	Renforcer la transparence et nouer le dialogue avec le public	137
11.4	Encourager la résilience, l'autonomisation et la diversité parmi nos collègues	141
11.5	La lutte contre le changement climatique et ses répercussions sur l'environnement	145
	Encadré 13 Le centre du changement climatique de la BCE – organisation et gouvernance	149
12	Faisons connaissance	154
	Comptes annuels	159
	Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2021	160

Regard sur 2021



** Veuillez noter que les observations ci-dessous concernent les activités de la BCE en 2021 et ont été rédigées avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La BCE est prête à prendre toutes les mesures nécessaires pour préserver la stabilité financière et remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix. **

En 2021, la zone euro s'est engagée plus résolument sur la voie de la reprise après le choc de la pandémie. L'économie a rebondi fortement, la croissance du PIB en volume s'établissant à 5,3 % malgré un ralentissement à la fin de l'année lié aux nouvelles mesures de restriction mises en place face à la propagation du variant Omicron du coronavirus (COVID-19). La reprise a été riche en créations d'emplois qui ont permis une baisse du taux de chômage à un niveau très bas à la fin de l'année.

Ce regain d'activité a cependant été caractérisé par des frictions, causées par la réouverture rapide de l'économie. L'inflation très faible dans la zone euro, au début de l'année, s'est brusquement accélérée, en raison des contraintes sur l'offre dues à la pandémie, d'un rebond de la demande mondiale et de la flambée des prix de l'énergie. L'inflation globale, en rythme annuel, a atteint 2,6 % en moyenne sur l'année 2021, contre 0,3 % en 2020.

Au cours de l'année écoulée, la BCE a achevé l'évaluation stratégique de sa politique monétaire. Notre stratégie mise à jour nous permettra de relever de nouveaux défis et nous dote d'une méthode nous aidant à gérer une situation complexe. Le Conseil des gouverneurs a adopté un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme, qui est simple et facilement compréhensible. Il est également symétrique, ce qui veut dire que tant les écarts négatifs que les écarts positifs sont considérés comme indésirables. Il est enfin tangible, car approuvé par l'ensemble des membres du Conseil des gouverneurs.

Le Conseil des gouverneurs a en outre déterminé les modalités selon lesquelles la BCE mettra en œuvre son engagement en faveur de la symétrie. Plus précisément, lorsque les taux d'intérêt directeurs sont proches de leur niveau plancher effectif, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses ou ancrées dans la durée sont nécessaires pour éviter que des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation ne perdurent. Cette nouvelle stratégie a été reflétée dans nos indications recalibrées sur l'orientation future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) et a guidé nos réponses face aux évolutions économiques survenues au second semestre de l'année.

Tant que la reprise était fragile et l'inflation modérée, nous avons apporté un soutien monétaire important pour ramener l'inflation au niveau de notre objectif. Lorsque l'inflation s'est accélérée, nous sommes restés patients et avons maintenu l'orientation de notre politique pour éviter tout resserrement prématuré en réaction à des chocs d'offre. Nous avons ajusté le rythme de nos achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase*

programme, PEPP), conformément à l'évolution des perspectives et à notre évaluation des conditions financières.

En décembre, le Conseil des gouverneurs a estimé que les progrès sur la voie de la reprise économique et vers notre objectif d'inflation à moyen terme autorisaient une réduction graduelle du rythme de nos achats d'actifs au cours des trimestres suivants. Il a annoncé qu'il interromprait les achats nets d'actifs au titre du PEPP en mars 2022 et qu'il réduirait progressivement ses achats au titre des autres programmes d'achats d'actifs.

Dans le cadre de son évaluation stratégique, la BCE a également publié un plan d'action ambitieux sur le climat ainsi qu'une feuille de route détaillée indiquant comment elle intégrera les questions liées au changement climatique dans sa politique monétaire. Des travaux seront notamment menés pour mieux prendre en compte les effets du changement climatique dans nos modèles macroéconomiques, tandis que de nouveaux indicateurs seront conçus pour l'analyse des risques liés au changement climatique. Le centre du changement climatique de la BCE, créé en 2021, jouera un rôle important dans la coordination de ces activités au sein de la banque. Un chapitre spécifique du présent rapport annuel décrit les activités et initiatives de la BCE en matière de climat.

La BCE a également modifié profondément sa stratégie de communication. En juillet, le Conseil des gouverneurs a introduit une nouvelle déclaration de politique monétaire, qui lui permet de communiquer ses décisions de politique monétaire de manière plus accessible. Cette nouvelle déclaration est complétée par des éléments visuels s'adressant au grand public et intitulés « Notre déclaration de politique monétaire en bref ». Ces supports visuels expliquent les décisions de la BCE dans un langage simple et sont disponibles dans toutes les langues officielles de l'Union européenne.

Enfin, l'euro bénéficie d'un soutien fort, 79 % des habitants de la zone euro interrogés dans le cadre de l'enquête Eurobaromètre de juin-juillet 2021 déclarant être en faveur de la monnaie unique. Il doit cependant être adapté à l'ère numérique. En 2021, le Conseil des gouverneurs a par conséquent lancé la phase d'étude d'un projet d'euro numérique, qui devrait durer vingt-quatre mois. Dans le même temps, les espèces continueront de jouer un rôle important dans la vie quotidienne des Européens. En décembre, la BCE a annoncé qu'elle prévoyait de concevoir de nouveaux billets en euros, en collaboration avec les Européens. Le nouveau graphisme devrait être choisi en 2024.

L'euro fera donc l'objet de nombreux changements dans les prochaines années. Mais l'engagement de la BCE envers la monnaie unique et la stabilité des prix restera indéfectible.

Francfort-sur-le-Main, avril 2022

Christine Lagarde

Présidente

L'année en chiffres



+5,3 %

Après la forte contraction en 2020 résultant de la pandémie, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 5,3 % en 2021 avec l'amélioration de la situation sanitaire et l'assouplissement progressif des restrictions.





Les risques pesant sur la stabilité financière à court terme ont diminué, mais des vulnérabilités se sont accumulées pour l'avenir, notamment sur les marchés de l'immobilier

+9 %

Le redressement des conditions économiques a soutenu les bilans entreprises et des établissements financiers, tout en prévenant les risques de fragmentation des marchés. De même temps, des vulnérabilités persistent sur la stabilité financière à moyen terme se sont accentuées, notamment sur les marchés de l'immobilier. Le taux de croissance annuel des prix des logements a atteint 9 % en septembre 2021, tandis que les cr



1 Un raffermissement des perspectives économiques toujours assombri par l'évolution de la pandémie

En 2021, l'économie mondiale a enregistré une forte reprise, principalement due à la réouverture des économies dans un contexte d'augmentation des taux de vaccination contre la COVID-19 et de mesures de soutien d'envergure prises rapidement. Toutefois, la reprise a été, dans une certaine mesure, inégale entre les économies avancées et les économies émergentes (EME). L'inflation mondiale a augmenté, reflétant surtout la forte hausse des prix de l'énergie et une demande supérieure à l'offre dans certains secteurs confrontés à des obstacles liés à des facteurs résultant de la pandémie et d'autres goulets d'étranglement au niveau de l'offre et dans les transports. Dans la zone euro, la croissance du PIB en volume a fortement rebondi en 2021, après sa contraction de l'année précédente, la plus importante jamais enregistrée. Ce redressement, qui s'est accompagné d'une amélioration de la situation sur les marchés du travail, a été soutenu par des mesures de politique monétaire et budgétaire prises rapidement et de manière résolue. L'incertitude économique est néanmoins restée élevée au cours de l'année et la différence entre les deux principaux secteurs, l'industrie et les services, a été marquée. Au début de l'année, la croissance a été affectée par les mesures de confinement et les restrictions de déplacement, qui ont exercé un impact négatif sur l'offre et la demande de services. Ensuite, après un rebond exceptionnellement fort de la demande mondiale, l'apparition de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la hausse des coûts de l'énergie ont réduit la production dans le secteur industriel. L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a fortement augmenté, s'établissant à 2,6 % en 2021, après 0,3 % en 2020. Elle est demeurée à des niveaux modérés au cours des premiers mois, avant de s'accélérer dans le courant de l'année, atteignant un taux de 5,0 % en décembre. Cette forte augmentation des prix a reflété dans une large mesure une hausse prononcée et généralisée des prix de l'énergie, des déséquilibres entre l'offre et la demande à la suite de la réouverture des économies et des facteurs plus techniques tels que la suppression de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne. Au-delà de 2021, l'inflation devait demeurer élevée à court terme, mais s'atténuer dans le courant de l'année 2022. Toutefois, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a significativement accru l'incertitude entourant les perspectives d'inflation.

1.1 Une forte reprise mondiale après la crise, avec des progrès inégaux

Grâce à la hausse des taux de vaccination et à des mesures de soutien prises rapidement, l'économie mondiale a enregistré une reprise forte, mais inégale

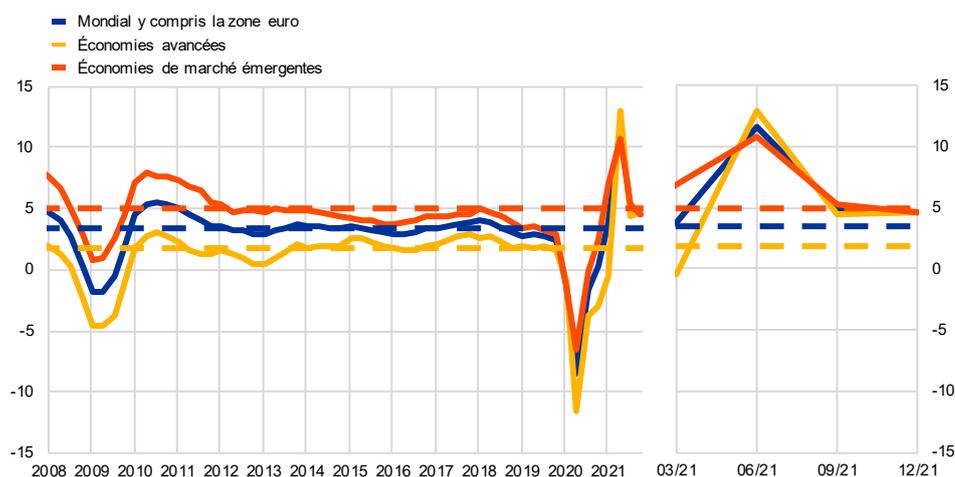
En 2021, l'économie mondiale a enregistré une forte reprise après la crise, mais les progrès ont été inégaux (cf. graphique 1.1). Après s'être contracté de 3,1 % en rythme annuel en 2020, le PIB mondial en volume a augmenté de 6,2 % en 2021, en

dépôt des nouvelles vagues de la pandémie. La réouverture des économies, la hausse des taux de vaccination contre la COVID-19 et les mesures de soutien prises rapidement ont été les principaux moteurs du rebond de l'activité économique, tandis que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre mondiale constituent des facteurs défavorables pour la croissance. Si la reprise a été mondiale, elle a été variable selon les pays. Elle a été plus prononcée dans les économies avancées, et plus modérée dans la plupart des EME, qui ont eu des approvisionnements plus limités en vaccins et une capacité plus faible à prendre des mesures de soutien. En outre, la dynamique de la croissance économique mondiale s'est ralentie vers la fin de l'année, principalement en raison d'une nouvelle vague d'infections et du rétablissement des restrictions ainsi que de la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

Graphique 1.1

Croissance du PIB mondial en volume

(variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



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

Notes : Les agrégats sont calculés à partir du PIB corrigé à l'aide des pondérations des parités de pouvoir d'achat. Les lignes continues représentent les données et vont jusqu'au quatrième trimestre 2021. Les lignes en pointillés indiquent les moyennes de long terme (entre le premier trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2021). Les dernières observations se rapportent à décembre 2021, comme actualisé le 28 février 2022.

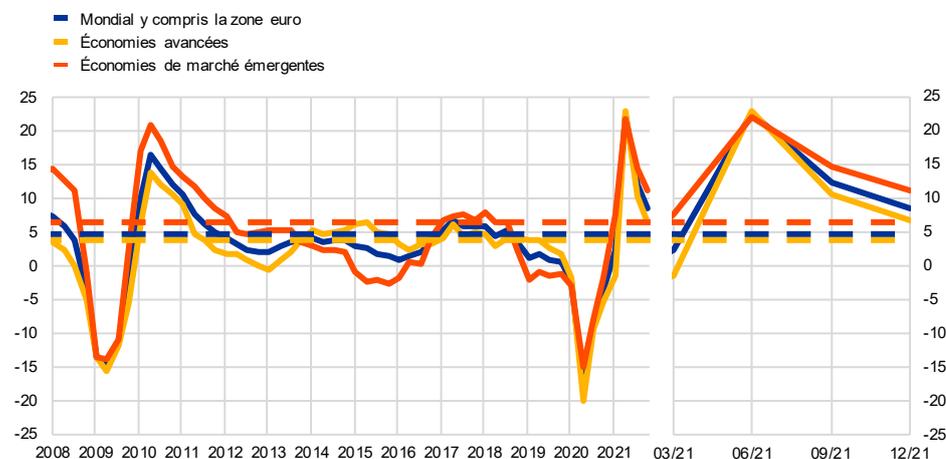
Le commerce mondial lui aussi s'est fortement redressé, sous l'effet notamment des échanges de biens

Le commerce mondial lui aussi s'est fortement redressé, mais sa dynamique s'est essouffée au second semestre 2021 (cf. graphique 1.2). Le fort rebond de la demande mondiale a surtout commencé dans la consommation, essentiellement de biens plutôt que de services (voyages et tourisme, par exemple), qui ont été soumis à davantage de restrictions. Au second semestre de l'année, les échanges de biens ont dépassé leur niveau d'avant la crise, leur croissance s'étant toutefois ralentie dans un contexte de goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre. Les échanges de services à plus forte intensité de contact se sont redressés plus lentement, en ligne avec le rythme progressif d'assouplissement des restrictions et ils sont restés, en 2021, inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie.

Graphique 1.2

Croissance du commerce mondial (importations en volume)

(variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



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

Notes : La croissance du commerce mondial est définie comme la croissance des importations mondiales (zone euro comprise). Les lignes continues représentent les données et vont jusqu'au quatrième trimestre 2021. Les lignes en pointillés indiquent les moyennes de long terme (entre le quatrième trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2021). Les dernières observations se rapportent à décembre 2021, comme actualisé le 28 février 2022.

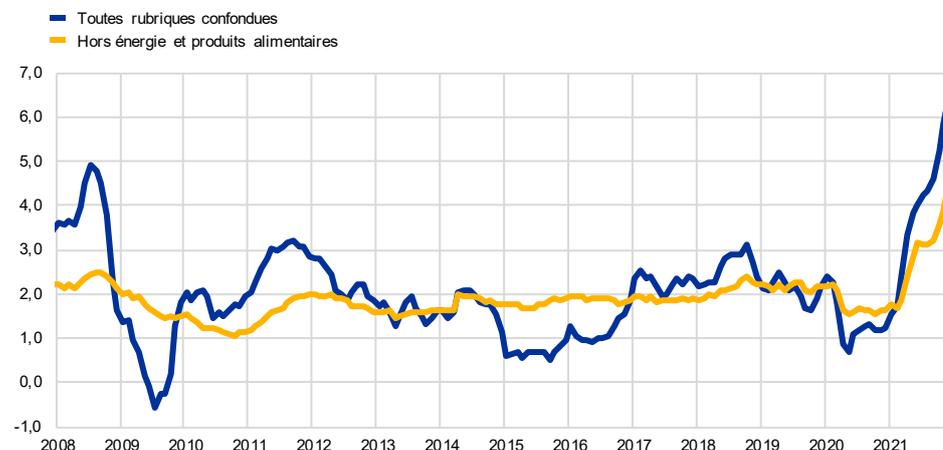
L'inflation mondiale s'est nettement accélérée avec le redressement de la demande, sur fond de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de hausse des prix des matières premières

L'inflation mondiale s'est nettement accélérée en 2021, qu'il s'agisse de l'inflation totale ou des mesures de l'inflation hors produits alimentaires et énergie notamment (cf. graphique 1.3). Dans les pays appartenant à l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'inflation totale a atteint 6,6 %, et l'inflation hors énergie et produits alimentaires 4,6 %. Dans la plupart des pays, cette augmentation reflète principalement la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières en raison des inadéquations liées à la pandémie entre une offre contrainte et une demande en fort redressement. Aux États-Unis, où le PIB en volume a atteint son niveau d'avant la crise au deuxième trimestre 2021, les tensions inflationnistes se sont intensifiées très fortement et généralisées vers la fin de l'année. Les tensions inflationnistes ont, en outre, commencé à se généraliser dans certaines EME.

Graphique 1.3

Hausse des prix à la consommation dans la zone OCDE

(variations annuelles en pourcentage, données mensuelles)



Source : OCDE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2021, comme actualisé le 28 février 2022.

Des prix du pétrole poussés à la hausse par un redressement de la demande et des contraintes d'offre

Les prix du pétrole ont augmenté en 2021, passant du point bas de la période de pandémie – à environ 10 dollars le baril – à un point haut de 86 dollars le baril, le prix du *Brent*, la référence internationale, s'établissant à 79 dollars le baril en fin d'année. Avec la reprise économique, la demande de pétrole s'est redressée pour se rapprocher des niveaux d'avant la pandémie. Au second semestre 2021, le niveau élevé des prix du gaz s'est également traduit par un remplacement du gaz par d'autres sources d'énergie, notamment le pétrole. Dans le même temps, l'offre de pétrole a accusé un retard par rapport à la demande, pour partie en raison de contraintes de capacités dans le secteur du pétrole de schiste aux États-Unis et d'augmentations relativement modérées de la production mises en œuvre par le cartel de l'OPEP+.

L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar, dans un contexte de divergence des politiques monétaires de la zone euro et des États-Unis

L'euro s'est déprécié de 3,6 % en termes effectifs nominaux en 2021. En termes bilatéraux, cette évolution s'explique essentiellement par une dépréciation de 7,7 % de l'euro vis-à-vis du dollar, reflétant principalement les évolutions divergentes de l'orientation de politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro. L'euro s'est déprécié également vis-à-vis de la livre sterling, mais s'est renforcé face au yen japonais.

Les risques pesant sur l'activité économique mondiale ont été orientés à la baisse

Fin 2021, les perspectives de croissance mondiale continuaient d'être assombries par l'évolution incertaine de la pandémie dans un contexte de progrès inégaux en termes de vaccination au niveau mondial. L'apparition du variant Omicron du coronavirus, la résurgence des infections et le nouveau durcissement des mesures d'endiguement ont tous fait peser des risques sur le rythme de la reprise économique mondiale, de même que la possibilité que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre perdurent davantage.

1.2 L'économie de la zone euro : un rebond rapide ¹



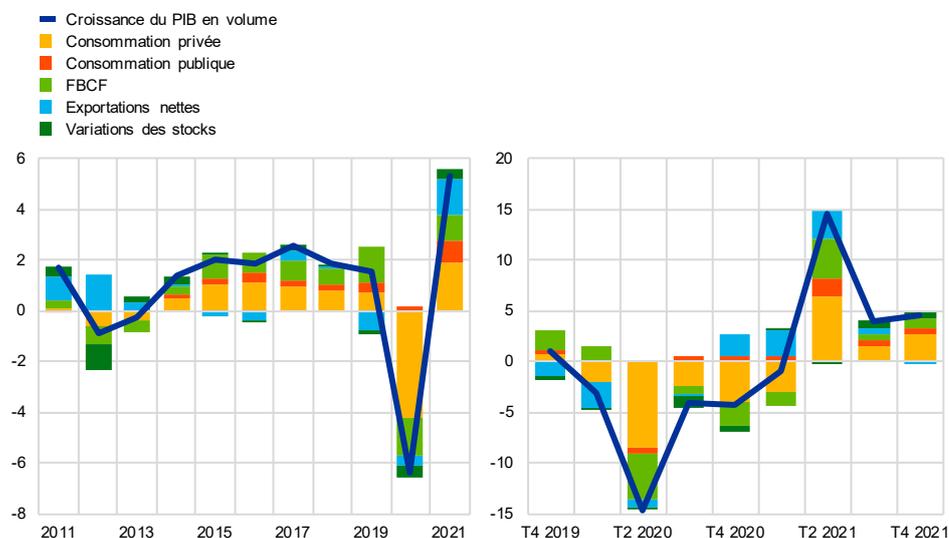
L'économie a rebondi en 2021 avec l'amélioration de la situation sanitaire et l'assouplissement progressif des restrictions

Après une contraction de 6,4 % en 2020, la plus importante jamais enregistrée, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 5,3 % en 2021 (cf. graphique 1.4). Durant l'année, la dynamique de croissance est restée très largement déterminée par l'évolution de la pandémie de COVID-19 dans un contexte d'incertitude économique élevée, mais décroissante. Au premier trimestre, la croissance est demeurée affectée par les mesures de confinement et les restrictions de déplacement, qui ont eu un impact négatif, en particulier sur la consommation de services. La reprise a débuté dans le secteur industriel, qui a enregistré des taux de croissance globalement soutenus. Avec la réouverture des économies et l'assouplissement des restrictions au deuxième et au troisième trimestre, le secteur des services a commencé à se redresser, ouvrant la voie à une reprise économique plus large. Toutefois, le rebond exceptionnellement marqué de la demande mondiale au second semestre de l'année a entraîné des inadéquations entre l'offre et la demande sur plusieurs marchés. Cela a entraîné, entre autres, une forte augmentation des coûts de l'énergie qui, conjuguée à une nouvelle intensification de la pandémie, a pesé sur la reprise et accentué les tensions inflationnistes.

Graphique 1.4

PIB en volume de la zone euro et contributions de la demande

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



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à 2021 (partie gauche) et au quatrième trimestre 2021 (partie droite).

Si ces évolutions ont concerné l'ensemble des pays de la zone euro, la capacité de résilience face à la pandémie est un peu inégale selon les pays. Cela tient largement au fait que la pandémie a évolué de façon hétérogène d'un pays à l'autre, mais reflète aussi des différences de structures économiques, notamment s'agissant de l'exposition aux chaînes d'approvisionnement mondiales et de l'importance des secteurs à forte intensité de contact, tels que le tourisme. Fin 2021, la production de

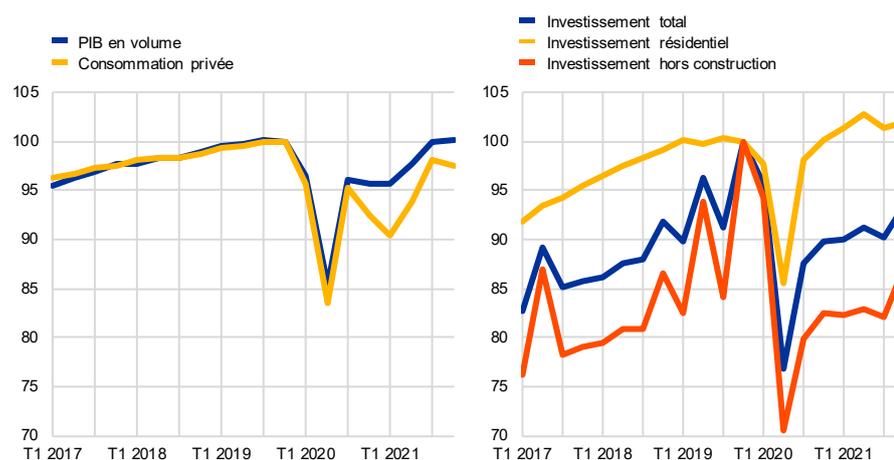
¹ La section 1.2 reflète les données issues de l'estimation des comptes nationaux d'Eurostat publiée le 8 mars 2022.

la zone euro avait dépassé de 0,2 % son niveau du quatrième trimestre 2019 (cf. graphique 1.5). Toutefois, les évolutions sous-jacentes dans les différents pays ont été hétérogènes tout au long de l'année et, parmi les principales économies de la zone euro, seule la France avait dépassé son niveau de production d'avant la pandémie à la fin de l'année.

Graphique 1.5

PIB en volume de la zone euro, consommation privée et investissement

(indice : T4 2019 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021. Sur cette période, l'investissement total et l'investissement hors construction ont été inférieurs de 6,5 % et 12,7 % à leurs niveaux d'avant la pandémie (quatrième trimestre 2019). Toutefois, si l'on exclut les données pour l'Irlande, les chiffres pour fin 2021 ont été supérieurs de, respectivement, 1,1 % et 0,5 % par rapport à leurs niveaux d'avant la pandémie. Ces importantes différences peuvent être attribuées aux grandes entreprises multinationales qui utilisent l'Irlande comme base de leurs opérations, ce qui donne lieu à des fluctuations importantes de l'investissement en droits de propriété intellectuelle.

Le redressement de la croissance économique de la zone euro en 2021 a été soutenu par des politiques monétaire et budgétaires expansionnistes déterminées et prises en temps opportun. Certaines mesures ont également facilité l'ajustement de l'économie aux changements structurels déclenchés par la pandémie et qui sont toujours en cours. La BCE a continué de fournir un soutien monétaire substantiel en 2021, en vue d'atténuer l'impact de la pandémie. Une orientation accommodante de la politique monétaire, avec notamment des conditions de liquidité favorables, a préservé le flux de crédit vers l'économie réelle. S'agissant des politiques budgétaires, les gouvernements de la zone euro ont continué de fournir un soutien budgétaire important en 2021 afin d'atténuer les effets de la crise, par le biais de dispositifs de chômage partiel, d'une hausse des dépenses de santé, ainsi que d'autres formes de soutien aux entreprises et aux ménages et de généreuses enveloppes de garanties de prêts. Au niveau de l'UE, la mise en œuvre du programme « *Next Generation EU* » a débuté et le paquet législatif « Ajustement à l'objectif 55 » a été adopté, afin de contribuer à une reprise plus vigoureuse, plus verte et plus uniforme dans les différents pays.

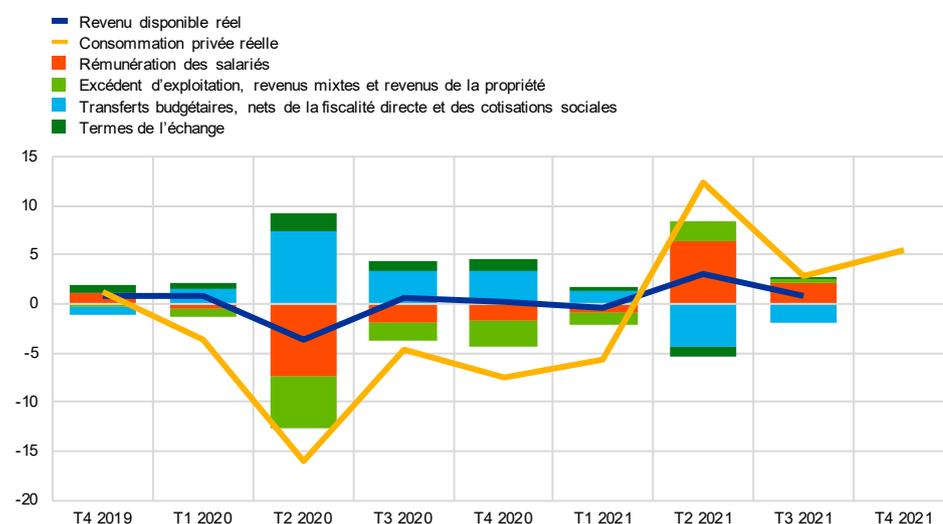
La consommation privée a été le principal facteur à l'origine de la reprise dans la zone euro en 2021

La consommation privée a augmenté de 3,5 % en 2021, avec un rebond particulièrement marqué aux deuxième et troisième trimestres, principalement lié à l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19. La confiance des consommateurs s'est rapidement renforcée à partir du printemps, avec la hausse

des taux de vaccination et l'atténuation de la crainte d'être infecté, tandis que la situation financière des ménages s'est améliorée, reflétant principalement les évolutions positives des revenus du travail (cf. graphique 1.6). Le soutien public au revenu disponible des ménages a été progressivement supprimé. La contribution des transferts budgétaires nets à la croissance du revenu disponible réel est devenue négative en 2021, le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi et d'autres mesures de soutien budgétaire ayant diminué. En 2021, sous l'effet de la forte croissance des salaires et de l'emploi, la rémunération du travail, qui entraîne généralement une propension à consommer plus forte que les autres sources de revenus, a été le principal contributeur à la croissance du revenu disponible réel. Celle-ci a également été soutenue par l'excédent d'exploitation, les revenus mixtes et les revenus de la propriété, dont la contribution est devenue positive au cours de l'année, alors qu'elle a été freinée par les évolutions négatives des termes de l'échange. Après le bond provoqué par la pandémie en 2020, le taux d'épargne des ménages a diminué en 2021, tout en demeurant supérieur à son niveau d'avant la pandémie en raison des mesures d'endiguement encore en place pendant l'année et de l'incertitude persistante. Cela signifie que, fin 2021, la consommation privée est restée inférieure à son niveau d'avant la pandémie, et ce, malgré un net redressement.

Graphique 1.6
Consommation privée dans la zone euro et ventilation du revenu disponible des ménages

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



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021 pour le revenu disponible et les contributions, et au quatrième trimestre 2021 pour la consommation privée.

L'amorce de reprise de l'investissement des entreprises et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été freinée par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre

L'investissement des entreprises (dont l'investissement hors construction constitue une approximation) s'est renforcé au premier semestre 2021, avec l'assouplissement des mesures d'endiguement de la pandémie et la réouverture de l'économie, dans un contexte de conditions de financement toujours favorables. Toutefois, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui se manifestent par l'allongement des délais de livraison des fournisseurs et l'augmentation des prix des

intrants, ont pesé sur la reprise à partir du milieu de l'année, freinant ainsi l'investissement des entreprises. Par la suite, la forte hausse des prix de l'énergie et la résurgence de la pandémie vers la fin de l'année ont freiné davantage encore l'investissement des entreprises. Fin 2021, l'investissement des entreprises s'est de nouveau redressé, demeurant toutefois nettement inférieur à son niveau du quatrième trimestre 2019 (cf. graphique 1.5). En revanche, au quatrième trimestre 2020, l'investissement dans l'immobilier résidentiel (les logements) avait déjà dépassé son niveau d'avant la crise. Au cours des trimestres suivants, les pénuries de matériels et de main-d'œuvre ont pesé lourdement sur la rentabilité dans le secteur de la construction. Néanmoins, des conditions de financement favorables et les mesures de soutien du revenu, ainsi qu'un important volume d'épargne accumulée, ont soutenu la demande. Fin 2021, l'investissement dans l'immobilier résidentiel se situait à un niveau nettement supérieur à celui d'avant la crise.

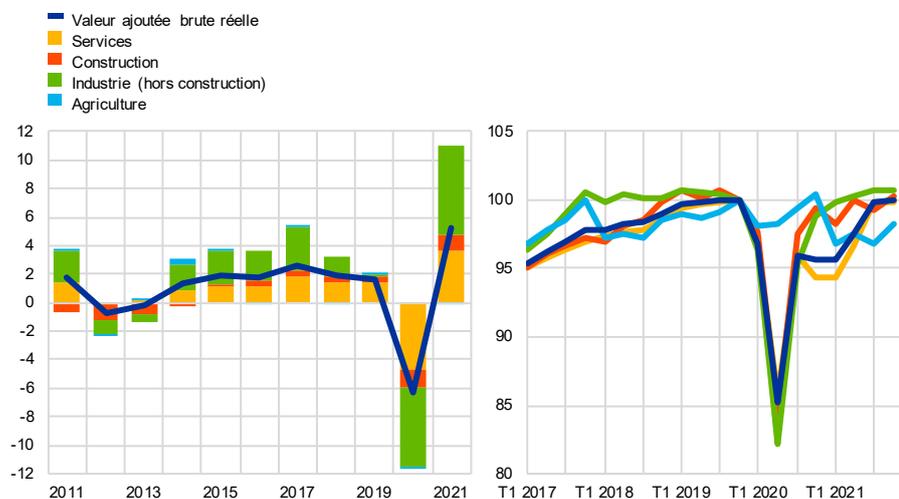
Les échanges commerciaux de la zone euro ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie fin 2021, les exportations nettes apportant une contribution positive à la croissance du PIB sur l'année. Du côté des importations, la croissance vigoureuse tirée par le cycle de reconstitution des stocks a été freinée par la forte dynamique des prix, reflétant notamment l'envolée des prix à l'importation de l'énergie. Après un net rebond lié à l'industrie manufacturière fin 2020, les exportations se sont caractérisées par une reprise à deux vitesses. Si, du côté des biens, la dynamique s'est modérée à partir du deuxième trimestre, car les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et du transport ont affecté les secteurs exportateurs essentiels, les exportations de services ont bénéficié de la réouverture d'activités à forte intensité de contact telles que le tourisme. À la fin du quatrième trimestre 2021, les importations et les exportations étaient supérieures à leur niveau d'avant la crise.

La croissance de la production est restée inégale selon les secteurs en 2021 (cf. graphique 1.7). Si l'industrie et les services ont apporté une contribution positive à la croissance, c'est cependant l'industrie qui a apporté la plus forte contribution à la hausse de la valeur ajoutée brute réelle.

Graphique 1.7

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

(partie gauche : variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; partie droite : indice ; T4 2019 = 100)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à 2021 (partie gauche) et au quatrième trimestre 2021 (partie droite).

Le marché du travail a continué de se redresser, mais est resté moins dynamique qu'avant la pandémie

Le marché du travail s'est fortement redressé avec le rebond de l'activité économique dans la zone euro, même s'il est resté globalement moins dynamique qu'avant la pandémie. Le taux de chômage s'est inscrit en baisse progressive, revenant de 8,2 % en janvier 2021 à 7,0 % en décembre, un niveau inférieur à celui d'avant la crise (cf. graphique 1.8) ². De plus, si les dispositifs de maintien de l'emploi ont continué à jouer un rôle important pour limiter les licenciements, contribuant ainsi à préserver le capital humain, le recours à ces dispositifs a diminué ³. D'autres indicateurs relatifs au marché du travail sont toutefois demeurés inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie. Au quatrième trimestre 2021, le nombre d'heures travaillées était inférieur de 1,8 % à son niveau du quatrième trimestre 2019, tandis que le taux d'activité pour le troisième trimestre 2021 était inférieur d'environ 0,2 point de pourcentage (soit une baisse d'environ 0,4 million de travailleurs) (cf. graphique 1.9). Le fléchissement de la croissance de la population active s'explique en partie par une immigration nette modérée dans la zone euro. L'ajustement en cours du marché du travail est variable selon les catégories de travailleurs, reflétant en partie le fait que certains secteurs ont été plus durement affectés par les mesures d'endiguement et la distanciation sociale volontaire. Au troisième trimestre 2021, la population active était inférieure d'environ 4,2 % à son niveau d'avant la pandémie pour les personnes peu qualifiées et de 1,7 % pour les personnes moyennement qualifiées, tandis qu'elle a augmenté d'environ 6,8 % pour les personnes hautement qualifiées ⁴.

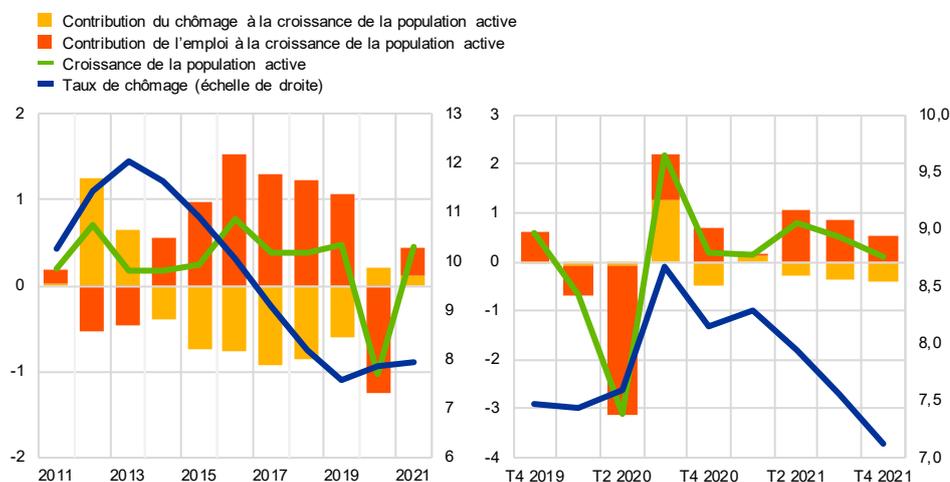
² Ces données doivent être interprétées avec prudence, car elles pourraient donner lieu à des révisions plus importantes qu'à l'accoutumée en raison de la mise en œuvre en cours des [modifications de l'enquête de l'UE sur les forces de travail](#).

³ Le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi est revenu à environ 1,4 % de la population active en décembre 2021, après 6,6 % en janvier 2021 et un pic de 19,8 % en avril 2020.

⁴ Les données officielles par compétences ne sont disponibles que sur une base brute, le troisième trimestre 2019 est donc utilisé ici comme période antérieure à la pandémie à titre de comparaison.

Graphique 1.8 Chômage et population active

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : pourcentages de la population active)

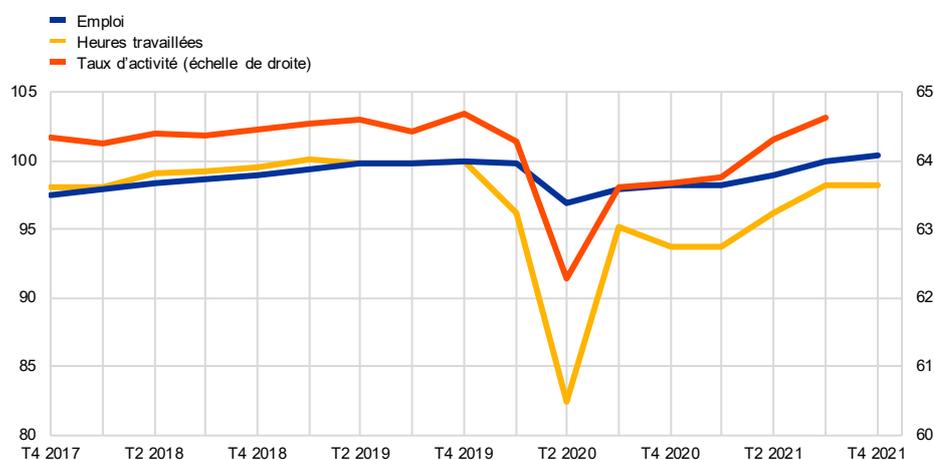


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à 2021 (partie gauche) et au quatrième trimestre 2021 (partie droite), sur la base des données mensuelles implicites.

Graphique 1.9 Emploi, nombres d'heures travaillées et taux d'activité

(échelle de gauche : indice : T4 2019 = 100 ; échelle de droite : en pourcentage de la population en âge de travailler)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 pour l'emploi et les heures travaillées, et au troisième trimestre 2021 pour le taux d'activité.

Si les taux d'emplois vacants se sont redressés, la croissance de l'emploi a également été solide

Des taux d'emplois vacants élevés, initialement limités pour l'essentiel aux secteurs qui ont rouvert après la levée des mesures de confinement, se sont étendus à d'autres secteurs avec les progrès de la reprise de l'activité. La croissance de l'emploi s'est renforcée aux deuxième et troisième trimestres 2021 et, malgré des difficultés liées aux goulets d'étranglement dans le secteur manufacturier, elle est demeurée solide et généralisée au quatrième trimestre. Cela a porté l'emploi à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie dans l'industrie, la construction et les secteurs des services à moindre intensité de contact. Les niveaux d'emploi dans les

secteurs à forte intensité de contact sont restés relativement bas par rapport à ceux enregistrés avant la pandémie.

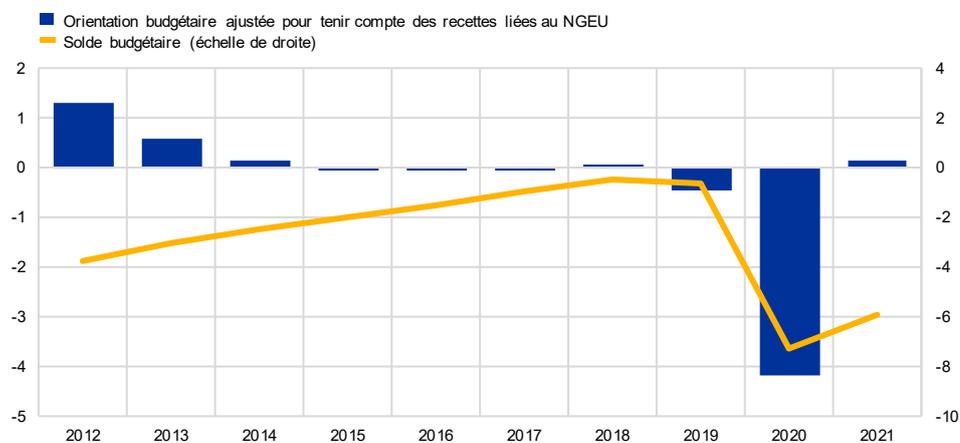
1.3 Les mesures de politique budgétaire en période difficile

Les finances publiques ont de nouveau été dominées par les effets de la pandémie

En 2021, pour la deuxième année consécutive, les finances publiques dans la zone euro ont été dominées par les effets de la pandémie de COVID-19. Au premier semestre de l'année en particulier, les gouvernements ont introduit des mesures de soutien supplémentaires de grande ampleur pour répondre aux nouvelles vagues de la pandémie et à l'impératif de soutenir la reprise économique. Cependant, selon les projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait avoir diminué (cf. graphique 1.10), revenant de 7,2 % du PIB en 2020 à 5,9 % en 2021, grâce à une nette amélioration de l'activité économique. Le maintien de niveaux élevés de soutien budgétaire en 2021 s'est reflété dans l'orientation budgétaire corrigée des subventions accordées dans le cadre du programme *Next Generation EU* (NGEU)⁵, qui a été globalement neutre en 2021 après avoir été très expansionniste en 2020.

Graphique 1.10
Solde des administrations publiques et orientation budgétaire de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2021 et calculs de la BCE.

Note : La mesure de l'orientation budgétaire tient compte des dépenses financées par la facilité pour la reprise et la résilience du programme NGEU et par d'autres fonds structurels de l'UE (voir note de bas de page).

⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie par la voie des politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions accordées au titre du plan NGEU qui proviennent du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, il convient dans ce contexte d'ajuster le solde primaire corrigé du cycle afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails 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.

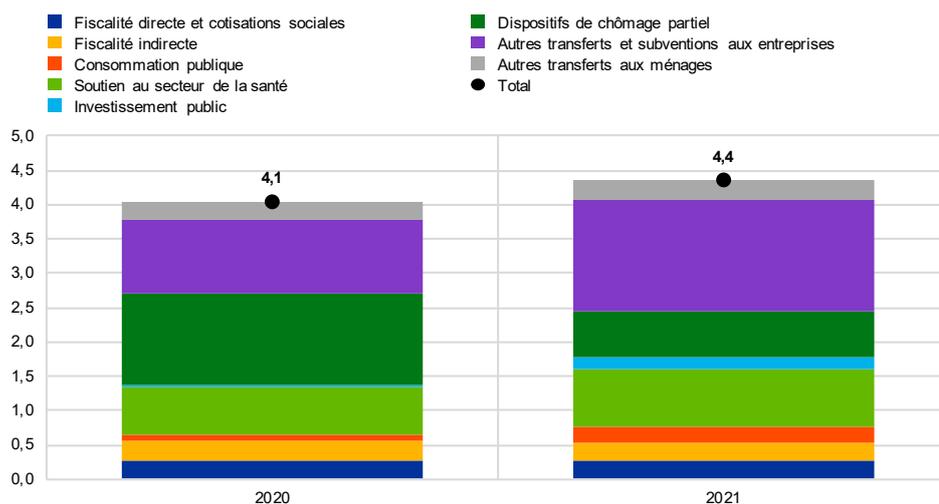
Les mesures liées à la crise et les mesures de relance ont légèrement augmenté, en lien avec une hausse des transferts vers les entreprises, mais une réduction des dispositifs de chômage partiel

En pourcentage du PIB, les mesures liées à la crise et les mesures de relance pour soutenir la reprise dans la zone euro ont atteint 4,4 % en 2021, contre 4,1 % l'année précédente (cf. graphique 1.11). Cette hausse a été due à une augmentation significative du montant des transferts gouvernementaux aux entreprises, mais également à un soutien accru au secteur de la santé et aux investissements publics. Ces augmentations ont toutefois été largement contrebalancées par la diminution du recours aux dispositifs de chômage partiel. Alors que ces dispositifs avaient été le principal instrument du soutien des pouvoirs publics en 2020, ils ont été progressivement réduits en 2021, les mesures de restriction étant assouplies et les marchés du travail ayant commencé à se redresser en phase avec la reprise généralisée de l'activité économique. L'amélioration de la production explique également pourquoi le ratio dette/PIB de la zone euro a légèrement diminué pour revenir à 97 % en 2021, après une forte hausse l'année précédente.

Graphique 1.11

Mesures liées à la crise et mesures de relance pour soutenir la reprise dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2021 et calculs de la BCE.

Note : Le soutien au secteur de la santé est déduit des autres composantes présentées, l'impact s'exerçant essentiellement sur la consommation publique.

Le programme *Next Generation EU* est une pierre angulaire de la réponse de l'Europe aux défis économiques posés par la pandémie

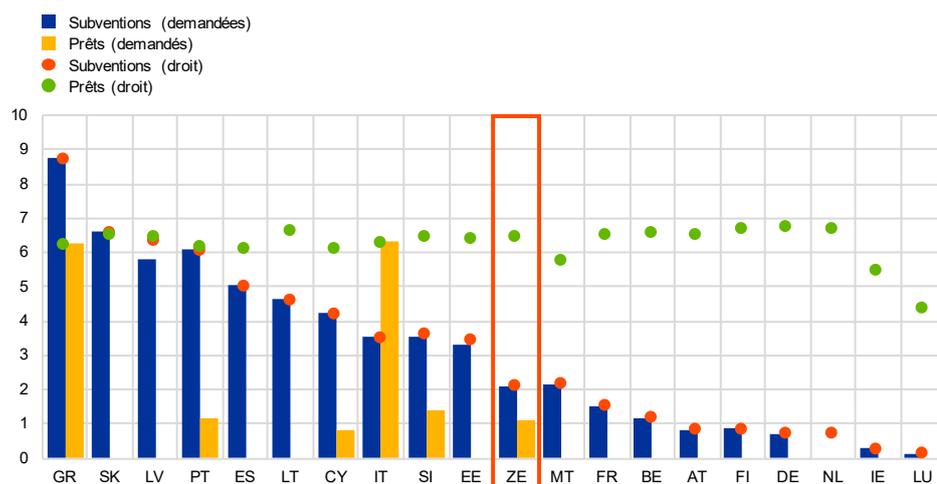
Les réponses des gouvernements aux besoins budgétaires au cours des deux dernières années ont été apportées en premier lieu par le biais de politiques nationales, mais également de plus en plus à travers des initiatives à l'échelle de l'UE. Une pierre angulaire de la réponse commune de l'Europe a été mise en place en juillet 2020 lorsque l'UE a annoncé le programme *Next Generation EU* (NGEU), un programme d'investissements et de réformes à l'échelle de l'UE. Le NGEU offre un soutien financier aux États membres de l'UE, sous réserve de la mise en œuvre de projets concrets d'investissements et de réformes sur la période 2021-2026. À cet effet, le programme mobilise un volume de financement pouvant aller jusqu'à 807 milliards d'euros à prix courants, dont 401 milliards (3,5 % du PIB de la zone euro) sont destinés aux pays de la zone euro et le reste aux autres États membres de l'UE. Les fonds provenant de la facilité pour la reprise et la résilience, qui est de

loin le programme le plus important dans le cadre du NGEU, sont mis à disposition pour une moitié environ sous forme de prêts et pour l'autre moitié sous forme de subventions non remboursables. En pratique, toutefois, le volet subventions devrait être prédominant, dans la mesure où tous les pays de la zone euro ont l'intention d'utiliser pleinement leurs subventions, tandis que seulement quelques-uns ont demandé des prêts jusqu'à présent. L'une des caractéristiques intéressantes des transferts provenant de la facilité pour la reprise et la résilience est que les pays qui ont été le plus durement touchés par la pandémie ou qui ont un PIB par tête relativement faible sont éligibles à recevoir une part plus importante (cf. graphique 1.12 pour les droits par pays). Surtout si les plans pour la reprise et la résilience sont mis en œuvre de manière satisfaisante, cette caractéristique devrait contribuer à atténuer les écarts entre les pays en matière de croissance économique, qui ont été encore accentués par la pandémie dans la zone euro.

Graphique 1.12

Droits et financements demandés pour les pays de la zone euro dans le cadre de la Facilité pour la reprise et la résilience à fin 2019

(en pourcentage du PIB de 2020)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : ZE correspond à Zone euro. Les droits à subventions pour les pays sont présentés selon les données de la Commission européenne. Les droits à prêts pour les pays correspondent à 6,8 % de leur revenu national brut de 2019. Aucune information n'est disponible concernant les demandes de subvention et de prêt de la part des Pays-Bas dans le cadre de la Facilité pour la reprise et la résilience, dans la mesure où ce pays n'a pas encore soumis son plan pour la reprise et la résilience.

1.4 Une reprise de l'inflation résultant d'effets hétérogènes



L'inflation a fortement augmenté par rapport à ses points bas liés à la pandémie

L'inflation mesurée par l'IPCH total dans la zone euro s'est établie à 2,6 % en moyenne en 2021, en nette hausse par rapport à une moyenne de 0,3 % en 2020 (cf. graphique 1.13). Cette reprise reflète dans une large mesure le renchérissement prononcé de l'énergie. En outre, le fait que la demande ait dépassé une offre contrainte dans certains secteurs a accentué les tensions inflationnistes, à la suite de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie et du fort rebond des économies mondiale et domestiques. L'envolée de l'inflation annuelle, passée de -0,3 % en décembre 2020 à 5,0 % en décembre 2021 a été sans précédent à la fois en termes de rapidité d'accélération et d'ampleur des taux de croissance

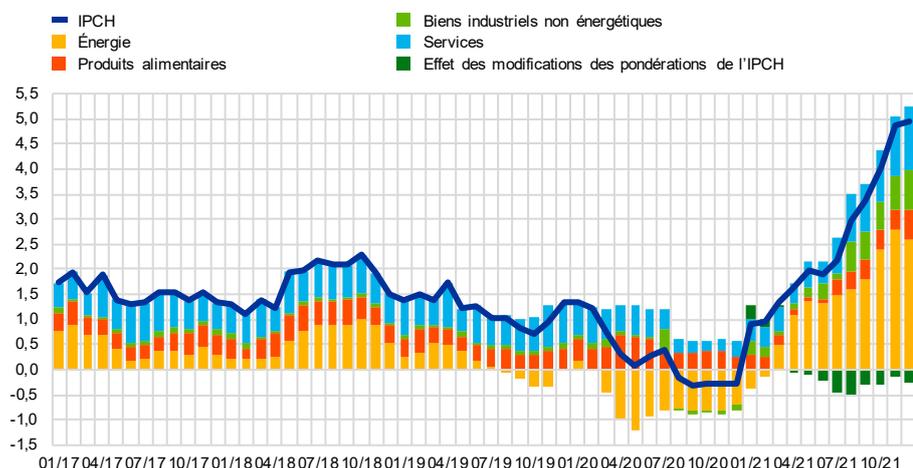
annuels à fin 2021 (l'encadré 1 fournit plus de détails sur les facteurs à l'origine de ce mouvement). De plus, elle s'est accompagnée à plusieurs reprises de chiffres d'inflation effective plus élevés qu'attendu. À plus long terme, on s'attendait largement à voir s'estomper les facteurs à l'origine de l'accélération de l'inflation en 2021 et, après être restée élevée à court terme, l'inflation devait se ralentir courant 2022. Toutefois, à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation s'est sensiblement accrue.

Le renchérissement de l'énergie, la réouverture des services et les goulets d'étranglement du côté de l'offre sont à l'origine de la forte hausse de l'inflation

C'est la composante énergie qui a apporté la principale contribution au redressement de l'inflation totale en 2021. Toutefois, à partir de l'été, les contributions d'autres composantes se sont également accentuées. L'assouplissement des confinements et autres restrictions liés à la pandémie ainsi que les politiques budgétaires et monétaire expansionnistes ont permis un redressement de la demande, qui a dopé en particulier les services aux consommateurs. Dans le même temps, les importants goulets d'étranglement du côté de la demande et de l'offre au niveau mondial, ainsi que les prix de l'énergie, ont poussé à la hausse le coût des biens importés et des biens produits au niveau domestique. Cette évolution s'est également reflétée dans la hausse des contributions des composantes biens industriels non énergétiques et prix des services à l'inflation plus tard dans l'année (cf. graphique 1.13). Au second semestre de l'année, l'inflation a également été soutenue dans une certaine mesure par l'effet de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne l'année précédente.

Graphique 1.13
Inflation totale et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les contributions des composantes de l'IPCH pour 2021 sont calculées à l'aide des pondérations de l'IPCH pour 2020. L'effet des modifications des pondérations est estimé par la BCE. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

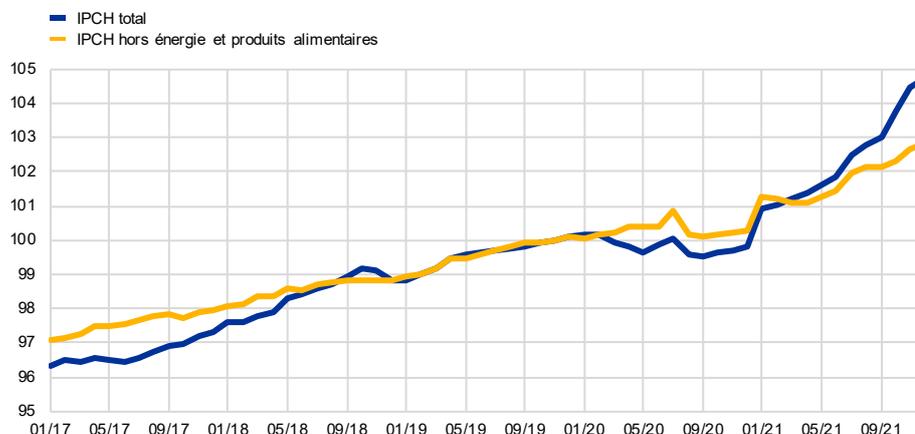
Le niveau des prix a également affiché une croissance dynamique en 2021

Dans la mesure où les taux de variation annuels reflètent également le bas niveau de départ de l'année précédente, la dynamique des prix en 2021 peut également être analysée en termes d'évolution des indices relatifs à l'IPCH total et à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La hausse du niveau des prix a été plus prononcée en 2021 qu'au cours des années qui ont précédé la pandémie, lorsque les résultats de l'inflation étaient inférieurs à l'objectif de la BCE (cf. graphique 1.14).

Graphique 1.14

IPCH total et IPCH hors énergie et produits alimentaires

(indices corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés, T4 2019 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

Des facteurs liés à la façon de mesurer l'inflation en ont faussé les chiffres en 2021

L'évaluation de la dynamique des prix et des facteurs qui les déterminent s'est révélée particulièrement difficile en 2021, non seulement en raison de l'impact économique de la pandémie, mais aussi car certains facteurs techniques liés à celle-ci ont affecté la mesure de l'inflation. Le premier de ces facteurs a été l'ajustement annuel régulier des pondérations de la consommation pour le calcul de l'IPCH⁶. Habituellement, ces ajustements sont limités, mais en 2020, les profils de consommation ont fortement évolué en réponse à la pandémie et aux diverses restrictions en vigueur. Par exemple, les postes de l'IPCH liés aux voyages ont reçu une pondération plus faible dans le panier de l'IPCH 2021, en raison de l'atonie des saisons touristiques en 2020. Globalement, les modifications des pondérations ont eu des répercussions importantes, plus souvent à la baisse qu'à la hausse, sur les taux d'inflation annuels pour chaque mois de 2021. Sur l'ensemble de l'année 2021, l'impact total estimé a été un effet négatif de 0,2 point de pourcentage (cf. graphique 1.13). Deuxième facteur technique, pendant plusieurs mois en 2020 et 2021, les prix de plusieurs postes de l'IPCH (par exemple, les restaurants et les voyages) n'ont pu être collectés via les sources habituelles en raison des restrictions liées à la COVID-19 et ont été remplacés par des prix imputés, c'est-à-dire obtenus par d'autres méthodes⁷. Un troisième facteur technique a été le fait qu'en 2020 et 2021, les périodes de soldes saisonniers ont été décalées vers d'autres mois que les mois habituels, ce qui a entraîné une forte volatilité du taux de variation annuel des prix des biens industriels non énergétiques en raison des composantes habillement et chaussure.

L'inflation sous-jacente a augmenté, mais plus modérément lorsque l'on élimine la volatilité liée à la pandémie

Compte tenu de ces facteurs techniques, il convient également d'interpréter avec prudence les évolutions de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente, notamment les mesures reposant sur des

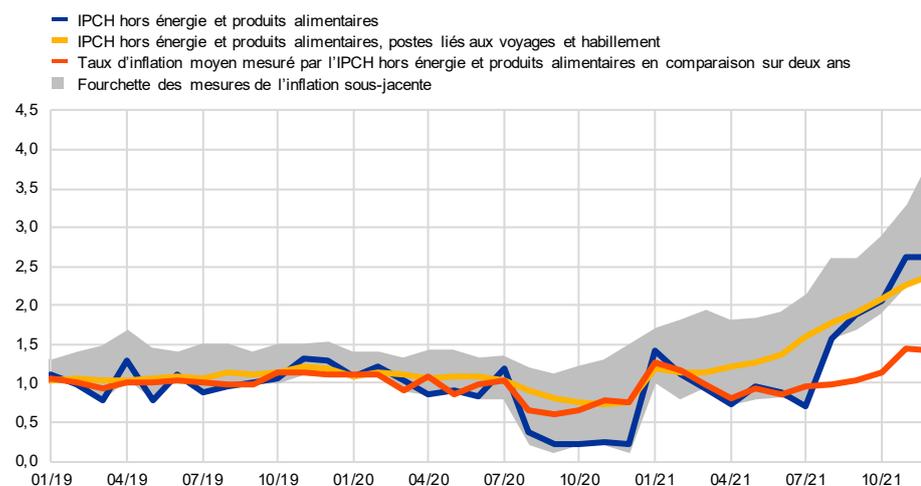
⁶ Cf. également l'encadré intitulé « Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

exclusions, les mesures statistiques et les mesures estimées de façon économétrique ont également augmenté tout au long de l'année (cf. graphique 1.15)⁸. À la fin de l'année, les taux d'inflation établis sur la base de ces mesures se situaient entre 2,4 % et 3,9 %. En outre, la dynamique des prix a été globalement atone en 2020, ce qui implique des effets de base haussiers pour les taux de variation en 2021. En tenant compte de cet aspect, une autre manière d'examiner les évolutions de l'inflation en 2021 consiste à se référer aux taux de variation des prix au cours du même mois deux ans auparavant, divisés par deux pour refléter la variation moyenne par an. L'analyse de ce taux minimise effectivement les biais résultant du très bas niveau de l'inflation au début de la période de pandémie. Calculée sur cette base, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,4 % en décembre 2021, soit environ la moitié du taux de croissance annuel publié de 2,6 % (cf. graphique 1.15). Toutefois, ce taux augmente également au cours des derniers mois de 2021, pour s'établir à un niveau enregistré pour la dernière fois en 2013, au début de la décennie de faible inflation précédant la COVID-19.

Graphique 1.15
Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette inclut des mesures d'exclusion permanente et temporaire, des mesures statistiques et des mesures économétriques (*Supercore* et composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component, PCCI*)), cf. note de bas de page n° 8 pour une description des mesures de l'inflation sous-jacente. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

Les prix à la production des biens ont fortement augmenté, tandis que les coûts de main-d'œuvre sont demeurés modérés

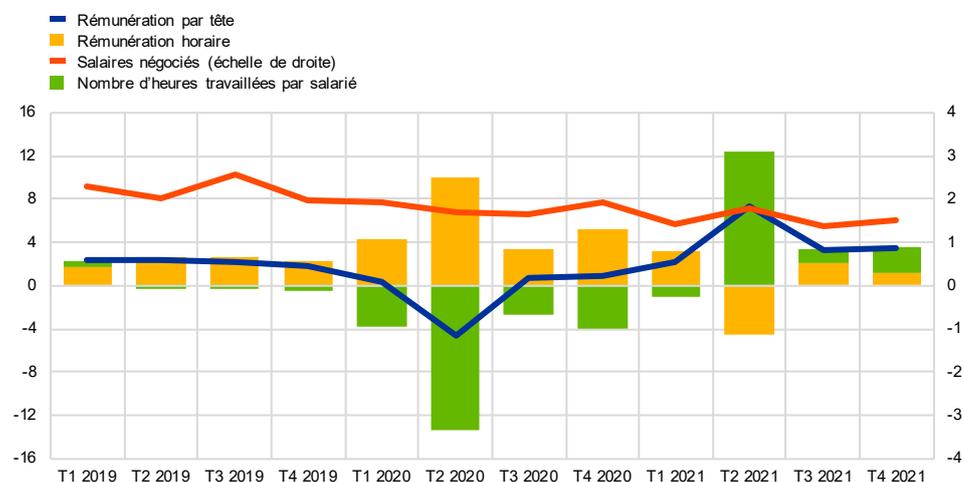
Les tensions sur les coûts ont joué un rôle important dans l'évolution des prix à la consommation en 2021. Les tensions se sont fortement accrues en amont de la chaîne des prix, notamment aux premiers stades et pour les prix des biens intermédiaires, reflétant l'effet des goulets d'étranglement du côté de l'offre et, en particulier au second semestre 2021, dans une certaine mesure, également le renchérissement de l'énergie. Les hausses de prix des produits importés ont été légèrement plus élevées qu'en 2020, en partie en raison d'une dépréciation de l'euro. L'impact des tensions sur les coûts affectant les prix à la production des biens

⁸ Pour une description des mesures de l'inflation sous-jacente, cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

de consommation non alimentaires – un indicateur important de la dynamique des prix des biens industriels non énergétiques – a été plus modéré qu’aux premiers stades de la chaîne des prix, tout en restant à un niveau historiquement élevé. La croissance du déflateur du PIB, une mesure large des tensions d’origine interne sur les coûts s’est établie en moyenne à 2,0 % en 2021, soit au-dessus de la moyenne de l’année précédente. Des effets de base importants et l’impact des mesures de soutien prises par les pouvoirs publics ont entraîné une certaine volatilité des composantes de coûts liées aux coûts unitaires de main-d’œuvre et aux bénéfices unitaires. Avec la diminution du recours aux dispositifs de maintien de l’emploi et le fait que la plupart des salariés perçoivent à nouveau l’intégralité de leur salaire, la croissance de la rémunération par tête est passée de – 0,6 % en 2020 à 4,0 % en moyenne en 2021. Dans le même temps, la productivité par personne employée a augmenté en raison des heures supplémentaires travaillées, si bien que cette forte hausse ne s’est pas reflétée dans les coûts unitaires de main-d’œuvre. L’impact des dispositifs de soutien public a donc continué de rendre plus difficile l’interprétation des indicateurs relatifs aux salaires tels que la rémunération par tête et la rémunération par heure travaillée (cf. graphique 1.16). La croissance des salaires négociés est moins affectée par ces mesures et est demeurée modérée, revenant à 1,5 % en moyenne en 2021, après 1,8 % en 2020 ⁹. Toutefois, cette évolution reflète peut-être aussi les retards des négociations salariales liés à la pandémie.

Graphique 1.16
Mesures des coûts de main-d’œuvre

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 pour les salaires négociés et au troisième trimestre 2021 pour le reste.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme se sont rapprochées de la cible d'inflation de la BCE

Les anticipations d’inflation à long terme établies par les prévisionnistes professionnels, qui s’établissaient à 1,7 % fin 2020, ont augmenté pour ressortir à 1,9 % en 2021 (cf. graphique 1.17). Selon les résultats du questionnaire spécial adressé aux participants à l’enquête de la BCE auprès des prévisionnistes

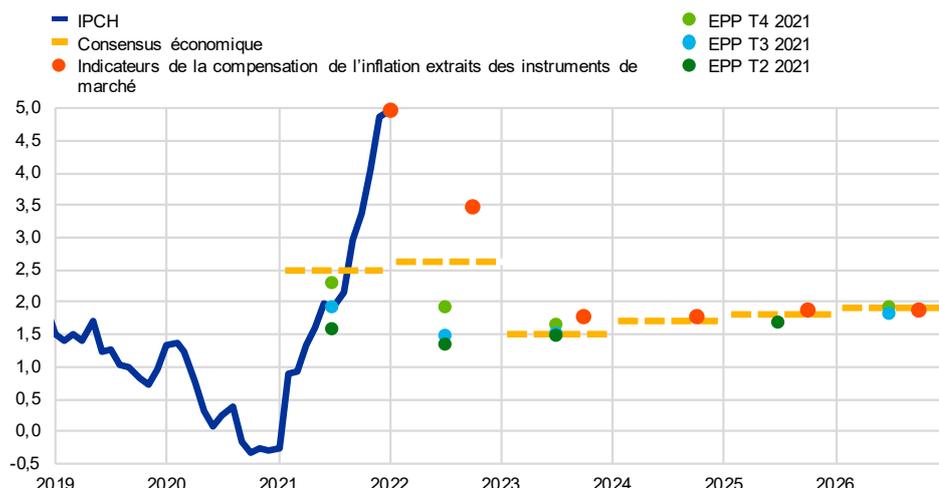
⁹ Cf. également l’encadré intitulé « L’évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

professionnels (EPP), la communication de la nouvelle stratégie de politique monétaire a contribué à soutenir cet ajustement des anticipations ¹⁰. Les mesures de la compensation à long terme de l'inflation extraites des instruments de marché, en particulier le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, ont suivi une trajectoire similaire et se sont progressivement redressées courant 2021. Vers la fin de l'année, cette mesure a fluctué juste au-dessous du niveau de 2 %, le dépassant brièvement en octobre. Les estimations des primes de risque d'inflation incluses dans la compensation de l'inflation, exigées par les investisseurs, suggèrent qu'en 2021 les primes de risque d'inflation sont devenues positives sur l'ensemble des échéances, pour la première fois depuis plusieurs années. Corriger la compensation de l'inflation de ces estimations montre que le redressement des anticipations d'inflation à long terme à proprement parler, intégrées dans les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, se révèle plus modéré ¹¹.

Graphique 1.17

Indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Consensus économique, BCE (EPP) et calculs de la BCE.

Notes : La trajectoire des indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché est fondée sur le taux des *swaps* au comptant indexés sur l'inflation à un an et sur les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Les dernières observations pour les taux des *swaps* indexés sur l'inflation se rapportent au 30 décembre 2021. Pour le quatrième trimestre 2021, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 11 octobre 2021. Les dates d'arrêt du Consensus économique sont les suivantes : le 8 décembre 2021 s'agissant des prévisions pour 2021 et 2022 et le 14 octobre 2021 pour les prévisions à long terme.

Les prix des logements ont augmenté pour les propriétaires, tandis que la dynamique des loyers est restée modérée

L'évaluation de la stratégie de politique monétaire a établi la nécessité d'inclure les coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH. D'importants progrès ont été réalisés en 2021 pour l'élaboration d'indicateurs sur ce sujet. Toutefois, il convient de faire davantage, par exemple en isolant mieux la composante consommation de la composante investissement pour les achats de biens

¹⁰ Cf. également l'encadré intitulé « Résultats de l'enquête spécifique réalisée auprès des prévisionnistes professionnels au sujet de la nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

¹¹ Cf. également l'encadré intitulé « Décomposer les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché en anticipations d'inflation et primes de risque », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

immobiliers inclus dans les estimations ¹². Un indice expérimental combinant le panier de l'IPCH et les dépenses au titre des logements occupés par leur propriétaire pourrait déjà être mis à disposition par le Système statistique européen en 2023, suivi de la publication d'un indice officiel vers 2026. Pour l'instant, seules des estimations expérimentales sont disponibles pour ces coûts, qui devraient avoir augmenté à un rythme annuel moyen de 4,8 % au cours des trois premiers trimestres de 2021, contre 2,6 % en 2020, et ont donc été beaucoup plus dynamiques que les loyers, qui sont inclus dans l'IPCH. La composante des loyers payés par les locataires incluse dans l'IPCH a augmenté de 1,2 % en 2021, après 1,3 % en 2020. La hausse plus prononcée des coûts du logement pour les propriétaires reflète en partie la nature de l'estimation : l'indice inclut une composante liée aux achats de logements neufs, qui est étroitement alignée sur les prix de l'immobilier résidentiel. S'agissant des prix des logements, la croissance de l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE est passée de 5,4 % en 2020 à 7,5 % en moyenne, en rythme annuel, au cours des trois premiers trimestres de 2021. La vigueur du marché de l'immobilier résidentiel s'est reflétée dans la dynamique de l'IPCH par le biais de certains postes de taille plus réduite. Par exemple, jusqu'à ce que les restrictions liées à la pandémie soient considérablement assouplies à la fin du printemps 2021, le temps passé chez soi a augmenté. Cette évolution a entraîné une hausse de la demande de rénovation des logements, avec une dynamique à la hausse des prix des biens et services liés au logement, tels que l'entretien et les réparations, ainsi que la pose de moquette et de parquet.

Encadré 1

Facteurs à l'origine de la forte hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH

La hausse annuelle de l'IPCH total dans la zone euro a atteint 5,0 % en décembre 2021, contre – 0,3 % en décembre 2020, 0,3 % pour l'ensemble de l'année 2020 et 0,9 % en moyenne au cours des cinq années ayant précédé la pandémie. Cette hausse a principalement reflété une forte accélération de la hausse des prix de l'énergie, mais également un renforcement de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la demande s'étant avérée supérieure à une offre contrainte dans certains secteurs, dans un contexte de reprise au niveau mondial et dans la zone euro après la pandémie. Les entreprises ont également pu augmenter les prix pour compenser les pertes de revenus enregistrées quand les restrictions liées à la COVID-19 étaient plus contraignantes.

Les bas niveaux des prix en 2020 sont un facteur important à prendre en compte lors de l'évaluation de la hausse de l'inflation en 2021, car ils servent de base pour le calcul des taux de croissance annuels pour 2021. Par exemple, les prix du pétrole et, par la suite, les prix de l'énergie pour les consommateurs se sont effondrés avec le début de la pandémie. Environ la moitié de la hausse des prix de l'énergie constatée au dernier trimestre 2021 peut être attribuée au bas niveau enregistré en 2020 ¹³. S'agissant des prix des produits alimentaires, cet effet s'est exercé dans la direction opposée, dans la mesure où après la hausse liée à la pandémie au printemps 2020, les

¹² Cf. également l'article intitulé « [Les logements occupés par leur propriétaire et la mesure de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

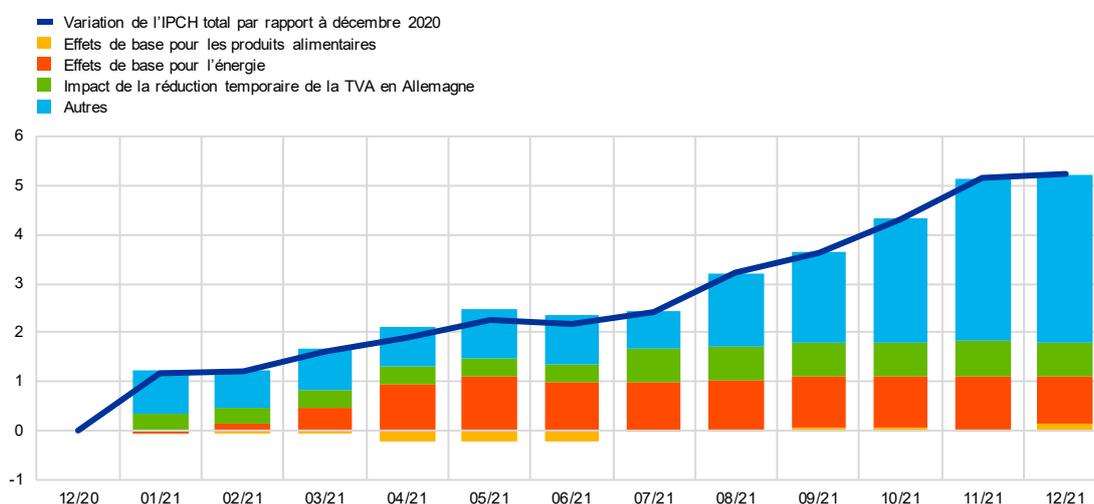
¹³ Cf. également l'encadré intitulé « [La dynamique récente des prix de l'énergie : le rôle des effets de base et de la fiscalité](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

évolutions des prix de ces produits ont été relativement modérées au premier semestre 2021. Des effets de base ont également résulté de modifications de la fiscalité indirecte, en particulier la réduction temporaire de la TVA mise en œuvre en Allemagne entre juillet et décembre 2020 en réponse à la crise. La fin de cette réduction de la TVA a entraîné une hausse du taux d'inflation en janvier 2021, mais a également eu un impact haussier au second semestre 2021, car la comparaison avec le niveau observé un an auparavant était fondée sur des prix reflétant le taux de TVA réduit ¹⁴. Même si la dynamique intra-annuelle des prix a joué un rôle plus important, les effets sur les taux annuels d'inflation liés à la base peu élevée en 2020 expliquent, une fois combinés, environ 2 points de pourcentage de la hausse totale de 5,3 points de pourcentage de l'IPCH total observée en décembre 2021 par rapport à décembre 2020 (cf. graphique A).

Graphique A

Variation cumulée de l'inflation mesurée par l'IPCH total en 2021 par rapport à décembre 2020

(en point de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente, pour chaque mois de 2021, la différence entre le taux d'inflation de ce mois et celui enregistré en décembre 2020. Par exemple, en août 2021, le taux d'inflation a été supérieur de quelque 3 points de pourcentage par rapport à décembre 2020 et environ la moitié de cette différence peut s'expliquer par un effet de base, c'est-à-dire le faible niveau de la base qui sert de comparaison en 2020.

Un deuxième facteur à l'origine de la hausse de l'inflation tient au fait que les prix à la consommation de l'énergie ne se sont pas juste normalisés en 2021, mais ont continué à augmenter fortement. La hausse additionnelle a d'abord été principalement observée pour les prix des carburants destinés au transport, la demande mondiale de pétrole s'étant renforcée dans le sillage de la reprise en cours, tandis que l'offre est restée quelque peu limitée. Au cours de l'été, les prix du gaz et de l'électricité ont également flambé (cf. graphique B, partie a). Cette évolution a reflété une augmentation de la demande, mais également certaines contraintes pesant sur l'offre de gaz. La demande de gaz a été exceptionnellement élevée en raison d'un hiver 2020-2021 rigoureux et de vents faibles durant l'été 2021, qui ont conduit à remplacer l'énergie éolienne par du gaz ¹⁵.

¹⁴ L'impact de la fin de la réduction du taux de TVA est estimé à 0,3 point de pourcentage environ pour janvier 2021, à 0,3 point de pourcentage environ pour juillet 2021 et à -0,3 point de pourcentage environ pour janvier 2022 (pour tous les mois, l'impact correspond au taux annuel comparé au mois précédent). L'estimation est fondée sur l'évaluation par la Bundesbank de la répercussion effective telle que publiée dans « *Monthly Report* », vol. 72, n° 11, Deutsche Bundesbank, novembre 2020.

¹⁵ Les prix élevés du carbone (c'est-à-dire les prix des quotas d'émissions) induits par les politiques vertes impliquent que le gaz est devenu le substitut privilégié pour remplacer l'énergie éolienne en cas de production insuffisante liée aux conditions météorologiques, dans la mesure où il produit moins d'émissions que les autres combustibles, en particulier le charbon.

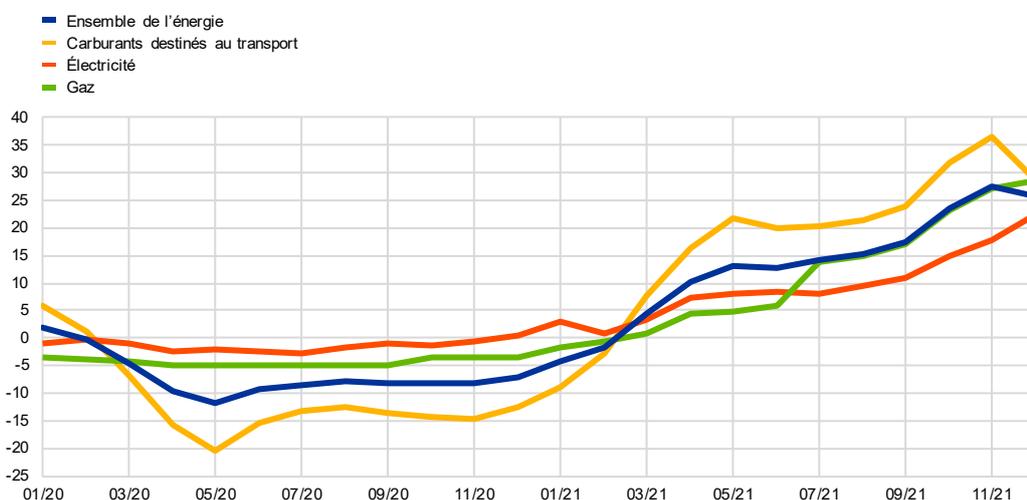
De plus, l'offre de gaz en provenance de Norvège a été réduite au premier semestre 2021 en raison de travaux de maintenance sur les gazoducs, et les importations de gaz russe de l'UE ont été relativement faibles pendant l'été. La reprise mondiale a également accru la demande de gaz, en particulier en Chine. Les consommateurs ont consacré une part plus importante de leurs dépenses énergétiques aux carburants destinés aux transports (environ 40 %) qu'au gaz (environ 30 %) et à l'électricité (environ 20 %), et les évolutions des prix des carburants sont généralement le principal déterminant de la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, le renchérissement du gaz et de l'électricité à l'automne 2021 a eu pour résultat une contribution historiquement élevée de ces rubriques à la hausse des prix de l'énergie dans la zone euro (cf. graphique B, partie b).

Graphique B

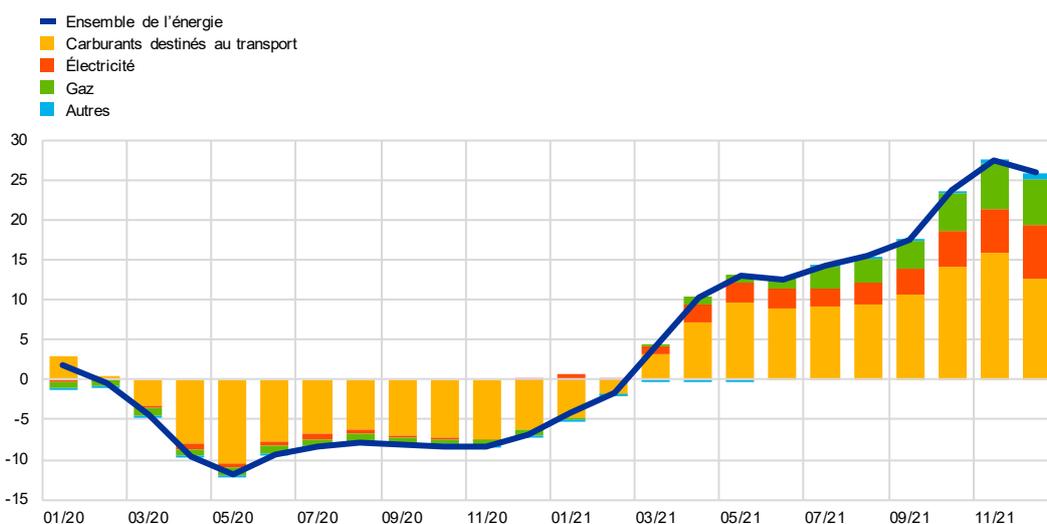
Évolutions de la hausse des prix de l'énergie

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

a) Hausse annuelle de l'IPCH pour l'énergie et ses principales composantes



b) Contribution des principales composantes à la hausse annuelle des prix de l'énergie



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

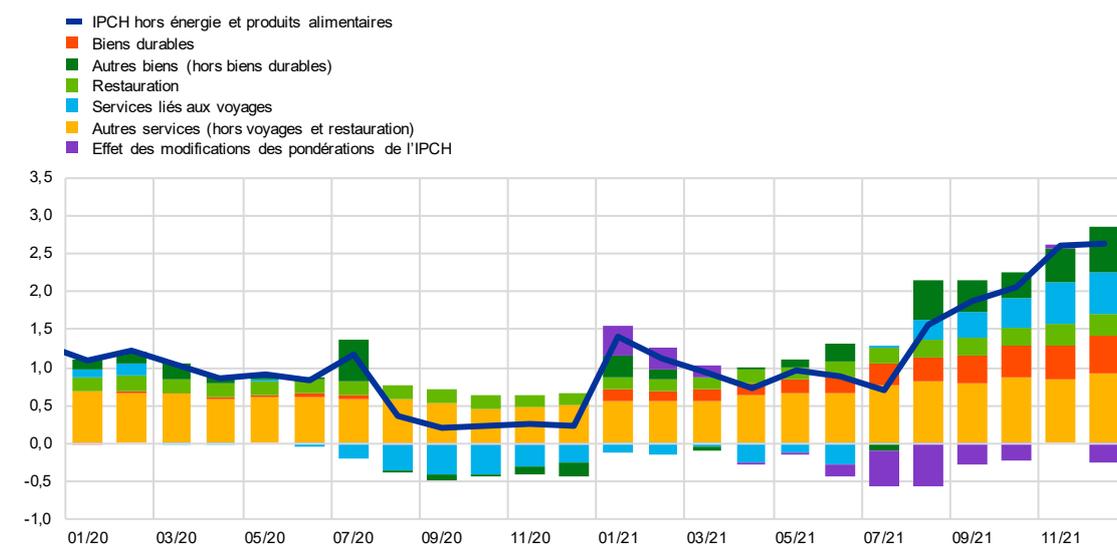
Le troisième facteur important à l'origine de la hausse de l'inflation est lié aux tensions sur les prix se manifestant dans le contexte de la réouverture de l'économie après une période de restrictions

en raison de la pandémie. La demande a fortement augmenté au niveau tant mondial que domestique, se révélant supérieure à l'offre contrainte dans certains secteurs. En conséquence, des pénuries du côté de l'offre sont apparues au niveau mondial et les coûts de transport ont fortement augmenté fin 2020 et début 2021¹⁶. Les prix à la production ont augmenté régulièrement dans la zone euro tout au long de 2021, non seulement pour les biens intermédiaires, mais aussi pour les biens de consommation. Il n'existe pas de lien immédiat et stable entre les prix à la production et les prix à la consommation, mais la hausse graduelle des prix à la consommation des biens durables a été notable, en particulier au second semestre 2021 (cf. graphique C)¹⁷. La dynamique des prix est devenue plus prononcée pour les voitures neuves et d'occasion, les vélos et les motos ainsi que pour différents produits électroniques tels que les produits informatiques et les téléviseurs, tous produits susceptibles d'avoir été affectés par des pénuries de production telles que celles liées aux semi-conducteurs ou par des goulets d'étranglement au niveau du transport maritime et des chaînes de livraison.

Graphique C

Décomposition de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les contributions des composantes pour 2021 sont calculées en utilisant les pondérations de l'IPCH en 2020. L'effet des modifications des pondérations est estimé par la BCE.

Les services « nécessitant de nombreux contacts » ont été l'un des secteurs les plus lourdement touchés par la pandémie. Avec la levée progressive des restrictions, la dynamique des prix de ces rubriques a commencé à se renforcer. Par exemple, la hausse du taux de variation annuel des services liés aux voyages (tels que l'hébergement, le transport aérien et les voyages organisés) a

¹⁶ Cf. les encadrés intitulés « [Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?](#) » *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 ; « [La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021 ; « [Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro](#) » *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

¹⁷ Pour un examen plus détaillé des évolutions des prix à la production dans la zone euro et de leur impact sur les prix à la consommation, cf. l'encadré intitulé « [Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

été particulièrement visible au début de la période de vacances à l'été 2021 (cf. graphique C)¹⁸. Cette hausse, comme celle des prix de l'énergie, a également traduit en partie la comparaison avec les prix bas de l'année précédente. De plus, la dynamique des prix dans la restauration s'est également renforcée graduellement après la réouverture au printemps 2021. Les taux d'inflation plus élevés observés pour les services nécessitant de nombreux contacts ont reflété non seulement la reprise soudaine de la demande, mais également les coûts plus élevés et des capacités réduites en raison des exigences liées à la pandémie, ainsi que des pénuries de main-d'œuvre, certaines entreprises rencontrant des difficultés pour réembaucher le personnel licencié lors des fermetures.

Enfin, la volatilité de l'inflation en 2021 a été affectée par plusieurs autres facteurs spécifiques tels que décrits dans le corps du texte de la section 1.4. Par exemple, les dynamiques des prix de l'habillement et de la chaussure ont été affectées par des changements de calendrier pour les soldes saisonniers, et la modification des pondérations des rubriques de l'IPCH a été d'une ampleur exceptionnelle pour 2021, avec un effet particulièrement important sur la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (cf. graphique C).

Globalement, la hausse de l'IPCH en 2021 a été principalement liée à des facteurs spécifiques apparaissant dans le contexte de la pandémie de COVID-19 et de la reprise économique. Le caractère inédit de la crise et la spécificité des facteurs à l'origine de la forte hausse de l'inflation au cours de la reprise impliquent une incertitude particulièrement élevée et des difficultés pour évaluer les évolutions de l'inflation sur la période à venir.

1.5 La poursuite de la mise en œuvre de mesures décisives a permis de maintenir des conditions de crédit et des conditions de financement favorables

La poursuite des achats d'actifs et la communication de la BCE ont atténué les tensions à la hausse sur les rendements à long terme

Conjugué aux améliorations dans la lutte contre la pandémie, le stimulus fourni par les politiques budgétaires, monétaire et prudentielle a soutenu le vif rebond de l'activité économique en 2021 (cf. section 1.2). Au second semestre de l'année, les investisseurs ont également commencé à exiger une rémunération plus élevée pour leur exposition à la dynamique de l'inflation, révisant à la hausse leurs anticipations d'inflation à long terme et les primes de risque, ce qui s'est traduit par une augmentation des taux d'intérêt à long terme (cf. graphique 1.18). Dans ce contexte, la BCE a confirmé une nouvelle fois l'orientation accommodante de sa politique monétaire et son engagement à maintenir des conditions de financement favorables dans la zone euro. Cela a contribué, au moins partiellement, à préserver les rendements de la zone euro des évolutions sur les marchés mondiaux, où une inflation plus forte que prévu a conduit les intervenants de marché à intégrer dans leur prix un resserrement de la politique monétaire plus précoce qu'anticipé précédemment dans un certain nombre d'économies avancées. En outre, la

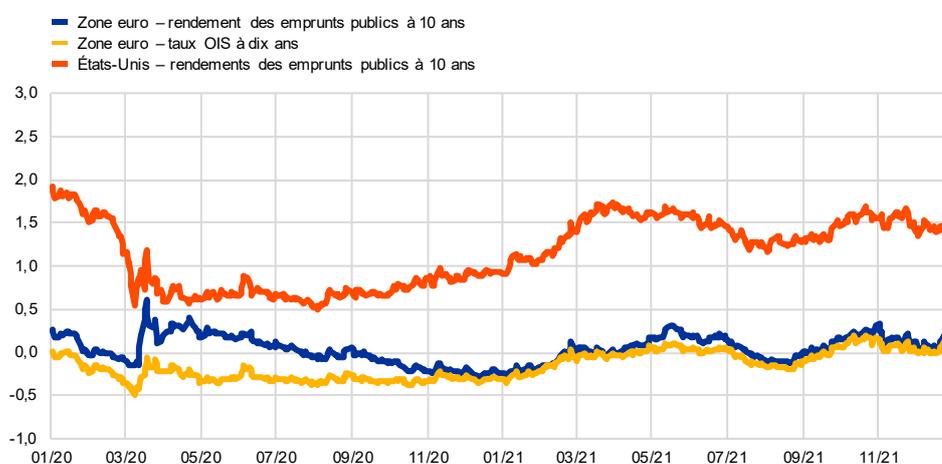
¹⁸ Durant les confinements, les prix de ces rubriques ont été soumis à une incertitude des mesures légèrement plus élevée, dans la mesure où ils n'ont pas toujours pu être collectés et ont par conséquent été estimés (c'est-à-dire imputés), cf. également le corps du texte de la section 1.4. Pour une analyse plus détaillée des prix à la consommation pour les postes liés aux voyages, cf. l'encadré intitulé « [Les prix des voyages pendant la pandémie de COVID-19 : existe-t-il des similitudes entre les pays et les postes concernés](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

communication de la BCE sur l'orientation accommodante de sa politique monétaire et la poursuite des achats massifs d'actifs ont contribué à éviter un creusement des écarts de rendement des obligations souveraines, c'est-à-dire que l'évolution des rendements souverains est restée proche de celle des taux sans risque correspondants. Par conséquent, la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations d'État à dix ans pour la zone euro a régulièrement augmenté en 2021 pour ressortir à 0,27 % le 31 décembre, 51 points de base au-dessus de son niveau de fin 2020 (cf. graphique 1.18). Plus généralement, les conditions de financement dans la zone euro sont demeurées favorables.

Graphique 1.18

Rendements à long terme dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentage annuel, données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à la zone euro se rapportent à la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations d'État à dix ans et au taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2021.

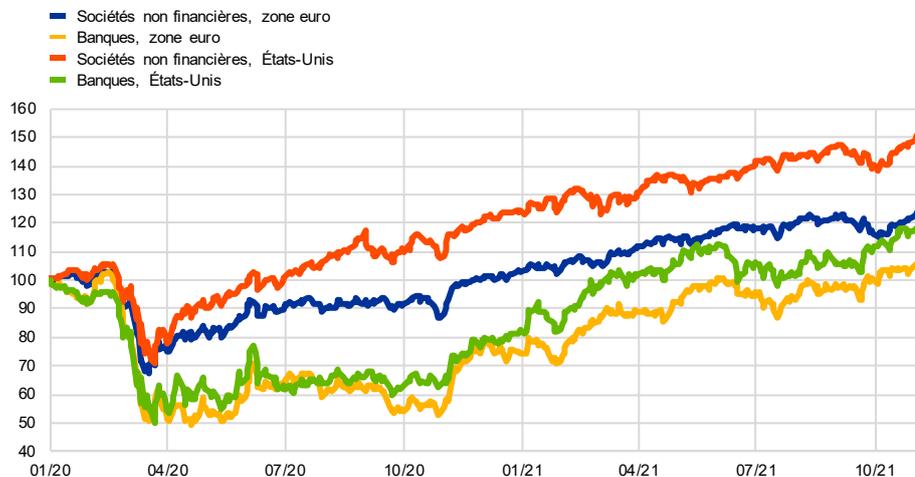
Des marchés boursiers soutenus par les anticipations de bénéfices à long terme

Avec l'engagement sans faille en faveur d'un soutien monétaire et budgétaire, le rebond de l'activité économique en 2021 a contribué à une hausse régulière des prix des actions dans la zone euro, sous l'effet d'anticipations de bénéfices à long terme très robustes et résilientes. Cette tendance s'est temporairement interrompue de mi-septembre à mi-octobre, les anticipations par les marchés d'une éventuelle réduction des achats d'actifs par le Système fédéral de réserve ayant pesé sur la dynamique des marchés boursiers au niveau mondial. Au niveau sectoriel, les prix des actions bancaires de la zone euro, qui avaient reculé en 2020, ont progressé nettement plus rapidement que les prix des actions non financières. L'indice large des prix des actions des sociétés non financières de la zone euro s'est établi le 31 décembre 2021 quelque 19 % au-dessus des niveaux de fin 2020, tandis que la hausse des prix des actions bancaires de la zone euro a été nettement plus élevée, dépassant les 30 % (cf. graphique 1.19).

Graphique 1.19

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2020 = 100)



Sources : Bloomberg, Refinitiv et calculs de la BCE.

Note : L'indice EURO STOXX banks et l'indice de marché Refinitiv pour les sociétés non financières sont présentés pour la zone euro ; l'indice S&P banks et l'indice de marché Refinitiv pour les sociétés non financières sont présentés pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2021.

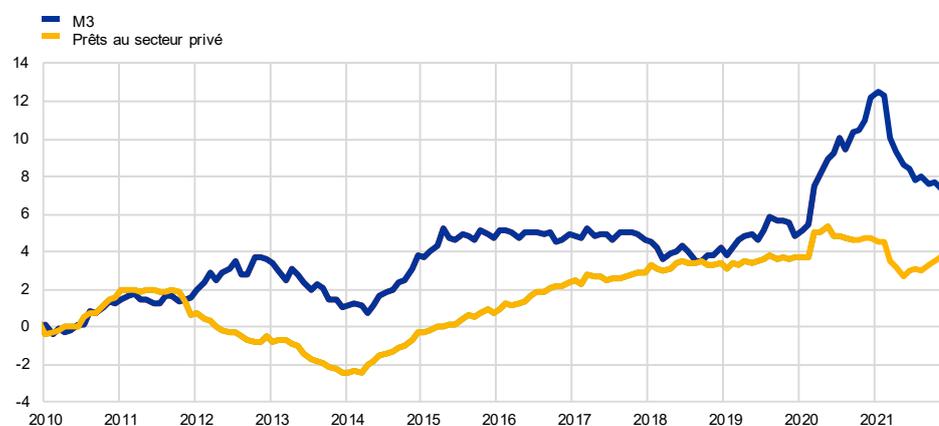
La croissance de la monnaie et du crédit va dans le sens d'une expansion monétaire soutenue, quoique plus modérée

La croissance de la monnaie au sens large dénote la poursuite d'une expansion monétaire solide en 2021. Son rythme s'est rapproché de la moyenne de long terme par rapport à 2020, première année de la pandémie, où il avait fortement augmenté (cf. graphique 1.20). La création monétaire a été tirée par l'agrégat étroit M1, reflétant une accumulation soutenue de dépôts à vue des entreprises et des ménages auprès des banques, mouvement toutefois plus modéré qu'en 2020. En phase avec le redressement de la confiance des consommateurs et des dépenses de consommation, les flux de dépôts des ménages sont revenus à leur moyenne d'avant la pandémie. Le fait que la forte croissance des dépôts en 2020 n'ait pas été contrebalancée par une période de croissance inférieure à la moyenne indique la volonté de conserver une épargne plus importante, comme en attestent également les réponses à l'[enquête sur les anticipations des consommateurs \(CES\)](#) de la BCE. Les flux de dépôts des entreprises sont également demeurés soutenus, indiquant un nouveau renforcement des coussins de liquidité par les entreprises. Les achats d'actifs par l'Eurosystème ont été la principale source de croissance monétaire, suivis des concours au secteur privé. Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et prudentielles durant la crise de la COVID-19 ont permis le maintien de conditions favorables pour le flux de crédit à destination de l'économie de la zone euro.

Graphique 1.20

M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

Les mesures de politique monétaire ont contribué à garantir des conditions de crédit bancaire favorables

Les conditions du crédit bancaire ont été globalement favorables cette année.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a montré que les critères d'octroi (c'est-à-dire les directives internes ou les critères d'approbation des prêts) des banques pour les prêts aux entreprises et aux ménages, qui s'étaient durcis dans la zone euro l'année précédente, ont été globalement inchangés à partir du deuxième trimestre 2021. Cela reflète une diminution des risques perçus par les banques, compte tenu de la reprise économique et de la poursuite des mesures de soutien monétaire et budgétaire, notamment via les prêts garantis. Les banques ont également déclaré que les programmes d'achats d'actifs de la BCE, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le taux négatif de la facilité de dépôt avaient soutenu l'activité de prêt. Dans le même temps, les banques ont déclaré que les programmes d'achats d'actifs et le taux négatif de la facilité de dépôt avaient pesé sur leur rentabilité.



Les prêts au logement sont restés dynamiques, mais les prêts bancaires aux entreprises ont fléchi par rapport aux points hauts enregistrés en période de pandémie, d'autres sources de financement étant disponibles

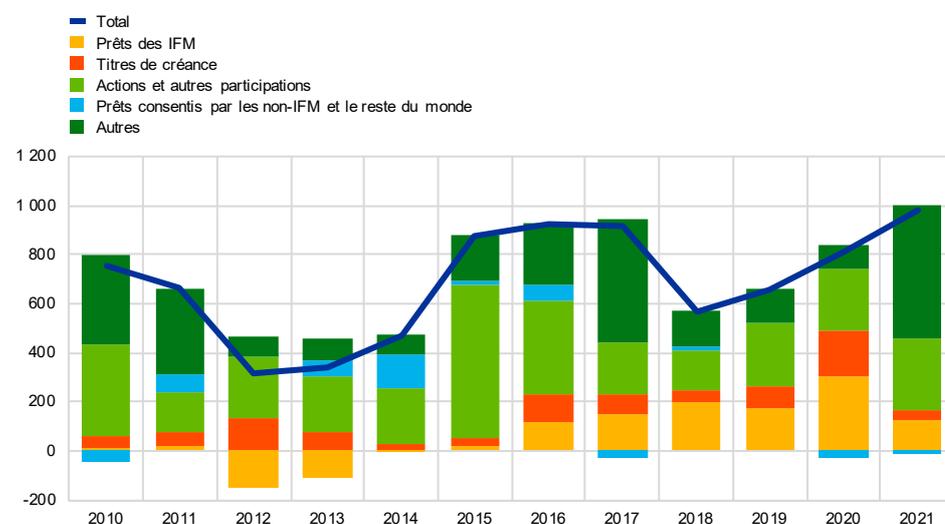
En maintenant les coûts de financement pour les banques de la zone euro à un bas niveau, les mesures de soutien prises par les autorités ont contribué à exercer des pressions à la baisse sur les taux débiteurs et ont évité un durcissement généralisé des conditions de financement. En 2021, les taux débiteurs bancaires sont restés globalement stables, proches de leurs points bas historiques. Tandis que les prêts au logement ont fortement progressé, les crédits à la consommation sont restés faibles, l'épargne accumulée durant la pandémie étant disponible pour les dépenses de consommation. S'agissant des entreprises, les réserves de trésorerie abondantes, la hausse des bénéfices non distribués favorisée par la récente reprise et la disponibilité d'autres sources de financement (notamment les prêts interentreprises et les crédits commerciaux) ont réduit leurs besoins de financement. Ainsi, les emprunts des sociétés non financières auprès des banques et leurs émissions nettes de titres de créance se sont ralentis, après avoir fortement augmenté en 2020, bien que le coût réel du financement par endettement ait atteint un nouveau point bas historique au quatrième trimestre 2021. Après avoir atteint 7,1 % la première année de la pandémie, le taux de croissance annuel des prêts

bancaires aux entreprises est revenu à 4,3 % en 2021, tandis que d'après l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, la part des entreprises déclarant rencontrer des obstacles lorsqu'elles demandent un prêt est revenue aux niveaux d'avant la pandémie. Les sociétés non financières ont également pu avoir recours aux actions et autres participations comme mode de financement. Au total, les flux de financement externe des sociétés non financières ont encore augmenté en 2021 (cf. graphique 1.21).

Graphique 1.21

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

(flux annuels, en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : IFM : Institutions financières monétaires. Dans la rubrique « prêts des non-IFM et du reste du monde », les institutions financières non monétaires comprennent les autres intermédiaires financiers, les fonds de pension et les sociétés d'assurance. Les « prêts des IFM » et les « prêts des non-IFM et du reste du monde » sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation. La rubrique « Autre » correspond à la différence entre le total et les instruments considérés dans le graphique et comprend essentiellement les prêts interentreprises et les crédits commerciaux. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021. Le flux annuel pour 2021 est calculé comme la somme sur quatre trimestres des flux du quatrième trimestre 2020 au troisième trimestre 2021.

2 Politique monétaire : la poursuite du soutien et une nouvelle stratégie

Le vaste ensemble de mesures de politique monétaire utilisées par la BCE en 2021 et leurs recalibrages ont évité un durcissement procyclique des conditions de financement et atténué la menace d'une contraction de la liquidité et du crédit en maintenant une liquidité abondante dans le système bancaire et en protégeant les flux de crédit à l'économie. La réponse de politique monétaire a été un facteur fondamental de stabilisation des marchés et a soutenu l'économie et les perspectives d'inflation. La taille du bilan de l'Eurosystème a atteint un point haut historique de 8 600 milliards d'euros fin 2021, soit une augmentation de 1 600 milliards par rapport à l'année précédente. Fin 2021, les actifs liés à la politique monétaire représentaient 80 % du total des actifs du bilan de l'Eurosystème. Les risques liés à la taille importante du bilan ont continué d'être atténués par le cadre de gestion des risques de la BCE.

2.1 La réponse de politique monétaire de la BCE a continué d'apporter un soutien crucial à l'économie et aux perspectives d'inflation

Le maintien de conditions de financement favorables

La pandémie a continué de perturber l'activité économique au début de l'année et l'inflation est restée très faible

Début 2021, les évolutions économiques dans la zone euro ont été profondément affectées par la pandémie de COVID-19 en cours. Même si le début des campagnes de vaccination a marqué une étape importante dans la lutte contre le coronavirus, la nouvelle flambée des infections et l'apparition de nouveaux variants du virus ont impliqué une prolongation ou un durcissement des mesures visant à réduire la propagation du virus dans de nombreux pays de la zone euro. Cela a perturbé l'activité économique et assombri les perspectives à court terme. L'inflation est restée très faible dans un contexte de demande atone et d'importantes capacités inutilisées sur les marchés du travail et des biens et services. Dans l'ensemble, les données devenues disponibles en début d'année ont confirmé la précédente évaluation de référence du Conseil des gouverneurs selon laquelle la pandémie aurait un impact prononcé à court terme sur l'économie et que l'on observerait une faiblesse prolongée de l'inflation. Globalement, les conditions de financement dans la zone euro ont été généralement favorables. Bien que les taux sans risque aient légèrement augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2020, les *spreads* souverains et les *spreads* de crédit pour les entreprises ont fait preuve de résilience, les conditions du marché obligataire sont demeurées favorables, y compris pour les obligations d'entreprise, et les taux débiteurs bancaires ont été proches de leurs points bas historiques, tant pour les ménages que pour les entreprises.

En janvier, le Conseil des gouverneurs a confirmé l'orientation accommodante de décembre 2020 pour la politique monétaire

Dans ce contexte, un soutien monétaire important demeurait essentiel, et le Conseil des gouverneurs a décidé, en janvier 2021, de confirmer l'orientation accommodante de la politique monétaire décidée en décembre 2020, afin de préserver des conditions de financement favorables pendant la période de la pandémie¹⁹. Cette décision visait à réduire l'incertitude et à renforcer la confiance, à encourager les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises, à soutenir l'activité économique et ainsi à préserver la stabilité des prix à moyen terme. En particulier, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) d'un montant de 1 850 milliards d'euros, qui avaient été prolongés au moins jusqu'à fin mars 2022, ont contribué à préserver des conditions de financement favorables pour l'ensemble des secteurs de l'économie, tandis que la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) est demeurée, pour les banques, une source intéressante de financement, soutenant l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages. Le maintien du réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP et la poursuite des achats nets mensuels à hauteur de 20 milliards d'euros dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) ont également soutenu les conditions de financement en signalant la présence de l'Eurosystème sur les marchés pendant la période de pandémie et au-delà.

L'élargissement et le durcissement des mesures d'endiguement ont pesé sur l'activité économique au premier trimestre, mais l'inflation totale a fortement augmenté

Alors qu'au cours des premiers mois de l'année la propagation des variants du virus et l'élargissement et le durcissement associés des mesures d'endiguement ont pesé de plus en plus sur l'activité économique, l'inflation totale a commencé à augmenter fortement à partir de niveaux négatifs, en raison de facteurs techniques et spécifiques aux pays (notamment des effets de base) et d'un rebond marqué des

¹⁹ En décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a recalibré ses instruments de politique monétaire comme suit : premièrement, les taux d'intérêt appliqués aux opérations principales de refinancement (0,00 %), à la facilité de prêt marginal (0,25 %) et à la facilité de dépôt (-0,50 %) sont restés inchangés. Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Deuxièmement, l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) a été augmentée de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards et l'horizon fixé pour les achats nets a été étendu au moins jusqu'à fin mars 2022. Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il effectuerait, dans tous les cas, des achats nets jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP ont été prolongés au moins jusqu'à la fin de 2023. Troisièmement, les conditions de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été recalibrées. Quatrièmement, la durée de l'ensemble des mesures d'assouplissement des garanties adoptées le 7 avril et le 22 avril 2020 a été prolongée jusqu'à juin 2022. Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a déclaré que quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO) seraient conduites en 2021. Sixièmement, il a déclaré que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) se poursuivraient à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, et qu'il prévoyait d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il entendait également 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 les taux d'intérêt directeurs de la BCE seraient relevés et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Septièmement, le Conseil des gouverneurs a déclaré que la facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de *swap* et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seraient prolongées jusqu'en mars 2022. Enfin, il a également déclaré que des opérations régulières de prêt continueraient d'être menées, aussi longtemps que nécessaire, par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

prix de l'énergie. Les tensions sous-jacentes sur les prix sont toutefois restées faibles, dans le contexte d'une demande toujours atone et d'importantes capacités inutilisées sur les marchés du travail et des biens et services. Les taux d'intérêt sans risque à plus long terme et les rendements des obligations souveraines ont poursuivi la hausse observée depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Dans la mesure où ces taux d'intérêt de marché constituent les taux de référence essentiels utilisés dans la valorisation d'autres instruments des marchés de capitaux, comme les obligations du secteur privé et les obligations bancaires, et dans la valorisation des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises, les chocs provenant de ces taux tendent à influencer les conditions de financement au sens large à une étape ultérieure. Une augmentation forte et durable des taux de marché pouvait par conséquent se traduire par un resserrement prématuré des conditions de financement pour tous les secteurs de l'économie. Cela aurait remis en question l'engagement pris par le Conseil des gouverneurs en décembre 2020 et en janvier 2021 de préserver des conditions de financement favorables durant la période de pandémie et d'éviter un resserrement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Un durcissement des conditions de financement aurait accru l'incertitude et réduit la confiance, freinant encore l'activité économique et mettant en danger la stabilité des prix à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs a augmenté le rythme des achats d'actifs dans le cadre du PEPP en mars à la suite de la hausse des taux d'intérêt de marché

En mars, les conditions de financement s'étant resserrées sans amélioration des perspectives relatives à l'inflation, le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à des achats nets dans le cadre du PEPP le trimestre suivant à un rythme sensiblement plus rapide que durant les premiers mois de l'année. Les autres mesures de politique monétaire prises en décembre ont été reconfirmées²⁰. En avril, le rythme des achats nets d'actifs ainsi que les autres mesures ont été laissés inchangés, les informations devenues disponibles ayant confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation réalisée lors de l'évaluation de mars.

La réouverture de l'économie et une nouvelle stratégie

Les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient une hausse de l'inflation en 2021 avant une baisse en 2022

Vers le milieu de l'année, l'évolution des infections à la COVID-19 et les progrès des campagnes de vaccination ont permis une réouverture de l'économie de la zone euro. Malgré l'apparition de nouveaux variants du virus, la pression sur les systèmes de santé s'est atténuée. Les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoyaient une poursuite de la hausse de l'inflation au second semestre 2021 avant une baisse en 2022, avec la dissipation des facteurs temporaires. Un accroissement graduel des tensions sur l'inflation sous-jacente était prévu tout au long de l'horizon de prévision, et les projections relatives à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires ont été révisées à la hausse. D'après les prévisions, l'inflation totale devait cependant rester inférieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs sur l'ensemble de l'horizon de projection, et l'inflation sous-jacente devait également

²⁰ Cf. la première note de bas de page de la section 2.1.

demeurer inférieure à 2 %. Les conditions de financement sont restées stables pour les entreprises et les ménages, mais les taux d'intérêt de marché ont continué d'augmenter sur la période précédant la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 juin. Cette évolution a été en partie liée à l'amélioration des perspectives économiques, mais tout durcissement des conditions de financement au sens plus large a été considéré comme prématuré par le Conseil des gouverneurs et comme un risque pour la reprise économique en cours et les perspectives d'inflation.

Les perspectives d'inflation au-delà du court terme restant inférieures à la trajectoire de moyen terme prévue avant la pandémie et compte tenu du risque de durcissement des conditions de financement, le Conseil des gouverneurs a décidé en juin de poursuivre les achats nets d'actifs au titre du PEPP à un rythme nettement plus élevé qu'au cours des premiers mois de l'année et il a également confirmé l'ensemble de ses autres mesures de politique monétaire.

La BCE a conclu l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire en juillet 2021 et a adopté une cible d'inflation symétrique de 2 %

Le 8 juillet, le Conseil des gouverneurs a conclu l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire (cf. section 2.4). La nouvelle stratégie intègre deux facteurs essentiels devant être reflétés dans la formulation de l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs : premièrement, l'adoption d'une nouvelle cible d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme ; et, deuxièmement, un engagement conditionnel à prendre en compte les conséquences du plancher effectif des taux lors de la conduite de la politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt structurellement bas, ce qui nécessite des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses ou ancrées dans la durée lorsque l'économie est proche du plancher effectif des taux. En vue d'atteindre sa nouvelle cible et conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a par conséquent revu sa *forward guidance* sur les taux directeurs de la BCE lors de sa réunion de politique monétaire de juillet, liant sa trajectoire monétaire à trois conditions spécifiques relatives aux perspectives d'inflation. Le Conseil des gouverneurs a déclaré que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection, et qu'il juge les progrès effectifs de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Il a précisé que cela pouvait également donner lieu à une période transitoire pendant laquelle l'inflation serait légèrement supérieure à l'objectif.

En juillet, le Conseil des gouverneurs a confirmé son évaluation de mars, qui était cohérente avec le maintien de conditions de financement favorables

Au cours de la période précédant la réunion de juillet, les taux d'intérêt de marché ont baissé et les conditions de financement de la plupart des entreprises et des ménages sont restées à des niveaux favorables. Même si l'inflation a continué à augmenter, cette hausse a été largement considérée comme temporaire, et les perspectives à moyen terme sont restées modérées. La reprise économique dans la zone euro était en bonne voie, même si la propagation du variant Delta du coronavirus a constitué une source d'incertitude croissante. Préserver des conditions de financement favorables a été considéré comme essentiel pour garantir que le rebond économique se transforme en expansion durable et pour compenser l'impact négatif de la pandémie sur l'inflation. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent indiqué qu'il continuait de prévoir que le rythme des achats nets au titre du PEPP

serait nettement plus soutenu qu'au cours des premiers mois de l'année. Il a également confirmé les autres mesures de politique monétaire.

Favoriser l'instauration d'une reprise économique solide et, *in fine*, le retour de l'inflation vers la cible de 2 %

Les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE prévoyaient de nouvelles révisions à la hausse de l'inflation sur l'horizon de projection

En septembre, la phase de rebond de la reprise économique de la zone euro s'est progressivement confirmée, avec une prévision selon laquelle la production dépasserait son niveau d'avant la crise à la fin de l'année. Les nouvelles projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE ont revu à la hausse les prévisions d'inflation pour 2021, en raison des fortes tensions sur les coûts liées à des pénuries temporaires de matériaux et d'équipements, de la contribution toujours plus élevée que prévu des prix de l'énergie, et des effets de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne entre juillet et décembre 2020. Toutefois, les projections ont continué de tabler sur une inflation bien inférieure à 2 % en 2023, même si elle a été légèrement révisée à la hausse pour refléter l'amélioration des perspectives de croissance et une réduction plus rapide des capacités inutilisées dans l'économie. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont continué de s'inscrire en hausse et ont été nettement supérieures aux points bas enregistrés durant la pandémie, tout en demeurant inférieures à la cible à moyen terme de la BCE fixée à 2% pour l'inflation mesurée par l'IPCH. Les conditions de financement sont restées favorables pour les entreprises, les ménages et le secteur public, les taux débiteurs bancaires se situant à des niveaux historiquement bas.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de ralentir légèrement le rythme des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP à partir de septembre, dans un contexte de conditions de financement favorables et d'amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme

En se fondant sur la légère amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme et compte tenu du niveau des conditions de financement constaté, le Conseil des gouverneurs a estimé en septembre que des conditions de financement favorables pouvaient être maintenues avec un rythme légèrement plus faible d'achats nets d'actifs au titre du PEPP par rapport aux deux trimestres précédents. Le Conseil des gouverneurs a confirmé ses autres mesures.

En octobre, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé son orientation de politique monétaire de septembre

Au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre, la reprise économique vigoureuse se poursuivait dans la zone euro. Toutefois, la dynamique de la croissance s'était quelque peu ralentie, en particulier en raison des pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre freinant la production dans certains secteurs. L'inflation poursuivait sa hausse, principalement sous l'effet de l'augmentation des prix de l'énergie, mais aussi en raison d'un rebond de la demande supérieur à l'offre contrainte. Il était prévu que l'inflation continue de s'accélérer à court terme, mais qu'elle diminue au cours de l'année suivante. Les taux d'intérêt de marché avaient augmenté depuis septembre. Les conditions de financement de l'économie demeuraient toutefois favorables, essentiellement parce que les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages restaient à des niveaux historiquement bas. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent réaffirmé l'orientation annoncée en septembre, laissant inchangés le rythme des achats nets dans le cadre du PEPP ainsi que l'ensemble de ses autres mesures.

Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème ont révisé l'inflation à la hausse, mais prévoient un ralentissement de la croissance à court terme, et une accélération de la croissance et une baisse de l'inflation en 2022

À la fin de l'année, les nouvelles restrictions et l'incertitude liées à la pandémie, en particulier en raison de l'apparition du variant Omicron du coronavirus, de la persistance de pénuries de matériels, d'équipements et de main-d'œuvre ainsi que du renchérissement significatif de l'énergie, ont freiné l'activité économique. Le ralentissement de la croissance au dernier trimestre 2021 et l'anticipation que celui-ci se poursuive sur la première partie de 2022 ont conduit à une révision à la baisse de la projection de décembre des services de l'Eurosystème concernant la croissance en 2022. Un fort rebond de la croissance était cependant de nouveau attendu courant 2022. L'inflation a continué d'augmenter en novembre à un rythme plus élevé que prévu, mais une baisse était attendue au cours de 2022. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes se sont légèrement rapprochées de 2 %. On s'attendait à ce que cette évolution, parallèlement au retour progressif de l'économie à sa pleine capacité et aux nouvelles améliorations sur le marché du travail favorisant une croissance plus rapide des salaires, contribue à faire augmenter l'inflation sous-jacente et conduise l'inflation totale au niveau de la cible à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème concernant l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont par conséquent été révisées à la hausse par rapport à septembre, même si, en ressortant à 1,8 % en 2024, elles demeuraient inférieures à la cible d'inflation mesurée par l'IPCH. Les conditions de financement sont restées favorables pour l'économie en décembre, les taux d'intérêt de marché étant demeurés globalement stables depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre et les taux débiteurs des banques restant à des niveaux historiquement bas pour les entreprises et les ménages.

En décembre, le Conseil des gouverneurs a annoncé une réduction graduelle du rythme des achats d'actifs à compter du premier trimestre 2022, l'interruption des achats nets dans le cadre du PEPP fin mars et des réinvestissements flexibles au titre du PEPP au moins jusqu'à fin 2024

Lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a estimé que les progrès en termes de reprise économique et vers la cible d'inflation à moyen terme autorisaient une réduction graduelle du rythme de ses achats d'actifs au cours des trimestres à venir. Dans le même temps, une orientation accommodante de la politique monétaire demeurait nécessaire pour stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme, et l'environnement d'incertitude soulignait qu'il était nécessaire de maintenir la flexibilité et de n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a par conséquent adopté les décisions suivantes.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a prévu de réduire le rythme des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP au premier trimestre 2022 et de cesser ses achats nets fin mars 2022.

Deuxièmement, il a étendu l'horizon de réinvestissement pour le PEPP. Le Conseil des gouverneurs a fait part de son intention de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à fin 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP serait géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a souligné que la pandémie avait montré qu'en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des

achats d'actifs contribuait à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et renforçait l'efficacité des efforts déployés pour atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans le cadre du mandat du Conseil des gouverneurs, en période de tensions, la flexibilité demeurerait par conséquent un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettraient la réalisation de la stabilité des prix. En particulier, en cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourraient à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà des montants provenant du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de la politique monétaire à l'économie grecque alors que celle-ci se remettait encore des retombées de la pandémie. Les achats nets au titre du PEPP pourraient aussi reprendre, si nécessaire, pour contrer des chocs négatifs liés à la pandémie.

Quatrièmement, dans l'optique d'une diminution graduelle des achats d'actifs et afin que l'orientation de la politique monétaire continue d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a décidé que le rythme mensuel des achats nets dans le cadre de l'APP serait de 40 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022 et de 30 milliards au troisième trimestre. À compter d'octobre 2022, les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP seraient maintenus à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros pendant aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs. Le Conseil des gouverneurs a prévu de mettre fin aux achats nets peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs a également exprimé son intention de 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 aura commencé à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE et la *forward guidance* sur leur trajectoire future ont été confirmés.

Le Conseil des gouverneurs a également déclaré qu'il continuerait de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations TLTRO III n'entrave pas la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Il évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à l'orientation de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a déclaré que, comme annoncé précédemment, il s'attendait à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prennent fin en juin 2022. Il évaluera également le caractère approprié du calibrage de son système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation des banques dans un environnement d'excédents de liquidité abondants. Enfin, le Conseil des gouverneurs a confirmé une nouvelle fois qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de

ses instruments, de façon adéquate, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme.

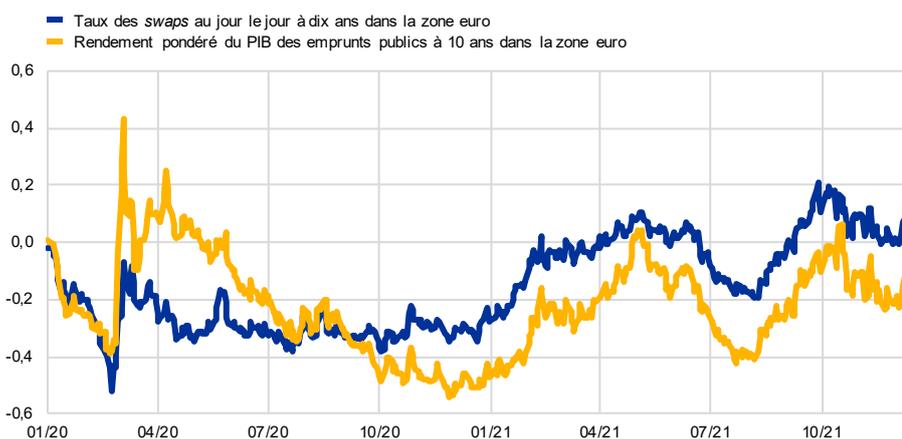
La politique monétaire accommodante et les mesures recalibrées ont instauré des conditions de financement favorables et contré l'impact négatif de la pandémie sur l'inflation

En résumé, l'orientation très accommodante de la politique monétaire a été maintenue en 2021 afin de contrer l'impact négatif de la pandémie sur les perspectives d'inflation. Les recalibrages du vaste ensemble de mesures ont contribué à maintenir des conditions de financement favorables. Les mesures ont efficacement contenu les rendements des emprunts publics (cf. graphique 2.1), qui constituent le fondement des coûts de financement pour les ménages, les entreprises et les banques. Elles ont également maintenu des coûts de financement des banques très favorables tout au long de la pandémie (cf. graphique 2.2). De plus, elles ont permis aux ménages et aux entreprises de bénéficier de ces conditions de financement favorables, les taux d'intérêt respectifs sur les prêts atteignant de nouveaux points bas historiques et ressortant à 1,31 % et 1,36 %, respectivement pour l'année (cf. graphique 2.3). L'inflation a significativement augmenté au second semestre de l'année, tandis que l'économie a poursuivi dans l'ensemble sa trajectoire de reprise. Compte tenu des progrès en termes de reprise économique et vers l'objectif d'inflation à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a décidé d'entamer une réduction graduelle des achats d'actifs à partir de début 2022. Globalement, la réponse de politique monétaire en 2021 a garanti des conditions de financement favorables, soutenant la poursuite de la reprise économique et la convergence de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs.

Graphique 2.1

Rendement pondéré du PIB des emprunts publics à dix ans et taux des *swaps* au jour le jour à dix ans dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



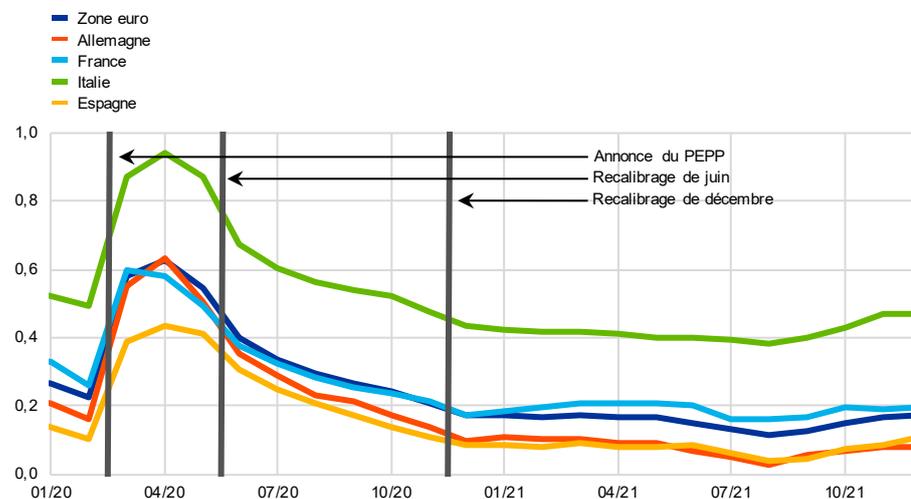
Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2021.

Graphique 2.2

Coût composite du financement par endettement pour les banques

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



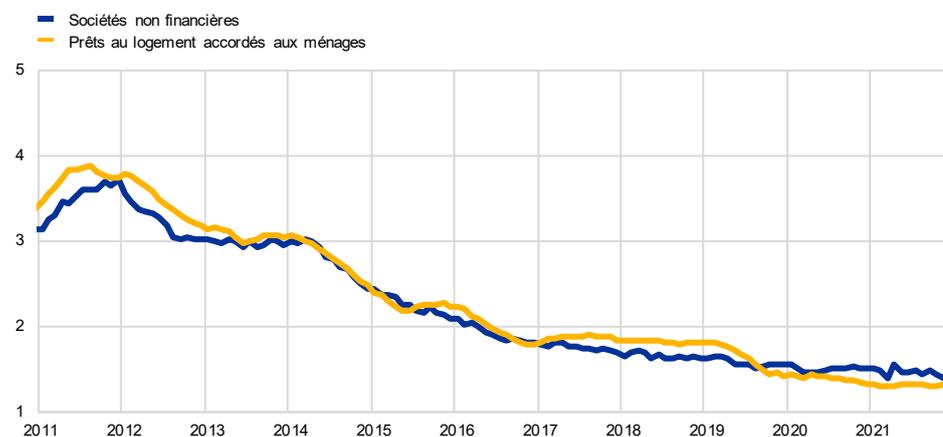
Sources : BCE, Markit iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

Graphique 2.3

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

2.2

La taille du bilan de l'Eurosystème continue d'augmenter du fait de la persistance des difficultés

La taille du bilan de l'Eurosystème s'est accrue de 23 % en 2021

En 2021, l'Eurosystème a continué de mettre en œuvre les mesures introduites en réponse à la pandémie de COVID-19, à savoir le PEPP, les PELTRO et les TLTRO III recalibrées, ainsi que les achats d'actifs menés dans le cadre de l'APP. Du

fait de ces mesures, la taille du bilan de l'Eurosystème s'est accrue de 23 % (1 600 milliards d'euros) en 2021, atteignant un nouveau pic historique de 8 600 milliards d'euros à la fin de l'année.

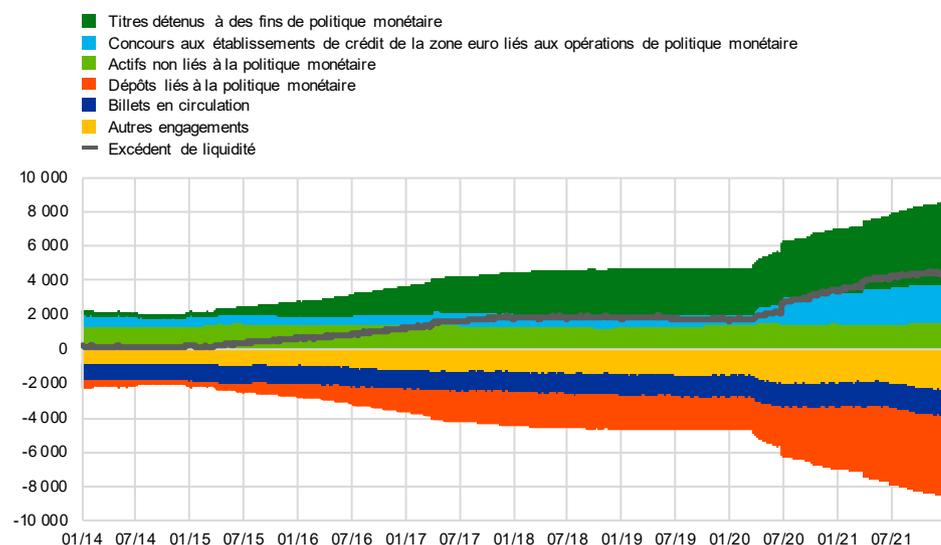
Fin 2021, les actifs liés à la politique monétaire figurant au bilan de l'Eurosystème s'élevaient à 6 900 milliards d'euros. Ces actifs recouvrent les prêts aux établissements de crédit de la zone euro, qui représentaient 26 % du total des actifs (ce qui correspond au pourcentage de fin 2020), et les actifs acquis à des fins de politique monétaire, soit 55 % du total des actifs (contre 53 % fin 2020) (cf. graphique 2.4). Les autres actifs financiers figurant au bilan sont constitués principalement d'avoirs en devises étrangères et en or détenus par l'Eurosystème et de portefeuilles de titres libellés en euros autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire.

Au passif, le montant global des avoirs de réserve des établissements de crédit et du recours à la facilité de dépôt des contreparties est ressorti en hausse à 4 300 milliards d'euros (contre 3 500 milliards fin 2020) et représentait 50 % du passif fin 2021 (ce qui correspond au pourcentage de fin 2020). Les billets en circulation ont augmenté à un rythme supérieur à leur tendance historique de croissance, s'élevant à 1 500 milliards d'euros (après 1 400 milliards fin 2020) et représentant 18 % du passif fin 2021 (après 21 % fin 2020). Les autres passifs, y compris les comptes de capital et de réévaluation, ont augmenté, passant à 2 700 milliards d'euros (contre 2 100 milliards fin 2020) et représentaient 32 % du passif total (contre 29 % fin 2020) (cf. graphique 2.4). L'augmentation des autres passifs résulte principalement d'une hausse des dépôts des administrations, de 516 milliards d'euros à 590 milliards, représentant 22 % des autres engagements (après 25 % fin 2020), et de la contrepartie des droits de tirage spéciaux du Fonds monétaire international, qui s'est élevée à 179 milliards (après 55 milliards fin 2020), représentant 7 % des autres engagements (contre 3 % fin 2020).

Graphique 2.4

Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Les chiffres positifs se rapportent à l'actif et les chiffres négatifs au passif. 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.

Pour rendre plus transparent le système à deux paliers de rémunération des réserves des établissements de crédit, la BCE a décidé en juillet 2020 de publier les données agrégées de l'Eurosystème et les données nationales correspondantes. Ces données fournissent également un meilleur aperçu de l'évolution des avoirs de réserve, qui constituent la rubrique la plus importante au passif du bilan de l'Eurosystème. Plus précisément, l'Eurosystème publie à présent les moyennes des réserves obligatoires, des avoirs en compte courant et des réserves excédentaires au niveau national sur la période de constitution des réserves. Les données de l'Eurosystème et les données nationales relatives au quota exonéré dans le cadre du système à deux paliers, aux réserves excédentaires exonérées et non exonérées ainsi qu'au quota non utilisé sont également publiées de façon régulière.

Échéance des portefeuilles de l'APP et du PEPP et distribution selon les catégories d'actifs et les juridictions

Les achats d'actifs dans le cadre de l'APP et du PEPP se sont poursuivis en 2021

L'APP comprend quatre programmes d'achats d'actifs : le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Le PEPP a été mis en place en 2020 pour faire face à la pandémie. Toutes les catégories d'actifs éligibles dans le cadre de l'APP sont également éligibles dans le cadre du PEPP. En 2021, l'Eurosystème a poursuivi ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP et du PEPP. Les achats ont été réalisés sans heurt, conformément aux conditions de marché respectives en vigueur.

Les avoirs au titre de l'APP
représentaient 3 100 milliards
d'euros fin 2021

Fin 2021, les avoirs au titre de l'APP s'élevaient à 3 100 milliards d'euros (au coût amorti). Fin 2021, le PSPP constituait la part la plus importante des avoirs au titre de l'APP, avec 2 500 milliards d'euros ou 80 % du total des avoirs détenus dans le cadre de l'APP, soit la même part que fin 2020. Dans le cadre du PSPP, la ventilation des achats entre les juridictions est déterminée par la clé de répartition du capital de la BCE, sur la base des encours existants. En outre, certaines banques centrales nationales ont acheté des titres émis par des institutions supranationales de l'UE, y compris les obligations émises en 2021 pour financer le plan de relance *Next Generation EU*. L'échéance moyenne pondérée des avoirs détenus dans le cadre du PSPP est ressortie à 7,3 ans fin 2021, sans changement par rapport à fin 2020, avec quelques variations d'une juridiction à l'autre. L'ABSPP représentait 1 % (28 milliards d'euros) du total des avoirs au titre de l'APP à la fin de l'année, le CBPP3, 9,5 % (298 milliards) et le CSPP, 10 % (310 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 2021, avec 61 milliards d'euros d'achats nets. Les achats dans le cadre du CSPP et du CBPP3 sont guidés par une référence qui reflète la capitalisation boursière de l'ensemble des encours d'obligations d'entreprises et d'obligations sécurisées éligibles, respectivement.

Les avoirs au titre du PEPP
représentaient 1 600 milliards
d'euros fin 2021

Fin 2021, les avoirs au titre du PEPP s'élevaient à 1 600 milliards d'euros (au coût amorti). Les portefeuilles d'obligations sécurisées représentaient moins de 1 % (6 milliards d'euros) du total, les avoirs en titres du secteur des entreprises 3 % (44 milliards) et les avoirs en titres du secteur public 97 % (1 531 milliards).

Pour les achats de titres du secteur public dans le cadre du PEPP, l'allocation de référence, sur la base des encours existants, entre les juridictions est la clé de répartition du capital de la BCE. Dans le même temps, les achats ont été réalisés de façon flexible, ce qui a donné lieu à des fluctuations dans la distribution des flux d'achats au fil du temps, d'une catégorie d'actifs à l'autre et entre les juridictions. Fin 2021, l'échéance moyenne pondérée des titres du secteur public détenus dans le cadre du PEPP ressortait à 7,6 ans, avec des différences d'une juridiction à l'autre.

L'Eurosystème a réinvesti les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance détenus dans les portefeuilles de l'APP et du PEPP. Les remboursements de titres du secteur privé ont représenté 82 milliards d'euros en 2021, tandis que les remboursements de titres du secteur public dans le cadre du PSPP et du PEPP ont représenté 362 milliards. Les actifs acquis dans le cadre du PSPP, du CSPP et du CBPP3 ont continué d'être mis à disposition à des fins de prêts de titres, en vue de soutenir la liquidité des marchés obligataires et des pensions. Les avoirs détenus dans le cadre du PEPP sont également mis à disposition à des fins de prêts de titres, dans les mêmes conditions que dans le cadre de l'APP. En novembre 2021, le Conseil des gouverneurs a relevé à 150 milliards d'euros la limite appliquée aux prêts de titres contre espèces, reflétant l'augmentation significative des avoirs en titres de l'Eurosystème.

Évolutions des opérations de refinancement de l'Eurosystème

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème s'élevait à 2 200 milliards d'euros fin 2021

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème s'élevait à 2 200 milliards d'euros fin 2021, soit une hausse de 409 milliards depuis fin 2020. Cette hausse reflète l'impact net du montant alloué dans la série des TLTRO III, qui s'élevait à 449 milliards d'euros en 2021. Les remboursements volontaires anticipés des TLTRO III (139 milliards d'euros) et l'arrivée à échéance de la série de TLTRO II (15,7 milliards) et des PELTRO (23,2 milliards, net du montant alloué en 2021) ont eu un impact limité sur l'encours global. L'échéance moyenne pondérée des opérations de refinancement en cours de l'Eurosystème a diminué, revenant de 2,4 ans environ fin 2020 à 1,74 an environ fin 2021.

Les mesures d'assouplissement des garanties de la BCE

Les mesures d'assouplissement des garanties adoptées par le Conseil des gouverneurs en avril 2020 ont continué de s'appliquer en 2021. Elles portaient entre autre sur l'élargissement du type de créances privées admises en garantie (y compris les prêts bénéficiant des dispositifs de garantie adoptés par les pays de la zone euro en réponse à la pandémie), la réduction dans une proportion fixe de 20 % des décotes appliquées aux garanties, le maintien de l'éligibilité – dans certaines conditions – des actifs respectant les exigences minimales en matière de qualité du crédit au début de la pandémie et une dérogation à l'exigence minimale en matière de qualité du crédit pour les instruments de dette négociables émis par la République hellénique. Ces mesures temporaires, prolongées jusqu'à juin 2022, sont demeurées un élément essentiel des mesures de politique monétaire prises par la BCE pour faire face à la pandémie.

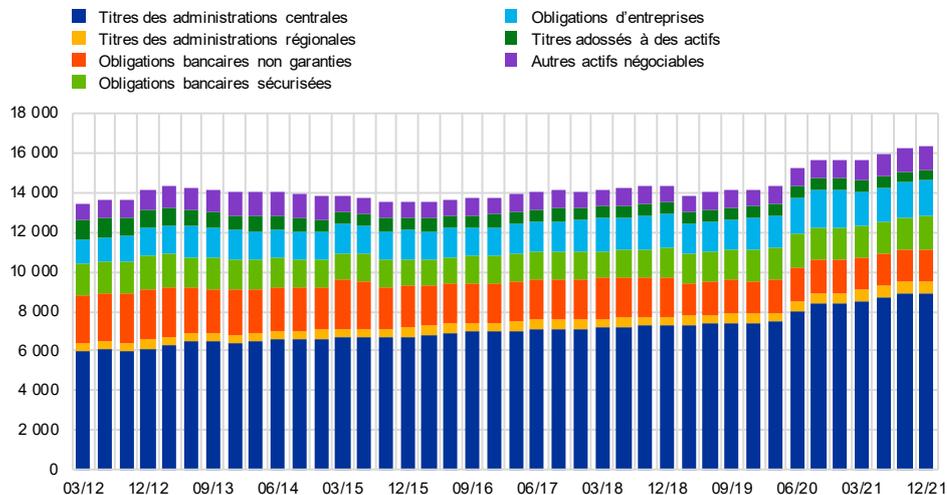
Le montant des actifs négociables éligibles s'est établi à 16 400 milliards d'euros fin 2021

Le montant des actifs négociables éligibles a augmenté de 695 milliards d'euros pour s'établir à 16 400 milliards fin 2021 (cf. graphique 2.5). Cette hausse peut être largement attribuée aux titres de l'administration centrale, qui sont demeurés la principale catégorie d'actifs (8 900 milliards). Les autres catégories d'actifs comprenaient les obligations d'entreprises (1 800 milliards d'euros), les obligations bancaires sécurisées (1 600 milliards) et les obligations non garanties (1 600 milliards). Les titres des administrations régionales (598 milliards d'euros), les titres adossés à des actifs (572 milliards) et les autres actifs négociables (1 200 milliards) représentent une fraction relativement faible en comparaison.

Graphique 2.5

Évolutions des garanties négociables éligibles

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

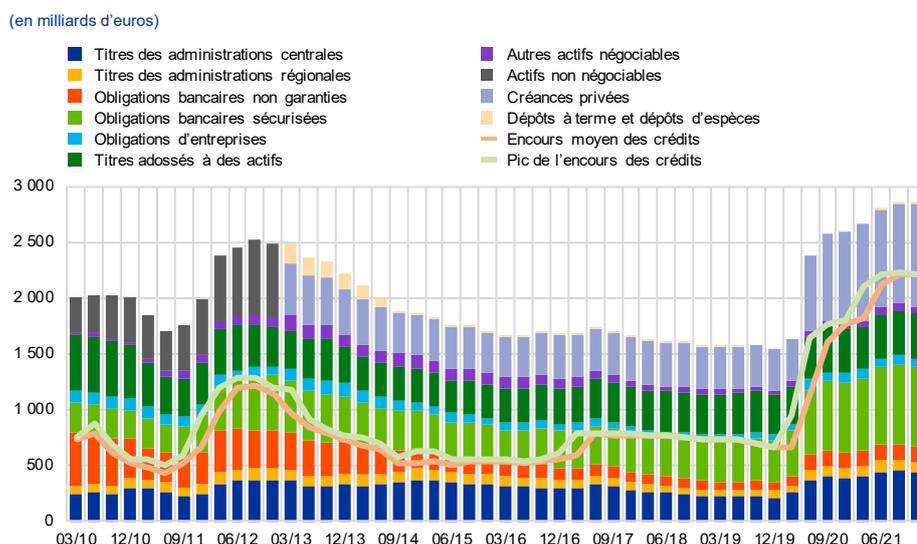
Notes : Les valeurs des garanties sont des montants nominaux. Le graphique présente les moyennes des données de fin de mois pour chaque période.

Le montant des garanties mobilisées a atteint 2 800 milliards d'euros fin 2021

Le montant des garanties mobilisées a augmenté de 243 milliards d'euros en 2021, pour atteindre 2 800 milliards à la fin de l'année (cf. graphique 2.6). Cette évolution résulte essentiellement des créances privées (915 milliards d'euros), des obligations bancaires sécurisées (718 milliards), des titres de l'administration centrale (435 milliards) et des titres adossés à des actifs (406 milliards). Les obligations bancaires non garanties (141 milliards d'euros), les titres des administrations régionales (88 milliards) et les obligations d'entreprises (77 milliards) représentent une plus petite part du total des garanties mobilisées.

Graphique 2.6

Évolutions des garanties mobilisées



2.3

Les risques financiers liés à l'APP et au PEPP

Comme expliqué précédemment, les achats nets réalisés dans le cadre de l'APP avaient pour objectif de renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE. L'APP a été complété par le PEPP afin de contrer les risques graves que la pandémie de COVID-19 faisait peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur les perspectives pour l'économie de la zone euro.

Comme tous les instruments de politique monétaire, les achats fermes d'actifs dans le cadre de l'APP et du PEPP comportent par nature des risques financiers, qui sont gérés et contrôlés par l'Eurosystème. Lorsqu'il existe plusieurs manières de mettre en œuvre la politique monétaire, la fonction de gestion des risques de l'Eurosystème s'efforce de parvenir à l'équilibre entre risque et efficacité : atteindre les objectifs de politique monétaire avec le minimum de risques pour l'Eurosystème ²¹.

Des cadres de contrôle des risques financiers spécifiques ont été mis en place pour l'APP et le PEPP. Ils prennent en compte les objectifs de politique monétaire des programmes ainsi que les caractéristiques et les profils de risque des différents types d'actifs achetés. Ces cadres comportent des critères d'éligibilité, des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable, des cadres de valorisation, des portefeuilles de référence et des limites. Les cadres s'appliquent aux achats d'actifs, au réinvestissement des remboursements au titre

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

Des cadres de contrôle des risques spécifiques s'appliquent à l'APP et au PEPP

²¹ Cf. « *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations* », BCE, juillet 2015.

du principal des titres arrivant à échéance et aux avoirs détenus, aussi longtemps qu'ils demeurent inscrits au bilan de l'Eurosystème.

Les cadres de contrôle des risques permettent non seulement d'atténuer les risques financiers, mais ils contribuent également à la réalisation des objectifs de politique monétaire par un pilotage des achats d'actifs, autant que possible dans les limites des objectifs donnés, qui favorise une répartition des actifs diversifiée et neutre pour le marché. De plus, la conception des cadres de contrôle des risques prend également en compte les risques non financiers, tels que les risques juridiques, opérationnels et de réputation.

Cette section décrit les cadres actuels de contrôle des risques financiers qui régissent la mise en œuvre de l'APP et du PEPP ²². Le tableau 2.1 résume les principaux éléments de ces cadres.

Tableau 2.1

Principaux éléments des cadres de contrôle des risques pour l'APP et le PEPP

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	PEPP (ABS, obligations sécurisées et obligations d'entreprises)	PEPP (titres du secteur public)
Principaux critères d'éligibilité	Titres adossés à des actifs éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème ; critères de localisation supplémentaires	Obligations sécurisées pouvant être utilisées par leur propre émetteur en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème	Obligations d'entreprise et <i>commercial paper</i> éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème ; critères d'exclusion supplémentaires	Obligations des administrations centrales, régionales et locales et obligations émises par des agences reconnues et des institutions internationales ou supranationales situées dans la zone euro ²⁾ , éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.	Identiques à ceux de l'ABSPP, du CBPP3 et du CSPP	Identiques à ceux du PSPP
Seuil minimum de qualité du crédit	CQS 3 ¹⁾	CQS 3	CQS 3	CQS 3	CQS 3 ¹⁾	CQS 3 Dérégulation relative aux titres de créance émis par la République hellénique
Durée résiduelle minimale	Aucune	Aucune	6 mois ; 28 jours pour le <i>commercial paper</i>	1 an	Identiques à ceux de l'ABSPP, du CBPP3 et du CSPP	70 jours
Durée résiduelle maximale	Aucune	Aucune	30 ans et 364 jours ; 365/366 jours pour le <i>commercial paper</i>	30 ans et 364 jours	Identiques à ceux de l'ABSPP, du CBPP3 et du CSPP	Identiques à ceux du PSPP

²² Cf. également la page intitulée « *Asset purchase programmes* » sur le site internet de la BCE.

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	PEPP (ABS, obligations sécurisées et obligations d'entreprises)	PEPP (titres du secteur public)
Limites de détention par émission	70 %	70 %	70 % ; pour les entreprises publiques : 33 %/25 % (en fonction de la CAC)	50 % pour les obligations supranationales, sinon 33 %/25 % (en fonction de la CAC)	Achats jugés nécessaires et proportionnés	Achats jugés nécessaires et proportionnés
Limites de détention par émetteur	Aucune	Oui	Oui	50 % pour les obligations supranationales, sinon 33 %	Achats jugés nécessaires et proportionnés	Achats jugés nécessaires et proportionnés
Évaluations du risque de crédit et procédures de diligence raisonnable	Oui	Oui	Oui	Aucune	Oui	Aucune
Examen du prix (ex post)	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Source : BCE.

Notes : ABS : titres adossés à des actifs ; CAC : clause d'action collective ; CQS : échelon de qualité du crédit selon l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (cf. la page intitulée « *Eurosystem credit assessment framework* » sur le site internet de la BCE).

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

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

Critères d'éligibilité pour les achats fermes d'actifs

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

En principe, seuls les actifs négociables acceptés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème sont potentiellement éligibles aux achats au titre de l'APP et du PEPP. 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.

Pour être éligibles aux achats dans le cadre de l'APP et du PEPP, les actifs doivent respecter des normes élevées de qualité du crédit en ayant au moins une note d'évaluation du crédit ²³ attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit agréé par le [dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème](#) correspondant à l'échelon 3 de qualité du crédit (CQS 3) sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème ou à un niveau supérieur (CQS 1 et CQS 2). Pour les titres de créance négociables émis par la République hellénique, cette exigence est

²³ Les titres adossés à des actifs doivent avoir au moins deux notes d'évaluation du crédit.

temporairement levée pour les achats réalisés dans le cadre du PEPP ²⁴. Les actifs doivent également être libellés en euros et émis et réglés dans la zone euro.

Outre les critères d'éligibilité mentionnés précédemment, des critères d'éligibilité spécifiques s'appliquent en fonction du programme d'achats d'actifs. Par exemple, pour le PSPP, le CSPP et le PEPP, des restrictions s'appliquent pour les échéances minimales et maximales. Pour le CSPP, les actifs émis par des établissements de crédit, ou par des émetteurs dont l'entreprise mère est un établissement de crédit, ne sont pas éligibles aux achats. De plus, pour le CSPP, le CBPP3 et l'ABSPP, les actifs émis ou initiés par des entités en liquidation et des structures de gestion des actifs sont exclus des achats. Dans le CBPP3, les actifs doivent remplir les conditions nécessaires pour pouvoir être mobilisés par leur propre émetteur pour les opérations de crédit de l'Eurosystème, c'est-à-dire qu'ils peuvent être remis en garantie par l'établissement de crédit émetteur ²⁵. Dans le cas des titres adossés à des actifs, les débiteurs sous-jacents aux créances respectives doivent être principalement situés dans la zone euro.

Évaluations du risque de crédit et procédures de diligence raisonnable

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

Pour les achats d'ABS, d'obligations sécurisées et de titres du secteur des entreprises dans le cadre de l'APP et du PEPP, l'Eurosystème applique en continu des évaluations du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable adaptées à la totalité des titres pouvant être acquis. Le suivi est effectué à l'aide de plusieurs 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 supplémentaires de gestion des risques peuvent s'appliquer, en étant également soumises au principe de proportionnalité. Ces mesures incluent notamment des limitations ou la suspension 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. Pour ses achats d'actifs du secteur des entreprises dans le cadre de l'APP et du PEPP, la BCE prend en compte les risques pertinents liés au changement climatique dans ses procédures de diligence raisonnable.

²⁴ Dans le cadre de ses mesures d'assouplissement des garanties pour les opérations de crédit de l'Eurosystème introduites en avril 2020 en réponse à la pandémie de COVID-19, le Conseil des gouverneurs a temporairement levé cette exigence pour les titres de créance négociables émis par la République hellénique qui sont mobilisés en garantie. De plus, il a été décidé que les actifs négociables et les émetteurs de ces actifs qui respectaient les exigences minimales de qualité de crédit au 7 avril 2020 (BBB- pour l'ensemble des actifs, à l'exception des titres adossés à des actifs) demeureraient éligibles en cas de dégradation de leur notation, à condition que celle-ci reste supérieure ou égale à l'échelon 5 de qualité de crédit (CQS 5, équivalent à la notation BB) sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème.

²⁵ Cf. l'article 138, paragraphe 3, point b), de l'[orientation \(UE\) 2015/510](#) de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) (JO L 91 du 02.04.2015, p. 3).

Cadres de valorisation

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

Les cadres de valorisation pour l'APP et le PEPP garantissent que les achats sont effectués aux prix de marché afin de réduire à leur minimum les distorsions de marché et de favoriser la réalisation de l'équilibre risque/efficacité. Ces cadres 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 prix auxquels les achats ont été réalisés reflétaient les prix de marché au moment des transactions.

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

Portefeuilles de référence

Des portefeuilles de référence sont utilisés afin de garantir une diversification

Des portefeuilles de référence sont utilisés pour garantir la constitution de portefeuilles diversifiés et contribuer à réduire les risques. Pour les achats d'obligations sécurisées et de titres du secteur des entreprises, les portefeuilles de référence sont guidés par la capitalisation boursière de l'ensemble des titres pouvant être acquis, c'est-à-dire l'encours nominal des actifs éligibles. S'agissant des achats de titres du secteur public dans le cadre du PSPP et du PEPP, la clé de répartition du capital de la BCE oriente l'allocation des achats par juridiction sur la base des encours existants. Les achats dans le cadre du PEPP sont réalisés de manière flexible, permettant des fluctuations dans la distribution des flux d'achats au fil du temps, entre catégories d'actifs et entre juridictions.

Limites

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

Des dispositifs de limites sont en vigueur pour l'APP. Le calibrage des limites de détention par émission et par émetteur 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. Au moment de l'annonce du PEPP, le Conseil des gouverneurs a déclaré que, dans le cas où certaines limites qu'il s'est imposées pourraient gêner les initiatives que l'Eurosystème est tenu de prendre afin d'accomplir sa mission, il envisagerait de les réévaluer dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques auxquels il est confronté.

Pour le PSPP, des limites de détention par émission et par émetteur sont appliquées afin de préserver le fonctionnement du marché et le processus de formation des prix, de garantir la proportionnalité, de limiter la concentration des risques et de faire en sorte que l'Eurosystème ne devienne pas le principal créancier des États de la zone euro. La limite de détention par émission pour les obligations supranationales

éligibles au PSPP est égale à 50 % de l'encours de l'actif émis. Pour toutes les autres obligations éligibles au PSPP, la limite de détention par émission est fixée à 33 %, moyennant une vérification au cas par cas que cela ne placerait pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage, au titre de clauses d'action collective. Sinon, la limite est fixée à 25 %. Pour les émetteurs supranationaux, la limite de détention par émetteur est fixée à 50 % de l'encours des actifs éligibles émis par l'institution concernée ; pour les autres émetteurs éligibles, elle est de 33 %.

En ce qui concerne l'ABSPP, le CBPP3 et le CSPP, les avoirs détenus par l'Eurosystème par émission ne doivent pas dépasser 70 %. Dans le cadre du CSPP, de plus faibles limites de détention par émission s'appliquent dans des cas spécifiques, par exemple pour les actifs émis par des entreprises publiques, qui font l'objet d'un traitement conforme à celui qui leur est appliqué dans le cadre du PSPP. Outre ces limites de détention par émission, des limites de détention par émetteur s'appliquent pour le CBPP3 et le CSPP. Pour le CSPP, les limites de détention par émetteur sont définies sur la base d'une allocation de référence liée à la capitalisation boursière d'un groupe émetteur afin de garantir une répartition diversifiée des achats. De plus, des limites plus faibles peuvent s'appliquer si nécessaire en fonction du résultat de l'évaluation du risque de crédit et des procédures de diligence raisonnable.

2.4 La nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE

Le 8 juillet 2021, au terme d'une évaluation approfondie, la BCE a publié sa nouvelle stratégie de politique monétaire. Cette évaluation a pris en compte les profonds défis structurels auxquels la zone euro et les économies mondiales ont été confrontées depuis la dernière revue de la stratégie de politique monétaire en 2003. Parmi ces défis, le risque que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se retrouvent contraints par le plancher effectif a augmenté. En vue de la réalisation de son mandat de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a adopté une cible d'inflation symétrique de 2 % sur le moyen terme, en soulignant que les écarts négatifs et positifs par rapport à cette cible étaient également indésirables. Pour préserver le caractère symétrique de sa cible d'inflation, le Conseil des gouverneurs a reconnu qu'il était important de prendre en compte les conséquences du plancher effectif. En particulier, lorsque les taux d'intérêt sont proches de ce niveau plancher, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses et ancrées dans la durée sont nécessaires pour éviter que les écarts négatifs par rapport à la cible d'inflation ne prennent un caractère persistant. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement supérieure à l'objectif. Le Conseil des gouverneurs a déclaré que l'instrument premier de sa politique monétaire était l'ensemble des taux directeurs de la BCE. Reconnaisant l'existence du plancher effectif des taux directeurs, il a confirmé qu'il utiliserait également, en particulier, les indications sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*), les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme, en tant que de besoin. De plus, il envisagera, si nécessaire, de nouveaux instruments en vue de remplir son objectif de stabilité des prix. Il a en outre confirmé qu'il continuerait

d'utiliser l'IPCH comme mesure de la stabilité des prix et recommandé une feuille de route pour Eurostat afin d'inclure dans l'indice les coûts des logements occupés par leur propriétaire. Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il fonderait ses décisions de politique monétaire sur une évaluation intégrée de l'ensemble des facteurs pertinents, en s'appuyant à la fois sur l'analyse économique et sur l'analyse monétaire et financière et en incluant une évaluation de la proportionnalité de ses décisions et de leurs effets secondaires éventuels. Sans préjudice de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs prend en compte, dans ses décisions de politique monétaire, d'autres considérations pertinentes pour la conduite de la politique monétaire. Dans ce contexte, il s'est engagé, dans le cadre du mandat de la BCE, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte les incidences du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone. La communication des décisions de politique monétaire a été adaptée de manière à refléter la stratégie de politique monétaire révisée²⁶. Enfin, le Conseil des gouverneurs a affirmé qu'il entendait évaluer à intervalles réguliers l'efficacité de sa stratégie de politique monétaire, et devrait conduire sa prochaine évaluation en 2025.

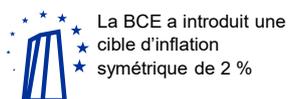
L'objectif de stabilité des prix, passé et présent

L'évolution de la stratégie de politique monétaire de la BCE depuis 1998

Le Conseil des gouverneurs a adopté sa première stratégie de politique monétaire en 1998, définissant la stabilité des prix comme une « hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % ». L'adoption d'un plafond de 2 % pour l'inflation était justifiée à cette époque par l'expérience d'une inflation élevée au cours des décennies précédentes. Une revue de la stratégie a eu lieu en 2003, à l'occasion de laquelle le Conseil des gouverneurs a ajouté une qualification à la définition de la stabilité des prix précisant que son objectif correspondait à un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %. Cette clarification était motivée par l'engagement de la BCE à prévoir une marge de sécurité suffisante contre les risques de déflation via un impact positif sur le niveau tendanciel des taux d'intérêt nominaux, tout en remédiant également à la question d'un éventuel biais de mesure de l'IPCH et des implications des différentiels d'inflation au sein de la zone euro. La stratégie des premières années précisait également que les prix devaient être stabilisés sur le moyen terme et que l'analyse des risques pour la stabilité des prix devait s'appuyer sur deux piliers – l'« analyse économique » et l'« analyse monétaire ».

L'évaluation approfondie en 2020-2021 de la stratégie de politique monétaire a montré que la persistance d'une faible inflation au cours de la dernière décennie était due à des facteurs interconnectés. Contrairement à la première décennie d'existence de la zone euro, les chocs d'inflation ont été principalement de nature désinflationniste, en raison de la crise financière mondiale et de ses conséquences. Du fait de la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre – le taux d'intérêt réel compatible avec une situation où l'inflation est à son niveau cible et où l'économie

²⁶ L'intégralité de la [déclaration relative à la stratégie](#) ainsi qu'une [vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire](#) sont disponibles sur le site internet de la BCE.



fonctionne à son niveau potentiel – dans la zone euro (et à l'échelle mondiale), ces chocs ne pouvaient être facilement contrebalancés par une politique des taux d'intérêt. La persistance d'une faible inflation a également contribué à une baisse des anticipations d'inflation, qui sont peut-être devenues moins bien ancrées à l'objectif d'inflation de la BCE.

À l'issue de l'évaluation de sa stratégie en 2020-2021, le Conseil des gouverneurs a adopté une cible d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme. Cette cible d'inflation de 2 % constitue un ancrage clair pour les anticipations d'inflation, ce qui est essentiel pour maintenir la stabilité des prix. L'évaluation a établi qu'une cible ponctuelle tendait à être plus performante qu'une fourchette-cible pour stabiliser l'inflation, en partie du fait de sa simplicité ²⁷. Dans la précédente formulation de la stratégie, le plafond de la fourchette était clairement défini à 2 %, tandis que la valeur numérique du plancher n'était pas spécifiée. Cela a pu amener le public à percevoir que la BCE réagit avec plus de force aux écarts d'inflation à la hausse, dans la mesure où ils se situent clairement en dehors de la fourchette.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé l'orientation à moyen terme de la politique monétaire. L'orientation à moyen terme prend en compte le fait que la politique monétaire se transmet à l'économie et à l'inflation avec des délais longs et variables. Ces délais impliquent que des écarts d'inflation à court terme par rapport à la cible sont inévitables. L'orientation à moyen terme offre la flexibilité nécessaire pour faire abstraction des chocs temporaires susceptibles de se dissiper d'eux-mêmes, ce qui évite une volatilité injustifiée de l'activité économique et de l'emploi.

Le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur le fait que les écarts négatifs et positifs par rapport à la cible d'inflation étaient également indésirables, c'est-à-dire que la cible est symétrique. Pour autant, l'existence d'un plancher de taux d'intérêt est susceptible de créer des asymétries dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, la banque centrale disposant d'une moindre marge manœuvre face à des écarts à la baisse que face à des écarts à la hausse de l'inflation par rapport à sa cible. Par conséquent, l'engagement envers une cible d'inflation symétrique nécessite une réponse de politique monétaire particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée à des chocs désinflationnistes lorsque les taux d'intérêt sont proches de leur plancher effectif, afin d'éviter que les écarts négatifs par rapport à la cible d'inflation ne prennent un caractère persistant. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement supérieure à la cible.

Les mesures non conventionnelles ont été efficaces pour assouplir les conditions de financement et soutenir la croissance économique, l'emploi et l'inflation

L'instrument premier de la politique monétaire est l'ensemble des taux directeurs de la BCE. Toutefois, en raison de la baisse des taux d'intérêt réels d'équilibre au cours des dernières décennies, les banques centrales du monde entier ont adopté des mesures non conventionnelles de politique monétaire afin de piloter l'inflation vers leurs cibles. L'évaluation de la stratégie a donc également été consacrée en partie à l'examen de l'efficacité de ces mesures. Elle a constaté que chacun des instruments non conventionnels (notamment les taux d'intérêt négatifs, la *forward guidance*, les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme) avait été

²⁷ Pour une analyse plus détaillée, cf. le groupe de travail sur l'objectif de stabilité des prix, « *The ECB's price stability framework: past experience, and current and future challenges* », *Occasional Paper Series*, n° 269, BCE, septembre 2021.

La mesure des prix sera encore améliorée avec la prise en compte des coûts des logements occupés par leur propriétaire

efficace pour accroître la production, l'emploi et l'inflation. Elle a constaté que les mesures s'étaient mutuellement renforcées, les différentes mesures pouvant avoir des effets un peu différents sur l'économie et sur les marchés financiers ²⁸. Elle a également constaté que les mesures avaient été proportionnées, en tenant compte des éventuels effets secondaires sur le système financier ou sur l'économie réelle.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé que l'IPCH restait la mesure des prix appropriée pour évaluer la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Même si l'objectif de stabilité des prix est quantifié en termes d'inflation totale, mesure la plus large du panier de consommation des ménages, le suivi d'un large éventail d'indicateurs de l'inflation sous-jacente excluant les composantes volatiles continuera d'être assuré. L'évaluation stratégique a identifié une marge de manœuvre pour améliorer encore la mesure des prix ²⁹. En particulier, le Conseil des gouverneurs a reconnu que l'inclusion des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH permettrait de mieux représenter le taux d'inflation pertinent pour les ménages. La BCE a donc recommandé une feuille de route pour Eurostat et pour les instituts nationaux de statistique afin d'incorporer les coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'indice. Reconnaisant que ce projet s'étalerait sur plusieurs années, le Conseil des gouverneurs utilisera entre-temps des mesures de l'inflation qui intègrent des estimations préliminaires des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans sa panoplie plus large d'indicateurs supplémentaires de l'inflation.

Autres considérations pertinentes dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix

Si l'Eurosystème a pour objectif premier de maintenir la stabilité des prix, il est également tenu aux termes du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, de soutenir les politiques économiques générales de l'UE en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'UE. Ces objectifs comprennent notamment une croissance économique équilibrée, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. L'Eurosystème contribue également à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

Le plein emploi et la stabilité des prix sont, dans une certaine mesure, des objectifs mutuellement cohérents. Lorsque l'inflation et l'emploi évoluent dans la même direction, la politique monétaire peut stabiliser l'inflation sans incidence négative sur l'emploi. Il peut cependant y avoir des situations dans lesquelles l'inflation et l'emploi évoluent temporairement dans des directions opposées et où un durcissement de la

²⁸ Cf. le groupe de travail sur les instruments de politique monétaire, « *Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014* », *Occasional Paper Series*, n° 278, BCE, septembre 2021, révision décembre 2021.

²⁹ Cf. le groupe de travail sur la mesure de l'inflation, « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, septembre 2021.

politique monétaire afin de contrer une hausse de l'inflation entraînerait une nouvelle diminution de l'emploi. Une politique monétaire dont l'orientation est à moyen terme fait abstraction de ces situations temporaires et évite une volatilité de l'activité économique et de l'emploi. Pour ce qui est de prendre en compte les considérations relatives à la production et à l'emploi, le Conseil des gouverneurs a souligné l'importance de considérer un éventail de variables ainsi que les implications distributives de la politique monétaire ³⁰.

Les délibérations de politique monétaire sont enrichies par la prise en compte des risques pour la stabilité financière

La stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix et inversement. En situation de tensions sur les marchés financiers, les mesures de politique monétaire visant à maintenir la stabilité des prix contribuent en général à rétablir la stabilité financière en remédiant aux dysfonctionnements du mécanisme de transmission de la politique monétaire et en prévenant les effets de rétroaction macrofinanciers négatifs et les phénomènes de déflation par la dette. Concernant l'accumulation de risques pour la stabilité financière, les politiques macroprudentielles et microprudentielles constituent la première ligne de défense. Dans de nombreux cas, les politiques macroprudentielles et la politique monétaire sont complémentaires. Par exemple, les politiques macroprudentielles qui évitent l'accumulation de déséquilibres réduisent la probabilité de futures crises financières assorties d'effets négatifs sur la stabilité des prix. La politique monétaire peut également influencer sur les risques pesant sur la stabilité financière. Dans un sens, une politique monétaire accommodante peut réduire le risque de crédit en dopant les niveaux d'activité et la dynamique de l'inflation ; dans l'autre, elle peut encourager l'accumulation de levier ou accroître la sensibilité des prix des actifs. Des arguments symétriques s'appliquent dans les phases de durcissement de la politique monétaire.

Étant donné les risques qu'engendrent les crises financières pour la stabilité des prix, d'un point de vue conceptuel, il est souhaitable que la BCE tienne compte des considérations de stabilité financière dans ses délibérations de politique monétaire. Cela reflète les limites existantes de la politique macroprudentielle dans les différentes phases du cycle financier, les interactions entre politique macroprudentielle et politique monétaire, et les possibles effets secondaires de la politique monétaire sur la stabilité financière. Dans le même temps, il est important d'éviter la perception erronée selon laquelle il appartient à la politique monétaire de garantir la stabilité financière. Le Conseil des gouverneurs ne mène pas systématiquement des politiques allant à contre-courant (« *leaning against the wind* » : la politique monétaire est systématiquement durcie en cas d'accumulation des risques systémiques) ou visant à nettoyer les dégâts après coup (« *cleaning up afterwards* » : la politique monétaire est systématiquement assouplie quand les risques systémiques se matérialisent). Il adopte plutôt une approche flexible en tenant compte des considérations de stabilité financière. La réaction de la politique monétaire à des préoccupations liées à la stabilité financière dépendra des

³⁰ L'évaluation stratégique a montré que la politique monétaire influait différemment sur les différents groupes de la société. Des événements défavorables entraînent une baisse plus importante de la consommation des ménages modestes que des ménages plus aisés, et il faut plus de temps pour que les perspectives d'emploi des ménages modestes se redressent à la suite de ces événements. Dans ces situations, le maintien de taux d'intérêt plus bas pendant plus longtemps permet de freiner le chômage de longue durée parmi les ménages moins aisés. Cf. le groupe de travail sur l'emploi, « *Employment and the conduct of monetary policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 275, BCE, septembre 2021.

circonstances existantes et sera guidée par les implications en matière de stabilité des prix à moyen terme. Pour ce faire, la préparation des délibérations de politique monétaire sera enrichie d'informations supplémentaires sur des considérations de stabilité financière ³¹.

Un plan d'action visant à inclure les questions liées au changement climatique dans les opérations de politique monétaire

La nouvelle stratégie de politique monétaire prend en compte le changement climatique. Le changement climatique peut influencer sur la conduite de la politique monétaire via son impact sur la structure et la dynamique conjoncturelle de l'économie et du système financier ³². Le Conseil des gouverneurs s'engage, dans le cadre de son mandat, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte, conformément aux objectifs de l'UE en matière de climat, l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone sur la politique monétaire et les activités de banque centrale. Il a donc approuvé un plan d'action ambitieux sur le changement climatique. Le plan d'action prévoit d'accroître les capacités d'analyse et de développer de nouveaux indicateurs statistiques afin d'améliorer la compréhension de l'impact macroéconomique du changement climatique. En outre, le Conseil des gouverneurs adaptera son cadre opérationnel de politique monétaire en ce qui concerne la publication d'informations, l'évaluation des risques, les achats d'actifs du secteur des entreprises et le dispositif de garanties.

Repenser le cadre d'analyse et la communication

Intégration de l'analyse économique et de l'analyse monétaire et financière

Auparavant, la BCE fondait son analyse des risques pour la stabilité des prix sur deux « piliers » distincts : l'« analyse économique » et l'« analyse monétaire ». Un recoupement de ces deux analyses était effectué pour produire une évaluation globale. La nouvelle stratégie confirme l'utilité de ces deux domaines spécialisés d'analyse mais, du fait des multiples canaux de rétroaction des sphères monétaire et financière vers l'économie au sens large (et inversement), elle reconnaît également la nécessité d'une analyse intégrée. L'analyse économique porte sur les évolutions à court terme de la croissance économique, de l'emploi et de l'inflation ; les projections des services de l'Eurosystème et de la BCE concernant les principales variables macroéconomiques à moyen terme ; et une large évaluation des risques pesant sur la croissance économique et sur la stabilité des prix. L'analyse monétaire et financière – étant donné qu'elle a évolué à travers les défis nés durant et après la crise financière mondiale – attribue un rôle important à l'examen des indicateurs monétaires et financiers, en mettant l'accent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, en particulier via les canaux du crédit, de l'activité de prêt bancaire, de la prise de risque et des prix d'actifs. Pour ses décisions de politique monétaire, y compris l'évaluation de la proportionnalité des décisions et de leurs effets secondaires éventuels, le Conseil des gouverneurs se fonde sur cet examen intégré.

³¹ Groupe de travail sur la politique macroprudentielle, la politique monétaire et la stabilité financière, « *The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 272, BCE, septembre 2021.

³² Groupe de travail sur le changement climatique, « *Climate change and monetary policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 271, BCE, septembre 2021.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé que la communication des décisions de politique monétaire, à travers la déclaration de politique monétaire, la conférence de presse, le *Bulletin économique* et les comptes rendus des réunions de politique monétaire, serait adaptée pour refléter la stratégie de politique monétaire révisée. Ces documents seront complétés par des versions multidimensionnelles et illustrées de la communication de la politique monétaire destinée au grand public, ce qui est essentiel pour garantir la compréhension par celui-ci des activités de la BCE et sa confiance dans l'institution. Le Conseil des gouverneurs a également déclaré que, en se fondant sur les résultats probants des consultations « À votre écoute »³³ organisées pendant l'évaluation stratégique, il entendait faire des événements de sensibilisation une composante essentielle des interactions de l'Eurosystème avec le public³⁴.

Encadré 2

Le plan d'action de la BCE sur le changement climatique

La lutte contre le changement climatique est un défi d'envergure mondiale et une action prioritaire urgente pour l'Union européenne. Si la responsabilité première incombe aux États et aux parlements, qui disposent d'outils plus puissants pour lutter contre le changement climatique, la BCE reconnaît pleinement la nécessité de continuer à intégrer davantage le changement climatique dans son cadre de politique monétaire, dans les limites de son mandat et de son domaine de compétence. L'Eurosystème doit prendre en compte l'impact du changement climatique et de la transition vers une économie plus durable afin de remplir son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. De plus, les risques liés au changement climatique n'influent pas seulement sur les perspectives de stabilité des prix, en raison de leurs effets sur les indicateurs macroéconomiques et la transmission de la politique monétaire ; ils pourraient également avoir des répercussions sur la valeur et le profil de risque des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème. En outre, conformément à son objectif secondaire, l'Eurosystème est tenu de soutenir les politiques économiques générales dans l'Union européenne, sans que cela porte atteinte à l'objectif de stabilité des prix. Compte tenu de son importance pour la politique monétaire, le changement climatique a occupé une place prépondérante dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire menée par la BCE en 2020-2021.

À la suite de la conclusion de son évaluation stratégique, la BCE a publié un [plan d'action complet sur le changement climatique](#) assorti d'une [feuille de route détaillée](#) visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs s'est engagé sur des actions dans les six domaines suivants : a) la modélisation macroéconomique et l'évaluation des implications pour la transmission de la politique monétaire, b) les données statistiques aux fins de l'analyse des risques liés au changement climatique, c) les exigences de déclaration, d) le renforcement des capacités d'évaluation des risques, e) le dispositif de garanties, et f) les achats d'actifs du secteur des entreprises. La mise en œuvre du plan d'action sera étroitement alignée sur les progrès des politiques et initiatives de l'UE relatives à la publication

³³ Cf. la vue d'ensemble des consultations « À votre écoute » organisées dans la zone euro par la BCE et les banques centrales nationales.

³⁴ Groupe de travail sur la communication de la politique monétaire, « *Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world* », *Occasional Paper Series*, n° 274, BCE, septembre 2021, révision décembre 2021.

d'informations et au reporting en matière de durabilité environnementale et de toute autre législation pertinente de l'UE.

S'agissant de la **modélisation macroéconomique et de l'évaluation des implications pour la transmission de la politique monétaire**, la BCE continuera d'accroître sa capacité d'analyse dans le domaine des modèles macroéconomiques afin de prendre en compte les implications du changement climatique et des mesures associées pour l'économie, le système financier et la transmission de la politique monétaire. Elle intégrera également les risques liés au changement climatique dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème pour la zone euro afin d'évaluer leur incidence sur l'économie.

Dans le domaine des statistiques, la BCE va développer de nouveaux **indicateurs aux fins de l'analyse des risques liés au changement climatique** répartis en trois grandes catégories : les instruments financiers verts, les expositions des établissements financiers aux risques physiques liés au climat et l'empreinte carbone des portefeuilles des établissements financiers. Ces indicateurs expérimentaux seront mis à disposition d'ici fin 2022. Ils seront ensuite perfectionnés en adoptant une approche par étapes guidée par les améliorations en matière de disponibilité et d'harmonisation des données (cf. section 7.2 pour plus de précisions).

S'agissant des opérations de politique monétaire, la BCE annoncera, en 2022, un plan détaillé en vue de l'introduction d'**exigences de déclaration** relatives à la viabilité environnementale pour les actifs du secteur privé, celles-ci constituant un nouveau critère d'éligibilité, ou le fondement d'un traitement différencié, pour le collatéral et les achats d'actifs. Ces exigences, qui seront alignées sur les règlements de l'UE, favoriseront une plus grande cohérence des pratiques de marché en matière de transparence et respecteront le principe de proportionnalité par des ajustements pour les petites et moyennes entreprises.

La BCE renforcera également ses **capacités d'évaluation des risques liés au changement climatique**. Le bilan de l'Eurosystème sera soumis à des tests de résistance climatiques qui permettront d'évaluer son exposition aux risques liés au changement climatique, cet exercice démarrant en 2022 par un premier test de résistance pilote et s'appuyant sur la méthodologie du [test de résistance climatique mené par la BCE à l'échelle de l'ensemble de l'économie](#). Par ailleurs, la BCE déterminera si les agences de notation du crédit agréées dans le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAE) publient les informations permettant de comprendre comment elles intègrent les risques climatiques dans leurs notations. Enfin, la BCE va envisager le développement de normes minimales afin d'intégrer les risques climatiques dans ses notations internes.

S'agissant du **dispositif de garanties**, la BCE tient compte des questions liées au changement climatique lors de son examen des dispositifs d'évaluation et de contrôle des risques applicables aux actifs pouvant être utilisés comme garanties par les contreparties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème. La BCE continuera également de suivre les évolutions de marché structurelles concernant les produits durables dans l'optique de soutenir l'innovation en matière de finance durable dans le cadre de son mandat. Depuis début 2021, la BCE admet en garantie, par exemple, des [obligations liées à des objectifs de développement durable](#).

S'agissant des **achats d'actifs du secteur des entreprises**, la BCE tient déjà compte des risques climatiques lorsqu'elle applique l'obligation de diligence raisonnable pour ses achats d'actifs du secteur des entreprises. La BCE ajustera le dispositif gouvernant la répartition des achats d'obligations d'entreprises de manière à tenir compte de critères liés au changement climatique,

conformément à son mandat. Ces critères comprendront notamment, au minimum, le respect par les émetteurs de la législation de l'UE mettant en œuvre l'Accord de Paris, grâce à des indicateurs liés au changement climatique ou à l'engagement des émetteurs vis-à-vis de ces objectifs. La BCE publiera en outre des informations relatives au climat dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) dès le premier trimestre 2023.

La BCE suivra attentivement les progrès réalisés au titre de ces actions et communiquera au public les principales avancées. Le centre du changement climatique de la BCE, créé récemment, jouera un rôle important dans la coordination de ces actions au sein de la BCE (cf. encadré 13).

Encadré 3

Les nouveautés en matière de communication sur la politique monétaire

L'année 2021 a ouvert un nouveau chapitre dans la communication de la BCE relative à la politique monétaire. À la suite de son évaluation de la stratégie, la BCE a modernisé la façon dont elle présente et explique la politique monétaire aussi bien à des publics d'experts qu'au grand public. Par ces nouveautés, qui résultent d'un effort conjoint de l'Eurosystème, avec la contribution des experts de l'ensemble des BCN, la BCE a répondu à une demande croissante pour que les informations sur ses politiques et ses outils soient plus accessibles, en particulier à des publics non spécialisés. Les contributions reçues à l'occasion des rendez-vous « La BCE à votre écoute » et des consultations « À votre écoute » organisées par les banques centrales nationales, qui faisaient partie de l'évaluation de la stratégie, ont clairement montré que les citoyens veulent que la BCE utilise un langage plus compréhensible et explique mieux pourquoi sa politique est importante pour leur vie quotidienne. Selon certains éléments, même les publics d'experts estiment qu'un texte concis et exempt de jargon a plus de force.

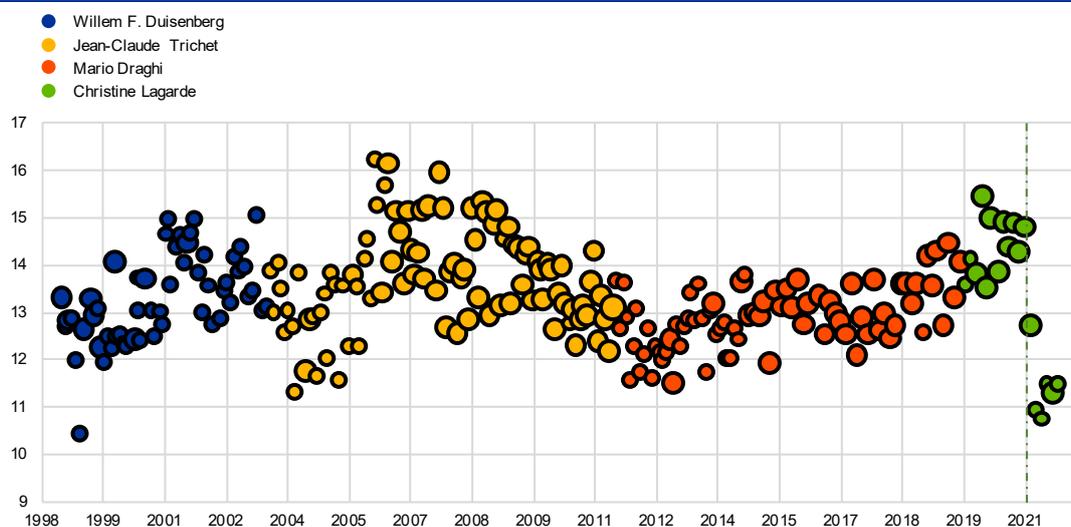
Une déclaration de politique monétaire d'un style nouveau

Depuis juillet 2021, une nouvelle « déclaration de politique monétaire » a remplacé la « déclaration introductive » comme outil principal de communication des décisions de politique monétaire. La nouvelle déclaration est plus courte, utilise un langage plus accessible et suit une trame narrative plus claire. Elle expose comment l'évaluation de la situation économique par le Conseil des gouverneurs motive les choix de politique monétaire de la BCE et explique ses objectifs.

Comme le montre le graphique A, la nouvelle déclaration de politique monétaire marque un changement majeur dans les efforts de la BCE pour rendre sa politique plus compréhensible. Des mesures standard de la lisibilité montrent que la nouvelle déclaration est beaucoup moins complexe et suggèrent qu'il n'est plus nécessaire d'avoir environ 14 années de formation scolaire, c'est-à-dire un diplôme universitaire, pour comprendre le texte.

Graphique A

Complexité des déclarations de politique monétaire de la BCE



Source : Données actualisées (février 2022) tirées de l'analyse présentée dans Coenen (G.) et al., « *Communication of monetary policy in unconventional times* », *Working Paper Series*, n° 2080, BCE, juin 2017.

Notes : Le graphique présente la longueur et la complexité des déclarations introductive/de politique monétaire de la BCE. La longueur est mesurée par le nombre de mots (indiqué par la taille du cercle). La difficulté du langage employé est mesurée en utilisant le score au test Flesch-Kincaid Grade Level, qui indique combien d'années de formation scolaire sont nécessaires pour comprendre le texte, en fonction de la longueur de ses phrases et de ses mots. La ligne verticale en pointillés indique la fin de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire menée par la BCE en 2020-2021.

« Notre déclaration de politique monétaire en bref »

Innovation spécifique de la communication des décisions de politique monétaire, une infographie intitulée « Notre déclaration de politique monétaire en bref » permet de présenter la déclaration de politique monétaire. Visant le grand public, ce nouveau produit – disponible dans toutes les langues officielles de l'UE – transmet les messages essentiels de la déclaration de politique monétaire de manière simplifiée. En utilisant des techniques de *storytelling*, des illustrations accessibles et un langage clair, l'infographie explique les dernières décisions de la BCE dans un format attractif et facile à comprendre.



L'inflation devrait rester élevée plus longtemps qu'anticipé précédemment...

Cela est dû essentiellement aux prix de l'énergie, même si les prix des produits alimentaires et de nombreux biens et services augmentent également.

La BCE utilise ces nouveaux modes de communication pour améliorer la connaissance et la compréhension de sa politique et, *in fine*, renforcer la confiance du public. Cela est essentiel non seulement pour l'acceptation et la légitimité de la BCE en tant qu'institution indépendante, mais également pour améliorer l'efficacité de la politique monétaire et mieux ancrer les anticipations

d'inflation. Des recherches récentes fondées sur l'enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE suggèrent que la définition de la nouvelle cible d'inflation symétrique de 2 % et la communication réalisée sur celle-ci a eu un impact positif sur la crédibilité de la BCE. En particulier, les ménages de la zone euro qui sont informés de la nouvelle cible et de ses implications sont davantage enclins à estimer que la BCE parviendra à assurer la stabilité des prix à moyen terme ³⁵.

³⁵ Ehrmann (M.), Georgarakos (D.) et Kenny (G.), « *Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

3 Secteur financier européen : en 2021, la reprise a atténué les risques à court terme, mais les vulnérabilités s'accroissent pour l'avenir

L'amélioration des conditions économiques en 2021 a réduit les risques à court terme liés à la pandémie pour la stabilité financière de la zone euro, car le secteur des entreprises, les emprunteurs souverains et les banques ont évité des événements baissiers extrêmes. Cependant, les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et l'augmentation des prix de l'énergie représentent de nouveaux défis pour la vigueur de la reprise et les perspectives d'inflation, ce qui, à terme, pourrait peser sur la stabilité financière. En parallèle, plusieurs autres facteurs de vulnérabilité ont continué de s'accumuler avec des valorisations de plus en plus tendues sur le marché de l'immobilier et les marchés financiers, la poursuite de la prise de risque des institutions financières non bancaires, et l'augmentation des niveaux de dette dans le secteur des entreprises et dans le secteur public en raison de la pandémie. À mesure que la reprise se confirmait, les débats macroprudentiels, qui étaient axés sur la mise en place d'un soutien à court terme, se sont recentrés sur l'atténuation des vulnérabilités pesant sur la stabilité financière, en particulier l'émergence de risques conjoncturels et sur le marché de l'immobilier. En outre, les travaux se sont poursuivis sur le renforcement du cadre réglementaire pour les banques et sur l'approche macroprudentielle pour les institutions financières non bancaires, afin de continuer d'améliorer la résilience à long terme du système financier.

3.1 L'environnement de la stabilité financière en 2021

En 2021, la reprise économique s'est renforcée et s'est généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs économiques de la zone euro, se traduisant par une amélioration globale des perspectives de stabilité financière à court terme, mais certains risques à court terme ont persisté. Ils étaient liés aux goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et à l'augmentation des prix de l'énergie, ce qui a commencé à peser sur les perspectives d'inflation et de reprise économique, ainsi qu'aux incertitudes concernant l'évolution de la pandémie. Les bénéfices des entreprises ont affiché des améliorations généralisées en 2021, mais les sociétés non financières plus exposées aux restrictions liées à la pandémie et qui présentaient un fort endettement préexistant sont demeurées fragiles, tandis que les niveaux élevés de dette souveraine ont accentué les préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette à moyen terme. Les signes de valorisations tendues dans certaines classes d'actifs financiers et le dynamisme des marchés de l'immobilier résidentiel de la zone euro ont également entraîné une accumulation des vulnérabilités. Enfin, en dépit des améliorations de la rentabilité et de la qualité des



Le niveau élevé de la dette des entreprises et de la dette souveraine ainsi que le dynamisme des marchés de l'immobilier pourraient comporter des risques

actifs, les banques de la zone euro sont restées en proie à des difficultés structurelles, tandis que les institutions financières non bancaires continuaient de faire face à un risque de crédit et de liquidité élevé (cf. figure 3.1).

La pandémie a entraîné une augmentation de l'endettement des entreprises et des États en 2021. Toutefois, les préoccupations concernant la soutenabilité de la dette souveraine ont été atténuées par la reprise en cours ainsi que par des conditions de financement favorables, qui ont contribué à diminuer les risques de refinancement. Dans le secteur des entreprises, les risques d'insolvabilité à court terme ont chuté dans un contexte d'amélioration des perspectives de rentabilité et de maintien d'un soutien public, avec toutefois des mesures plus ciblées. Certaines entreprises sont restées vulnérables, notamment celles qui présentaient des niveaux d'endettement élevés avant la pandémie ainsi que celles qui exercent leur activité dans les secteurs fortement touchés par la pandémie. À l'avenir, les cas d'insolvabilités d'entreprises pourraient encore augmenter en raison de retards de résolution de cas de faillites et de la suppression progressive des mesures de soutien, même si cette augmentation devrait être moins importante qu'on ne l'avait craint lors des phases initiales de la pandémie. Dans un contexte d'expansion rapide des marchés de l'immobilier, le taux de croissance annuel des prix des logements a atteint 9 % en septembre 2021, contribuant à une nouvelle hausse des estimations de surévaluation dans certains pays. L'accélération des prix des logements résulte de la croissance des prix dans les zones urbaines et non urbaines. Les signes d'assouplissement des critères d'octroi des prêts dans certains pays ainsi que les niveaux élevés et en hausse de l'endettement des ménages ont également contribué à l'accroissement des vulnérabilités à moyen terme dans ces pays. Même si les taux d'intérêt faibles permettent aux emprunteurs de sécuriser un financement moins onéreux pour des échéances plus longues, réduisant ainsi le risque de refinancement et les inquiétudes liées au service de la dette, une dette plus élevée constitue un facteur de vulnérabilité à l'avenir dans tous les secteurs, en particulier si les coûts de financement devaient augmenter et si la croissance économique était inférieure aux anticipations.

Les valorisations tendues ont rendu certains marchés sujets aux corrections

En 2021, les marchés financiers se sont caractérisés par un sentiment généralement positif à l'égard du risque, mais les valorisations ont été de nouveau poussées à la hausse sur certains compartiments quand les investisseurs ont cherché à augmenter leurs rendements dans un environnement de rendements réels faibles. Les marchés boursiers ont poursuivi leur progression sous l'effet d'une forte augmentation des anticipations de bénéfices et du maintien de conditions de financement favorables. Le record d'émission d'obligations d'entreprises à haut rendement s'est accompagné d'un resserrement des *spreads* de crédit, indiquant une forte appétence des investisseurs pour les actifs risqués. Cela étant, les valorisations de certaines catégories d'actifs sont apparues sous tension, étant donné que le redressement en cours des marchés boursiers s'est encore renforcé avec l'annonce de la mise au point de vaccins et pourrait avoir résulté d'un recours à l'effet de levier, ce qui aurait pu entraîner des pertes importantes et concentrées si la volatilité avait augmenté.

La rentabilité des banques s'est améliorée, mais des difficultés structurelles demeurent

En 2021, les bénéfices des banques de la zone euro se sont rapprochés de leurs niveaux d'avant la pandémie dans un contexte de baisse des coûts relatifs aux

pertes sur prêts et de revenus élevés des banques d'investissement. La qualité des actifs s'est mieux maintenue que prévu au début de la pandémie, reflétant les mesures de soutien public en faveur des entreprises et le rebond économique. Grâce aux progrès réalisés par les banques en matière de liquidation des prêts non performants, le ratio de prêts non performants a baissé pour revenir à des niveaux observés pour la dernière fois avant la crise financière mondiale. S'agissant du passif, les banques ont intensifié la répercussion des taux négatifs sur les déposants, tandis que les ratios de fonds propres réglementaires ont légèrement baissé en termes agrégés au cours du premier semestre 2021. Le sentiment de marché à l'égard des banques de la zone euro est demeuré favorable grâce aux résultats du test de résistance mené par l'Autorité bancaire européenne en juillet 2021 et à la levée de la recommandation de la BCE selon laquelle les banques devaient s'abstenir de verser des dividendes ou les limiter³⁶. À plus long terme, la rentabilité dépendra de l'évolution de la reprise économique et de la pandémie, et certaines préoccupations relatives à la qualité des actifs pourraient refaire surface à mesure que le soutien public continue d'être progressivement supprimé. De plus, en 2021, les banques ont continué d'être confrontées de différentes manières à des problèmes structurels présents avant la pandémie tels que la faible efficacité en termes de coûts, la diversification limitée des recettes, les capacités excédentaires et la compression des marges dans un environnement de taux d'intérêt faibles.

Le secteur financier non bancaire a augmenté la prise de risque de crédit dans un contexte de faible détention d'actifs liquides

En 2021, les institutions financières non bancaires telles que les fonds d'investissement, les sociétés d'assurance et les fonds de pension, qui constituent une source importante de financement pour l'économie réelle, ont continué d'accroître leurs détentions d'obligations de moindre qualité. Même si les risques de crédit résultant de ces titres ont été atténués à court terme avec la diminution des vulnérabilités dans le secteur des entreprises, les non-banques restent exposées au risque de fortes pertes sur crédit si les conditions dans le secteur des entreprises se détérioraient. S'agissant des fonds d'investissement, les risques de crédit croissants ont été exacerbés par un risque élevé de liquidité lié à la faiblesse des volants de liquidité et à la faible détention d'actifs liquides, laissant le secteur vulnérable à des sorties à grande échelle des investisseurs. La durée d'exposition des fonds a continué d'augmenter, rendant leurs portefeuilles plus vulnérables aux moins-values en cas d'augmentation substantielle des rendements au niveau mondial. Si les moins-values donnaient lieu à d'importants remboursements, les fonds, étant donné leurs faibles coussins de liquidité, pourraient se voir dans l'obligation de céder des actifs, ce qui pourrait entraîner une boucle de rétroaction négative entre la valorisation des actifs et les remboursements. En ce qui concerne les sociétés d'assurance, les perspectives de rentabilité et de notation de crédit se sont améliorées en 2021, soutenues par des tendances favorables en termes de demande, de tarification et de réduction des coûts.

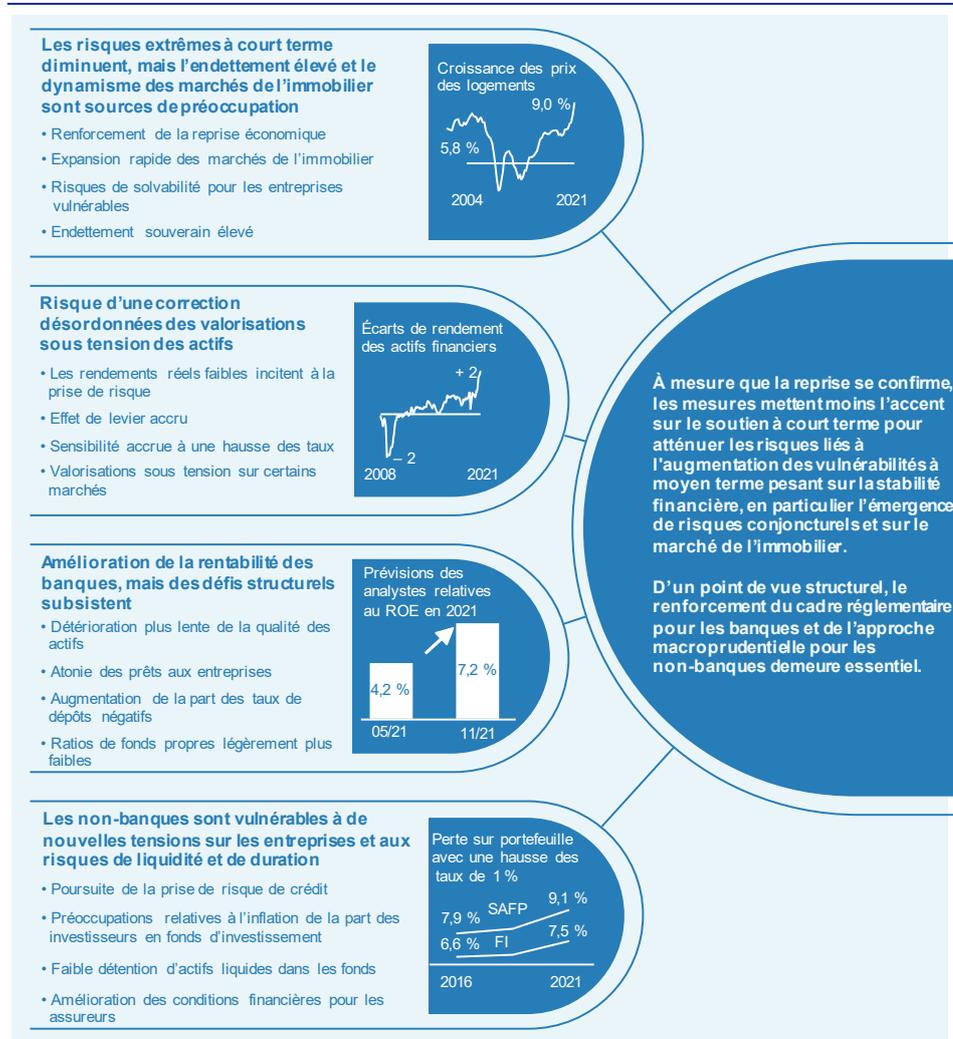
Au-delà des risques pour les différents secteurs, le changement climatique a fait peser des risques multiples, d'une grande ampleur et de plus en plus urgents sur la stabilité financière de la zone euro en 2021. L'analyse menée par la BCE au cours

³⁶ Cf. « [La BCE a décidé de ne pas prolonger sa recommandation concernant les dividendes au-delà de septembre 2021](#) », communiqué de presse, surveillance bancaire de la BCE, 23 juillet 2021.

de l'année ³⁷ a clairement indiqué que les risques liés au climat pesant sur les banques, les fonds et les sociétés d'assurance de la zone euro pourraient être importants, en particulier si le changement climatique n'est pas atténué de manière ordonnée. Tous doivent gérer leur exposition à la transition vers une économie à faible émission de carbone ainsi que leur exposition aux risques physiques associés à des phénomènes météorologiques extrêmes liés au changement climatique. À ce jour, les analyses de la BCE indiquent que ces risques semblent être particulièrement concentrés dans certains secteurs, certaines régions géographiques et sur certaines banques, ce qui exacerbe les répercussions sur la stabilité financière. Cela étant, les lacunes en matière de données et de méthodologie doivent encore être comblées afin d'évaluer les risques liés au climat de manière plus globale.

Figure 3.1

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



Source : BCE.

Notes : Évaluation de la stabilité financière au 17 novembre 2021.

³⁷ Cf. article thématique B intitulé « *Climate-related risks to financial stability* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021.

3.2 La politique macroprudentielle : garantir la fluidité de l'offre de crédit et contenir l'accumulation de vulnérabilités

Les politiques macroprudentielles sont un instrument essentiel pour remédier aux vulnérabilités pesant sur la stabilité financière

Les politiques macroprudentielles peuvent contribuer à contenir des vulnérabilités croissantes et à renforcer la résilience du secteur financier, favorisant ainsi la fluidité de l'offre de crédit à l'économie, même en période de crise telle que la pandémie. À cet égard, la BCE a pour mission d'évaluer les mesures macroprudentielles relatives aux fonds propres applicables aux banques prévues par les autorités nationales dans les pays prenant part à la supervision bancaire européenne. Il est important de souligner que la BCE a le pouvoir de mettre en œuvre des mesures plus strictes en matière de fonds propres en cas de besoin ³⁸.

Dans sa nouvelle stratégie de politique monétaire, la BCE accorde plus d'importance aux considérations de stabilité financière dans ses délibérations de politique monétaire, ce qui accroît le rôle de la politique macroprudentielle ³⁹. La stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix, les crises financières entraînant des perturbations du mécanisme de transmission de la politique monétaire et une réduction excessive du volume des engagements des banques, avec des répercussions négatives sur la croissance économique et les perspectives d'inflation. De même, si l'orientation accommodante de la politique monétaire peut soutenir la stabilité financière via plusieurs canaux ⁴⁰, elle peut également entraîner l'accumulation de risques systémiques, ce qui justifie un suivi et une prise en compte d'un point de vue macroprudentiel. En remédiant aux risques pesant sur la stabilité financière, y compris ceux liés aux effets indésirables de l'orientation accommodante de la politique monétaire, les mesures macroprudentielles permettent à la politique monétaire de se concentrer sur son objectif principal, à savoir la stabilité des prix. Conformément à la nouvelle stratégie, une évaluation approfondie de l'interaction entre la politique monétaire et la stabilité financière est menée à intervalles réguliers dans le cadre de l'analyse monétaire et financière et prise en compte lors des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Au stade actuel, les risques pesant sur la stabilité financière sont liés aux vulnérabilités résultant de valorisations de plus en plus tendues sur les marchés immobiliers et les marchés financiers, de la prise de risque continue par les non-banques et de niveaux de dette élevés dans le secteur tant public que privé ⁴¹. Un durcissement des politiques macroprudentielles pourrait remédier à certaines de ces

³⁸ L'article 5 du [règlement MSU](#) attribue un rôle important et des pouvoirs spécifiques à la BCE dans ce domaine.

³⁹ Cf. la [déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE](#) et la [vue d'ensemble](#) ainsi que les axes de travail sur la politique macroprudentielle, la politique monétaire et la stabilité financière, « [The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 272, BCE, septembre 2021. Cf. également l'encadré intitulé « [The role of financial stability in the ECB's new monetary policy strategy](#) », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2021.

⁴⁰ En période de récession, la politique monétaire peut stabiliser à la fois l'économie (réduisant ainsi les pertes pour le secteur financier) et l'inflation, ce qui atténue le risque d'une spirale de déflation par la dette. Fait important, elle peut également contenir les épisodes de panique bancaire et de liquidations en urgence en période de tensions financières importantes.

⁴¹ Cf. la [Financial Stability Review](#) de la BCE de novembre 2021 .

vulnérabilités, notamment sur les marchés immobiliers de certains pays, et, d'une manière plus générale, accroître la résilience globale des banques. De plus, le renforcement du cadre réglementaire applicable aux banques et aux non-banques et la gestion des risques climatiques contribueront à améliorer encore la résilience globale à long terme du système financier.

Politique macroprudentielle et pandémie

Un certain nombre de mesures mises en œuvre dans le secteur financier ont contribué à préserver la stabilité financière pendant la pandémie

Au début de la pandémie, afin de faciliter l'absorption par les banques d'éventuelles pertes et de leur permettre de satisfaire la demande de crédit, les autorités macroprudentielles ont dégagé plus de 20 milliards d'euros de fonds propres, principalement en libérant le coussin de fonds propres contracyclique (*countercyclical capital buffer*) et le coussin pour le risque systémique (*systemic risk buffer*)⁴². Ces mesures sont venues compléter celles prises par la supervision bancaire de la BCE en vue d'alléger temporairement les exigences de fonds propres et les contraintes opérationnelles des banques et de restreindre la distribution de dividendes⁴³. En 2021, la BCE a continué de suivre l'efficacité des mesures prudentielles et du cadre relatif aux fonds propres pour garantir la fluidité de l'offre de crédit durant la pandémie. Les études menées par les services de la BCE suggèrent que les libérations de fonds propres ont effectivement stimulé l'offre de crédit (cf. encadré 4).

Au second semestre 2021, l'orientation globale de la politique macroprudentielle a commencé à s'orienter vers un durcissement progressif et ciblé, au vu de la poursuite de la reprise économique et de l'accentuation des vulnérabilités à moyen terme, en particulier sur les marchés de l'immobilier résidentiel. Conformément à l'évaluation de la BCE, des mesures macroprudentielles ont été introduites ou durcies dans certaines juridictions où les vulnérabilités étaient plus intenses et la reprise économique plus avancée. En Bulgarie et en Estonie, le coussin de fonds

⁴² À Chypre, en Lituanie et au Portugal, ces mesures ont été soutenues par le report simultané de l'introduction progressive des coussins applicables aux autres établissements d'importance systémique (autres EIS). Les autorités macroprudentielles ont également affiné les mesures relatives à l'immobilier résidentiel afin d'éviter une amplification involontaire du cycle économique et de préserver la capacité de résistance des banques et des emprunteurs. Cf. l'encadré 3 de l'article intitulé « [Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, novembre 2021.

⁴³ En mars 2020, la BCE a recommandé aux banques de s'abstenir de distribuer des dividendes et de procéder à des rachats d'actions au moins jusqu'au 1^{er} octobre 2020 (en juillet 2020, elle a prolongé cette recommandation jusqu'au 1^{er} janvier 2021, et en décembre 2020, elle a demandé aux banques d'envisager de limiter ou de s'abstenir de verser des dividendes en numéraire jusqu'à fin septembre 2021) et a permis aux banques d'exercer temporairement leur activité en affichant un niveau de fonds propres inférieur à celui défini par les recommandations au titre du pilier 2 et du coussin de conservation des fonds propres jusqu'à fin 2022 au plus tôt, faisant ainsi dépendre des conditions économiques le calendrier pour le retour aux niveaux de recommandation au titre du pilier 2. Ce calendrier a été confirmé par les résultats du test de résistance pour 2021 mené par l'Autorité bancaire européenne. Cf. « [La supervision bancaire de la BCE décide un allègement temporaire des exigences de fonds propres et des contraintes opérationnelles en réaction au coronavirus](#) », communiqué de presse, 12 mars 2020 ; « [La BCE demande aux banques de ne pas verser de dividendes au moins jusqu'en octobre 2020](#) », communiqué de presse, 27 mars 2020 ; « [La BCE demande aux banques de ne pas distribuer de dividendes, ou de les limiter, jusqu'en septembre 2021](#) », communiqué de presse, 15 décembre 2020 ; et les [FAQs on ECB supervisory measures in reaction to the coronavirus](#). La BCE a levé les restrictions à la distribution de dividendes et aux rachats d'actions à compter du 30 septembre 2021.

propres contracyclique a été relevé ⁴⁴. En Lituanie, un coussin pour le risque systémique sectoriel de 2 % a été introduit pour remédier aux risques liés à l'immobilier résidentiel ⁴⁵. En Belgique, en Estonie et en France, la période d'application des mesures macroprudentielles en vertu de l'article 458 du [règlement sur les exigences de fonds propres](#) a été prolongée. De plus, les Pays-Bas ont décidé d'appliquer un plancher pondéré des risques ⁴⁶ pour les portefeuilles de prêts hypothécaires des banques utilisant l'approche fondée sur les notations internes pour calculer les exigences de fonds propres réglementaires à compter du 1^{er} janvier 2022 ⁴⁷.

La BCE a évalué les notifications de mesures macroprudentielles en 2021 et n'a pas émis d'objection à ces décisions, qui ont été jugées cohérentes avec sa propre évaluation. Un nouveau durcissement des politiques macroprudentielles visant à faire face aux vulnérabilités croissantes à moyen terme semble justifié, à moins que des risques à la baisse affectant la croissance économique ne se matérialisent ⁴⁸. Dans ce contexte, la BCE se tient prête à mettre en œuvre des mesures macroprudentielles plus strictes que celles décidées par les autorités nationales si ces mesures étaient jugées insuffisantes ou si l'on anticipait une nouvelle intensification des vulnérabilités.

Enfin, la BCE participe à des initiatives visant à renforcer la surveillance macroprudentielle. Elle contribuera à la révision du cadre macroprudentiel de l'UE pour les banques en 2022 en répondant à l'appel à conseils de la Commission européenne, coordonnant sa position avec le Comité européen du risque systémique et l'Autorité bancaire européenne ⁴⁹. En outre, la BCE continue de promouvoir les initiatives visant à progresser vers une approche macroprudentielle pour les non-banques au sein des instances concernées (cf. encadré 5).

⁴⁴ En Bulgarie, les deux relèvements consécutifs du taux positif actuel entreront en vigueur en octobre 2022 et en janvier 2023, respectivement, tandis qu'en Estonie, le relèvement sera effectif en décembre 2022.

⁴⁵ Le coussin pour le risque systémique sectoriel couvrira l'intégralité des expositions sur la clientèle de détail – personnes physiques – garanties par un bien immobilier résidentiel et entrera en vigueur en juillet 2022.

⁴⁶ Cette mesure a été décidée en 2020 mais sa mise en œuvre a été repoussée au début de la crise de la COVID-19.

⁴⁷ Outre les mesures mentionnées ci-dessus, certaines autorités ont ajusté les coussins pour les autres EIS et modifié ou supprimé les coussins pour risque systémique afin de s'aligner sur les modifications de la [directive sur les exigences de fonds propres](#). La BCE publie sur son site internet une [vue d'ensemble](#) des mesures macroprudentielles dont elle a été informée et qui ont été mises en œuvre ou annoncées publiquement dans les pays soumis à sa supervision bancaire.

⁴⁸ Cf. la [section 5](#) de la *Financial Stability Review* de novembre 2021 de la BCE.

⁴⁹ En juillet 2021, la Commission européenne a adressé un appel à conseils au Comité européen du risque systémique, à l'Autorité bancaire européenne et à la BCE en vue de la révision législative du cadre macroprudentiel de l'UE. Les conseils porteront sur : (a) la conception et le fonctionnement du cadre relatif aux coussins de fonds propres, (b) les instruments manquants ou obsolètes, (c) les considérations relatives au marché intérieur et (d) les risques mondiaux.

La coopération avec le Comité européen du risque systémique

En 2021, la BCE a continué d'apporter un soutien analytique, statistique, logistique et administratif au secrétariat du Comité européen du risque systémique (CERS)⁵⁰. La BCE a apporté un soutien global aux travaux entrepris par le CERS qui concernent notamment : a) les implications pour la stabilité financière des mesures de soutien budgétaire mises en œuvre pendant la pandémie⁵¹ ; b) les défis que doit relever la politique macroprudentielle dans le contexte de bas niveau des taux d'intérêt⁵² ; c) l'élaboration de mesures du risque pour les institutions financières non bancaires (cf. l'encadré 5 sur l'approche macroprudentielle du secteur financier non bancaire)⁵³ ; et d) les risques pesant sur la stabilité financière liés aux facteurs de changement climatique⁵⁴. La BCE a également présidé le groupe de travail du CERS sur les tests de résistance⁵⁵ et participé activement à plusieurs autres groupes de travail du CERS tels que : une équipe de rédaction pour répondre à l'appel à conseils de la Commission européenne sur la révision du cadre macroprudentiel de l'UE prévue en 2022 ; un groupe d'experts sur la mise en œuvre d'un cadre d'orientation macroprudentielle⁵⁶ ; un groupe de travail analysant les effets du chevauchement des exigences de fonds propres⁵⁷ ; et le groupe européen contre les risques de cyber-attaques (*European Systemic Cyber Group*), qui élabore une stratégie macroprudentielle pour l'évaluation des cyber-risques systémiques.

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

⁵⁰ 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.

⁵¹ Le groupe de travail du CERS a publié un rapport sur les [implications pour la stabilité financière des mesures de soutien destinées à protéger l'économie réelle de la pandémie de COVID-19](#) en février 2021 et un suivi actualisé en septembre 2021.

⁵² Le rapport « [Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment](#) » a été publié en juin 2021.

⁵³ Parmi ces travaux figurent le sixième numéro du rapport de l'UE intitulé « [Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor](#) » et, en juillet 2021, une [note relative aux vulnérabilités systémiques et aux considérations préliminaires de politique monétaire pour la réforme des fonds d'investissement monétaires](#), qui met l'accent sur le contexte du cadre réglementaire de l'UE.

⁵⁴ Le rapport sur [le risque climatique et la stabilité financière](#) a été publié en juillet 2021.

⁵⁵ Cela a impliqué de préparer les [scénarios](#) adverses pour le test de résistance dans le secteur des assurances à l'échelle de l'UE mené par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) en 2021, le test de résistance des contreparties centrales pour l'ensemble de l'UE mené par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) en 2021 et le test de résistance du secteur bancaire à l'échelle de l'UE coordonné par l'Autorité bancaire européenne en 2021.

⁵⁶ Le rapport sur [l'orientation macroprudentielle](#) a été publié en décembre 2021.

⁵⁷ Le rapport sur le [chevauchement des exigences de fonds propres](#) a été publié en décembre 2021.

Encadré 4

Les coussins de fonds propres bancaires et les prêts aux sociétés non financières durant la pandémie

Un des objectifs centraux du cadre Bâle III relatif aux coussins de fonds propres est de réduire la probabilité que le système bancaire restreigne l'offre de crédit en période de crise. Pour cela, Bâle III et sa mise en œuvre en Europe ont introduit les exigences globales de coussins de fonds propres (*combined buffer requirement*, CBR)⁵⁸, un niveau supplémentaire de fonds propres que les banques doivent constituer en période favorable et qu'elles pourront utiliser en période de récession pour absorber les pertes et satisfaire la demande de crédit. Toutefois, puiser dans les CBR s'accompagne de limites, notamment le montant maximal distribuable, qui plafonne les versements effectués par les banques au titre des dividendes, des rachats d'actions et des primes⁵⁹.

Certains facteurs pourraient rendre les banques réticentes à utiliser leurs coussins de fonds propres. Parmi ces facteurs potentiels figurent les limites appliquées aux dividendes qu'elles sont autorisées à distribuer et la stigmatisation de marché associée à la diminution des ratios de fonds propres, une telle mesure indiquant une moindre solvabilité. Si les banques sont réticentes à puiser dans les CBR, elles risquent en définitive de contrebalancer une perte de fonds propres effective ou attendue par une réduction de leurs prêts plutôt qu'en acceptant une diminution de leur ratio de fonds propres, rationnant ainsi le crédit en période de crise, ce qui est contraire à l'objectif du cadre relatif aux coussins de fonds propres. Par conséquent, les autorités prudentielles peuvent décider de réduire les CBR en allégeant certaines de leurs composantes, comme le coussin de fonds propres contracyclique⁶⁰ ou le coussin pour le risque systémique⁶¹.

La pandémie de COVID-19 et les mesures relatives aux fonds propres prises pour y faire face fournissent l'occasion d'analyser la réaction des banques et leur propension à utiliser les coussins libérés. Au début de la pandémie, les banques de la zone euro présentaient des ratios de fonds propres relativement solides, encore davantage soutenus par les mesures exceptionnelles prises par les autorités publiques. En conséquence, l'ensemble du système bancaire de la zone euro a été en mesure de satisfaire la forte hausse de la demande de crédit de la part des entreprises. Cela étant, l'examen des réactions des différentes banques aux mesures prises permet d'analyser l'efficacité de deux caractéristiques essentielles du cadre macroprudentiel, même si plusieurs

⁵⁸ Total des fonds propres de base de catégorie 1 (CET 1) nécessaires au respect de l'exigence relative au coussin de conservation des fonds propres complété par un coussin de fonds propres contracyclique spécifique à l'établissement, un coussin EISm (pour les établissements d'importance systémique mondiale), un coussin A-EIS (pour les autres établissements d'importance systémique) et un coussin pour le risque systémique, le cas échéant, tels que définis à l'article 128 de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD).

⁵⁹ Lorsque le ratio CET1 d'une banque devient inférieur à la somme des exigences de fonds propres au titre des piliers 1 et 2 et des exigences globales de coussins de fonds propres – c'est-à-dire au seuil de déclenchement MMD –, la banque doit calculer le montant minimal distribuable, qui plafonne les versements sous forme de dividendes, de rachats d'actions et de primes auxquels elle peut procéder. Plus l'écart entre le ratio CET1 d'une banque et le seuil de déclenchement MMD est important, plus le montant qu'elle est autorisée à verser est faible.

⁶⁰ Coussin de fonds propres destiné à garantir que les établissements de crédit accumulent un montant suffisant de fonds propres en période de croissance excessive du crédit pour pouvoir absorber leurs pertes en période de crise. Il doit être constitué de fonds propres CET1. Le coussin est propre à l'établissement et il est calculé comme la moyenne pondérée des taux de coussins contracycliques en vigueur dans les pays où sont situées les expositions de crédit de l'établissement.

⁶¹ Coussin de fonds propres appliqué au secteur financier, ou à un ou plusieurs sous-ensembles du secteur, afin de prévenir et de réduire les risques systémiques ou macroprudentiels. Il doit être constitué de fonds propres CET1 et peut être appliqué à l'ensemble des expositions ou à un sous-ensemble d'expositions.

mesures de soutien ont permis, à ce jour, d'éviter des pertes de grande ampleur dans le secteur bancaire. Premièrement, les réactions des banques aux réductions des coussins et autres mesures d'allègement des exigences de fonds propres apportent un éclairage sur l'efficacité de l'assouplissement de ces obligations en période de crise. Deuxièmement, le comportement des banques disposant d'une faible marge de manœuvre en fonds propres au-delà des CBR renseigne sur la propension des banques à utiliser leurs coussins.

La réduction des coussins et les autres mesures d'allègement des exigences de fonds propres ont eu des effets positifs sur l'activité de prêt aux entreprises en 2020, en particulier pour les banques dont le niveau de fonds propres était le plus proche des CBR ⁶². Durant la pandémie, les autorités prudentielles ont réduit les CBR (diminution du coussin contracyclique et du coussin pour le risque systémique) et mis en œuvre de façon anticipée une modification de la composition des fonds propres dans les exigences au titre du pilier 2 en réduisant la proportion de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1), c'est-à-dire les fonds propres de qualité la plus élevée, nécessaires au respect de ces exigences par les banques. En 2020, les volumes de crédits consentis par les banques bénéficiant de ces mesures ont été supérieurs de 3,1 % à ceux accordés par les autres banques, et les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises, inférieurs de 7 points de base. Point important, l'effet a été plus marqué pour les banques dont le niveau de fonds propres était proche des CBR, ce qui suggère que les banques sont disposées à utiliser le montant de fonds propres au-delà des CBR, mais pas le CBR lui-même (cf. graphique A).

Le fait de disposer d'un niveau de fonds propres proche des CBR a fait baisser l'activité de prêt bancaire aux entreprises, nouvel indice de la réticence des banques à utiliser les CBR. Une analyse économétrique montre que, en 2020, le fait d'être proche des CBR a entraîné une baisse substantielle (de 2,7 points de pourcentage) de la croissance des prêts par rapport aux autres banques. Cela suggère que les banques sont réticentes à puiser dans leurs coussins.

La diminution des prêts consentis par les banques dont le niveau de fonds propres était le plus proche des CBR s'est traduite par de plus fortes contraintes de crédit pour les sociétés non financières dépendantes de ces banques. Durant la pandémie, les emprunts des entreprises exposées aux banques dont les fonds propres étaient proches des CBR (c'est-à-dire plus de 75 % de leurs crédits pré-COVID) ont été inférieurs de 5,3 % à ceux des autres entreprises. L'impact a atteint 7 % dans le cas des entreprises n'ayant qu'un seul prêteur (proche des CBR) au début de la pandémie. Cela suggère qu'en période de crise, les entreprises peuvent avoir du mal à trouver un autre prêteur, soulignant l'importance des situations de fonds propres des banques pour l'accès de leurs clients au financement.

Le comportement individuel des banques durant la pandémie suggère que les banques réagissent positivement à la libération des coussins et autres mesures d'allègement des exigences de fonds propres, mais sont réticentes à puiser dans leurs coussins. L'allègement des exigences de fonds propres et des coussins a soutenu l'offre de crédit aux entreprises en accroissant le montant des fonds propres au-delà des CBR. Cela montre que la réduction des coussins de fonds propres peut contribuer à atténuer le comportement potentiellement contracyclique du système bancaire en période de perturbations économiques. Toutefois, le comportement des banques disposant d'un montant limité de fonds propres au-delà des CBR pourrait être le signe d'entraves au bon fonctionnement du cadre relatif aux exigences de fonds propres en période de perturbations

⁶² Cf. *Special Feature A* intitulée « *Bank capital buffers and lending in the euro area during the pandemic* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2021.

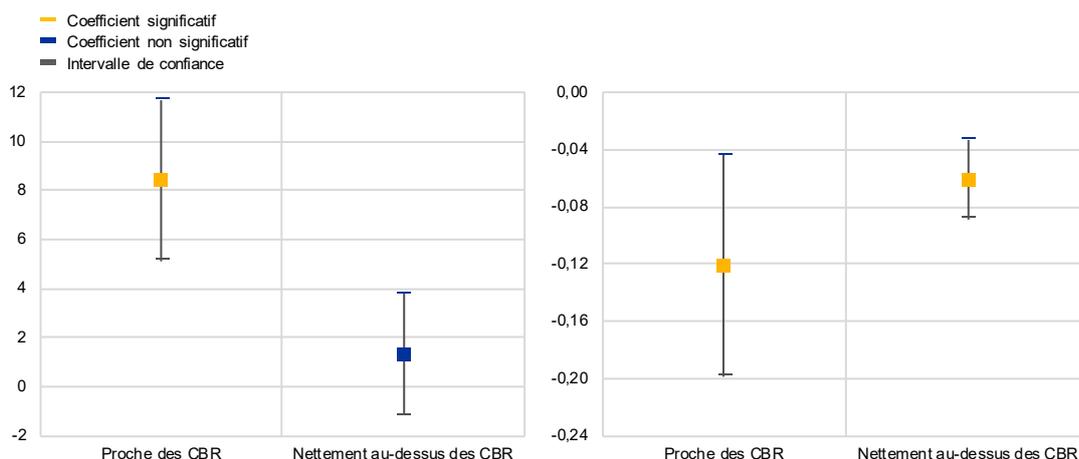
économiques. Il est nécessaire de poursuivre les travaux de recherche, également en ce qui concerne l'impact macroéconomique, afin de continuer à tester et à étayer les résultats présentés dans cet encadré et de permettre de tirer des conclusions plus générales.

Graphique A

Les mesures d'allègement des exigences de fonds propres soutiennent l'offre de crédit

Effets estimés des mesures d'allègement des exigences de fonds propres pour les banques dont les fonds propres se situent à des distances différentes des CBR

(partie gauche : variations en pourcentage du volume de crédits ; partie droite : variations en points de pourcentage des taux débiteurs)



Sources : Données AnaCredit de la BCE, données prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Encadré 5

Une approche macroprudentielle pour le secteur financier non bancaire

Sur une grande partie de la dernière décennie, la croissance du secteur financier non bancaire a souvent été plus rapide que celle du secteur bancaire. Dans la zone euro, les actifs financiers des sociétés d'assurance, des fonds de pension, des fonds d'investissement et des fonds d'investissement monétaires ont, au total, plus que doublé depuis la crise financière mondiale en 2008, atteignant 32 000 milliards d'euros environ fin 2021⁶³. Sur la même période, la finance non bancaire est devenue une importante source de financement pour l'économie réelle, sa part dans le total des crédits aux sociétés non financières ayant également doublé, passant de 15 % environ à 30 %⁶⁴. Compte tenu du rôle croissant joué par les non-banques dans le financement de l'économie réelle et de leurs interconnexions avec le système financier au sens plus large, il est primordial que les risques dans ce secteur soient traités dans le cadre d'une approche globale à l'échelle du système.

Le cadre relatif aux non-banques doit être amélioré du point de vue macroprudentiel.

À l'heure actuelle, le cadre de politique macroprudentielle se concentre essentiellement sur le secteur bancaire, tandis que le cadre relatif au secteur financier non bancaire manque dans une

⁶³ Statistiques primaires de la BCE pour les institutions financières monétaires, les sociétés d'assurance et fonds de pension, et les fonds d'investissement.

⁶⁴ Sur la base des comptes de la zone euro et des statistiques primaires de la BCE ; cf. également la *Financial Stability Review* de la BCE de novembre 2020, graphique 4.1.

large mesure d'une perspective macroprudentielle. Cela signifie qu'il y a moins de garde-fous contre les risques systémiques issus de ce secteur souvent opaque et interconnecté. Ces risques peuvent croître en période de reprise économique en raison de la structure de ce secteur et des exigences réglementaires plus légères qui s'y appliquent par rapport au secteur bancaire. Si un choc économique inattendu survient, ou une détérioration des perspectives économiques, il existe un risque que les institutions financières non bancaires réagissent de manière procyclique en vendant des actifs sur un marché déjà baissier et en réduisant leurs activités, ce qui entraînerait un durcissement des conditions de financement et l'amplification des tensions dans le système.

Durant les perturbations sur les marchés financiers en mars 2020, il est devenu clair que des compartiments du secteur financier non bancaire n'étaient pas suffisamment résistants pour absorber le choc économique sans créer un risque de contagion aux autres intermédiaires financiers et à l'économie au sens large. Des vulnérabilités sous-jacentes ont été mises en évidence, telles que des asymétries de liquidité dans les fonds d'investissement monétaires et les fonds d'obligations d'entreprises, ainsi qu'un risque de liquidité lié à des pratiques d'appel de marges procycliques. Les outils existants pour la gestion de la liquidité n'ont pas pu atténuer les tensions de manière satisfaisante et ces contraintes de liquidité n'ont commencé à s'assouplir qu'après les mesures de politique monétaire exceptionnelles prises dans la zone euro et au niveau mondial.

Cet épisode a souligné la nécessité pour les autorités d'adopter une approche holistique à l'échelle du système, d'examiner le rôle des différents acteurs et d'évaluer et de concevoir des mesures pour remédier aux vulnérabilités structurelles dans le secteur financier non bancaire, comme l'a également souligné le Conseil de stabilité financière⁶⁵. Les événements survenus en mars 2020 ont également souligné l'importance de renforcer le rôle d'une supervision des marchés de capitaux à l'échelle de l'UE, qui accroîtrait le suivi des risques au niveau transfrontière et les actions coordonnées en Europe.

Le développement d'un cadre macroprudentiel complet est nécessaire pour accroître la résilience du secteur financier non bancaire, garantissant qu'il fournit une source de financement stable pour l'économie réelle aussi bien lorsque les conditions de marché sont normales qu'en période de tensions. Ce cadre favoriserait également la transmission efficace de la politique monétaire. De telles réformes réglementaires devraient aussi rendre moins nécessaires les interventions exceptionnelles des banques centrales à l'avenir, contribuant ainsi à atténuer les inquiétudes pouvant être associées à de telles mesures, comme des risques pour les fonds publics ou des incitations à prendre des risques excessifs pour les intervenants de marché.

Un cadre macroprudentiel doit être structuré autour de plusieurs principes fondamentaux. Compte tenu du caractère interconnecté du secteur, le cadre doit porter sur l'ensemble du système. Il doit tout d'abord chercher à accroître la résilience *ex-ante* du secteur en améliorant sa capacité à absorber les chocs. Il doit également être suffisamment flexible pour s'adapter à l'évolution des risques au fil du temps et conçu pour convenir à diverses entités et activités compte tenu de l'hétérogénéité du secteur.

⁶⁵ Cf. « *Holistic Review of the March Market Turmoil* », Conseil de stabilité financière, 17 novembre 2020.

Les réformes doivent être intégrées dans la coordination des politiques au niveau international

S'agissant de l'agenda international, des progrès considérables ont été réalisés au cours de l'année dernière s'agissant de la réforme des fonds d'investissement monétaires, qui avaient subi de graves tensions en mars 2020. Le Conseil de stabilité financière a publié des propositions, auxquelles la BCE a contribué, pour traiter les vulnérabilités des fonds d'investissement monétaires au niveau international⁶⁶. Ces propositions visent à accroître la résilience des fonds d'investissement monétaires en réduisant les asymétries de liquidité et les « effets de falaise » résultant d'un éventuel non-respect des seuils réglementaires. La BCE a également été impliquée dans la préparation d'une [recommandation du CERS portant sur la réforme des fonds d'investissement monétaires](#), qui contribuera à documenter l'examen par la Commission européenne du [règlement de l'UE sur les fonds d'investissement monétaires](#) en 2022, et elle a publié une nouvelle analyse sur les propositions de réforme⁶⁷. La prochaine étape doit se concentrer sur l'amélioration des mesures concernant les fonds d'investissement ouverts et les pratiques d'appel de marge et traiter les risques liés à l'effet de levier non bancaire.

Les politiques concernant le secteur des fonds d'investissement au sens large doivent traiter prioritairement les asymétries de liquidité. L'un des objectifs importants est de garantir un meilleur alignement de la liquidité des actifs avec les conditions de rachat, soit en limitant la fréquence des rachats, soit en garantissant que les fonds détiennent suffisamment d'actifs liquides. Les outils de gestion de la liquidité, tels que le *swing pricing* ou les prélèvements anti-dilution, peuvent compléter ces réformes, mais sont moins efficaces pour traiter l'asymétrie de liquidité.

De plus, il est primordial de comprendre et de traiter les risques liés à l'effet de levier dans le secteur financier non bancaire. Afin de surveiller les vulnérabilités liées au recours à l'effet de levier, il est nécessaire de disposer d'indicateurs cohérents au niveau international pour le mesurer. De nouveaux travaux doivent être entrepris au niveau international pour évaluer l'ampleur et la répartition de l'effet de levier des non-banques, notamment celui résultant du recours à des produits dérivés pour créer des expositions synthétiques. Ces travaux contribueront à alimenter les discussions concernant l'atténuation du risque systémique lié au recours à l'effet de levier en dehors du secteur bancaire.

Les travaux internationaux relatifs aux pratiques d'appels de marge doivent viser à accroître la transparence, à réduire la procyclicité excessive des marges et à garantir que les non-banques soient mieux préparées pour répondre aux appels de marge⁶⁸. La transparence et la prévisibilité des modèles de marge initiale utilisés à la fois par les contreparties centrales et les membres compensateurs doivent être améliorées, de sorte que les banques comme les non-banques soient mieux préparées à faire face aux appels de marge. De plus, toutes les catégories de non-banques doivent disposer de cadres de gestion de la liquidité adaptés pour garantir qu'elles sont suffisamment préparées pour honorer les appels de marge. Cela atténuera le risque de liquidité sur l'ensemble du système, y compris parmi les fonds d'investissement monétaires, qui sont utilisés par les intervenants de marché pour stocker de la liquidité, ainsi que parmi les fonds d'investissement,

⁶⁶ Cf. « [Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience – Final report](#) », Conseil de stabilité financière, 11 octobre 2021.

⁶⁷ Cf. « [Mind the liquidity gap: a discussion of money market fund reform proposals](#) » et « [Assessing the impact of a mandatory public debt quota for private debt money market funds](#) », *Macprudential Bulletin*, Issue 16, BCE, 21 janvier 2022.

⁶⁸ Cf. CBCB, CPIM et OICV, « [Consultative report: Review of margining practices](#) », Banque des règlements internationaux et Organisation internationale des commissions de valeurs, octobre 2021.

les sociétés d'assurance et les fonds de pension, qui utilisent des produits dérivés et sont donc soumis aux appels de marge.

3.3 Les activités microprudentielles visant à garantir la solidité des banques individuelles

La BCE a mis un terme à certaines mesures prudentielles extraordinaires prises en 2020 pour atténuer l'impact du choc lié à la COVID-19

Avec l'amélioration des perspectives économiques au cours de l'année 2021, la BCE a annoncé l'arrêt progressif de certaines mesures prudentielles mises en place pour permettre aux banques de maintenir leur offre de crédit à l'économie tout au long de la pandémie. En juillet, la BCE a **décidé** de ne pas prolonger au-delà du 30 septembre 2021 sa recommandation à l'ensemble des banques de ne pas verser de dividendes ou de les limiter, recommandation s'appliquant aussi aux rachats d'actions, mais leur a enjoint de rester prudentes et de ne pas sous-estimer le risque que des pertes supplémentaires puissent, par la suite, avoir une incidence sur leur trajectoire de fonds propres lorsque les mesures de soutien prendront fin. Dans ce contexte, au cours de l'année 2021, la BCE a accordé une attention spéciale au risque de crédit, en particulier au caractère adéquat du classement et de la mesure des risques figurant au bilan des banques ainsi qu'à leur niveau de préparation pour la gestion des débiteurs en difficulté. En juin, la BCE a **prolongé** l'autorisation pour les banques d'exclure certaines expositions de leur ratio de levier jusqu'en mars 2022, également au vu des circonstances monétaires exceptionnelles. L'ensemble des décisions relatives aux mesures prudentielles d'allègement ainsi que les décisions concernant l'attention spéciale accordée au risque de crédit ont été communiquées aux banques et au public au moyen de foires aux questions publiques (FAQ), de communiqués de presse, de billets de blog et de discours.

La BCE a mené un test de résistance pour certaines des plus grandes banques européennes, elle a poursuivi ses travaux post-Brexit et a finalisé l'examen ciblé des modèles internes (*targeted review of internal models*, TRIM)

La BCE a mené un test de résistance pour certaines des banques de grande et moyenne taille qu'elle supervise directement. Les **résultats**, publiés en juillet 2021, ont montré que le système bancaire de la zone euro serait en mesure de résister à une nouvelle détérioration éventuelle des conditions économiques. La BCE a publié pour la première fois des informations spécifiques à des banques ne faisant pas partie de l'échantillon concerné par les tests de résistance à l'échelle de l'UE coordonnés par l'Autorité bancaire européenne, mais qui sont directement supervisées par la BCE. En outre, la BCE a finalisé ses évaluations complètes de deux banques italiennes, d'une banque estonienne et d'une banque lituanienne, après que celles-ci ont été classées comme des établissements importants. Toutes les banques assujetties ou susceptibles d'être assujetties à la supervision directe de la BCE doivent faire l'objet d'une évaluation complète, consistant en un test de résistance et un examen de la qualité des actifs (*asset quality review*, AQR). Les résultats de l'évaluation complète indiquent qu'aucune des quatre banques n'est confrontée à un déficit de fonds propres. Toutefois, les banques doivent assurer le suivi des résultats de l'exercice et prendre des mesures en réponse aux conclusions de l'AQR.

La BCE a également poursuivi ses travaux post-Brexit. À l'issue de la période de transition (au cours de laquelle le Royaume-Uni était toujours soumis au droit de l'UE) s'étant achevée le 31 décembre 2020, la BCE a continué de suivre, dans le cadre de sa surveillance continue, la mise en œuvre des modèles opérationnels cibles post-Brexit des banques affectées par le Brexit afin de veiller à ce qu'elle progresse conformément au calendrier convenu préalablement. En parallèle, la BCE a lancé un examen détaillé, activité par activité (*desk mapping*), afin d'évaluer de manière cohérente les modèles de comptabilisation des activités (*booking models*) des filiales de groupes bancaires internationaux récemment installées dans l'Union européenne.

La BCE a finalisé son examen ciblé des modèles internes (TRIM) des établissements importants. Dans le cadre de cet examen, qui a débuté en 2016, la BCE a réalisé 200 enquêtes sur place portant sur les modèles de 65 établissements importants, et couvrant les modèles internes pour le risque de crédit, le risque de marché et le risque de contrepartie. Dans l'ensemble, cet examen a confirmé que les banques pouvaient continuer à utiliser leurs modèles internes pour calculer leurs besoins en fonds propres, sous réserve, dans certains cas, de mesures prudentielles. Le TRIM a amélioré la fiabilité des résultats des modèles internes et la comparabilité entre banques, et a contribué à réduire la variabilité non fondée sur le risque des actifs pondérés des risques.

Depuis le 26 juin 2021, la BCE supervise les entreprises d'investissement systémiques dans les pays participants à la supervision bancaire européenne. En 2021, les entreprises d'investissement ont été assujetties à un nouveau régime réglementaire européen afin de mieux refléter les risques réels pris par les différents types d'entreprises d'investissement et de superviser ces entreprises plus efficacement. Les entreprises d'investissement les plus importantes et les plus systémiques ont l'obligation de demander un agrément bancaire et, une fois que celui-ci leur a été accordé, de se soumettre à la supervision de la BCE. Les entreprises d'investissement soumises à la supervision bancaire européenne sont celles qui fournissent des services de banque d'investissement et des services bancaires de marché d'importance critique et sont donc exposées, de façon comparable aux banques, au risque de crédit et de marché.

Des consultations publiques portant sur divers cadres prudentiels ont été lancées

Dans ses efforts constants en vue d'améliorer la transparence et la responsabilité, la BCE a lancé une série de consultations publiques. La première consultation portait sur l'évaluation de l'honorabilité, des connaissances, des compétences et de l'expérience des dirigeants, et a ensuite donné lieu à la publication par la BCE d'une version révisée et plus complète de son [guide](#). Cette version révisée explique les critères utilisés par la BCE lors de l'évaluation de l'aptitude des membres des organes de direction des banques directement supervisées et présente les attentes renforcées des autorités prudentielles en ce qui concerne l'aptitude collective des organes de direction des banques et la responsabilité individuelle de leurs membres. Elle expose également le processus de réévaluation des membres de l'organe de direction dans les cas où surviennent de nouveaux faits pouvant avoir une incidence sur leur aptitude. Un questionnaire révisé sur l'honorabilité, les connaissances, les compétences et l'expérience visant à favoriser une meilleure convergence en la

matière entre les pays participants à la surveillance bancaire européenne a également été publié.

La deuxième consultation portait sur la [révision des principes généraux harmonisés concernant l'exercice des options et facultés](#) que la BCE est autorisée à exercer en vertu du droit de l'Union européenne dans le cadre de la supervision bancaire. Les propositions de révisions de la BCE visent principalement à refléter les modifications législatives adoptées depuis la publication des principes généraux en 2016. La majorité de ces révisions portent sur des options et facultés concernant l'application des exigences de liquidité. La consultation couvre de nombreux aspects de la surveillance prudentielle, notamment les autorisations accordées aux banques de réduire leurs fonds propres, le traitement réservé à certaines expositions dans le calcul du ratio de levier et des exemptions à la limite sur les grands risques.

La troisième consultation portait sur un projet de [guide relatif à la notification des opérations de titrisation](#), qui clarifie les informations que la BCE attend des banques qu'elle supervise directement lorsqu'elles interviennent en qualité d'initiatrices ou de sponsors dans les opérations de titrisation. En mai 2021, la BCE avait annoncé sa [décision](#) de veiller à ce que les banques qu'elle supervise directement respectent les exigences relatives à la rétention du risque, à la transparence et à la retitrisation pour l'ensemble des titrisations, définies aux articles 6, 7 et 8 du [règlement de l'UE sur la titrisation](#). Cette décision faisait suite à des clarifications apportées au règlement, qui font partie du train de mesures de relance par les marchés de capitaux (*Capital Market Recovery Package*) et énoncent explicitement que ces exigences sont de nature prudentielle et doivent, de ce fait, être supervisées par les autorités de surveillance prudentielle compétentes.

La BCE a également publié les protocoles d'accord prudentiels conclus en 2021, pour lesquels elle a obtenu le consentement de la part des autorités concernées.

Des informations plus détaillées sur la supervision bancaire de la BCE sont fournies sur son site [internet](#) et par le [Rapport annuel 2021 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

3.4 La contribution de la BCE aux initiatives européennes

Poursuite des efforts visant à mettre en place les réformes réglementaires nécessaires

D'importantes réformes réglementaires ont été menées à bien ou lancées en 2021 pour garantir que le système financier soit capable de résister aux chocs causés par la pandémie. Néanmoins, des difficultés juridiques et institutionnelles importantes doivent encore être surmontées avant que les banques européennes ne puissent exercer leur activité dans un cadre vraiment intégré. En particulier, des efforts supplémentaires sont nécessaires pour achever l'union bancaire et mettre en œuvre les réformes finalisées de Bâle III ; pour poursuivre le développement des marchés de capitaux européens tout en renforçant le cadre réglementaire des institutions financières non bancaires ; pour élaborer des règlements sur les crypto-actifs et les *stablecoins* ou « jetons de valeur stable » ; et pour faire face aux risques liés au climat.

Achever l'union bancaire

Les banques ont bien résisté durant la pandémie, mais les travaux doivent être poursuivis afin d'achever l'union bancaire

Les banques dans l'union bancaire ont bénéficié du solide soutien apporté par les politiques publiques à l'économie réelle et d'une amélioration du cadre réglementaire et prudentiel, qui a renforcé leur situation de fonds propres. Toutefois, l'union bancaire doit encore être renforcée. La BCE a continué de développer et d'améliorer activement les caractéristiques essentielles de l'union bancaire en 2021. Elle a contribué aux débats portant sur la mise en place d'un système européen d'assurance des dépôts ; sur l'amélioration de la capacité des banques à exercer des activités transfrontières au sein de l'union bancaire ; sur la limitation des risques restants et l'amélioration de la boîte à outils de gestion de crise ; et sur la disponibilité des options de financement dans les situations de crise. Comme les années précédentes, la BCE a continué de contribuer aux rapports de suivi sur la réduction des risques élaborés conjointement avec la Commission européenne et le Conseil de résolution unique. Ces rapports sont utilisés pour éclairer les décisions politiques relatives à l'achèvement de l'union bancaire.

L'amélioration du cadre de gestion des crises a constitué un élément central des travaux sur l'union bancaire tout au long de 2021. La BCE a participé au débat par le biais de sa [contribution à la consultation ciblée de la Commission européenne sur la révision du cadre de gestion des crises et du système d'assurance des dépôts](#). Cette contribution formule des propositions visant à améliorer le traitement d'une banque en situation de crise tant avant qu'après qu'elle ait atteint son point de défaillance. En 2021, la BCE a également suivi et contribué aux travaux techniques menés au sein des instances européennes compétentes sur la mise en œuvre du filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique. Le filet de sécurité commun renforcera encore le cadre de résolution des banques en doublant effectivement les ressources disponibles pour la résolution bancaire via le Fonds de résolution unique.

La mise en œuvre des réformes finalisées de Bâle III

La BCE accueille favorablement les propositions de la Commission européenne visant à réviser le CRR et la CRD afin de mettre en œuvre les réformes finalisées de Bâle III

La mise en œuvre des réformes finalisées de Bâle III est essentielle pour remédier aux insuffisances du cadre réglementaire existant pour l'adéquation des fonds propres et pour renforcer encore la capacité de résistance à long terme du système financier. Les initiatives réglementaires internationales introduites après la crise financière mondiale ont permis de renforcer la capacité du système financier à résister à un choc imprévu de grande ampleur, tel que la pandémie. Le programme de réformes de Bâle III finalisé vise à remédier aux lacunes du dispositif actuel notamment par l'introduction d'un mécanisme de plancher (*output floor*).

La BCE a continué d'affirmer l'importance du respect des normes financières internationales. À cette fin, en septembre 2021, la BCE et l'Autorité bancaire européenne ont adressé une [lettre ouverte](#) à la Commission européenne, exprimant leur soutien à la mise en œuvre complète, rapide et uniforme de l'ensemble finalisé

des réformes de Bâle III ⁶⁹. La lettre mettait en avant leur précédent avis à la Commission et réaffirmait leur opinion selon laquelle la mise en œuvre des réformes de Bâle III telles que décidées au niveau international ne devrait entraîner que des coûts transitoires modestes largement contrebalancés par les avantages économiques à long terme ⁷⁰.

Dans ce contexte, la BCE a accueilli favorablement les propositions de la Commission européenne visant à modifier le règlement sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Regulation*, CRR) et la directive sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Directive*, CRD) en vue de mettre en œuvre les réformes finalisées de Bâle III, publiées le 27 octobre 2021. La Commission a opté pour une transposition fidèle du mécanisme de plancher dans l'UE, avec application à toutes les exigences de fonds propres conformément à la recommandation de l'ABE (approche *single stack*), mais la proposition contenait également certains choix de mise en œuvre, des écarts par rapport à l'accord de Bâle et des périodes de transition longues susceptibles de laisser certains risques insuffisamment couverts, ce qui suscite des inquiétudes au plan prudentiel ⁷¹. La BCE prévoit de donner plus de détails dans ses futurs avis sur les propositions législatives.

Faire progresser l'union des marchés de capitaux

La BCE a appelé à progresser sur la voie de l'union des marchés des capitaux, en mettant l'accent sur les marchés de capitaux verts afin de poursuivre les objectifs climatiques de l'UE

En 2021, la BCE a continué de souligner l'importance de faire progresser l'union des marchés de capitaux (UMC), en particulier pour soutenir la reprise de l'économie après la pandémie, pour s'adapter au Brexit et pour contribuer au financement des investissements liés au climat et de la transition numérique. À cette fin, la BCE a réaffirmé la nécessité de mettre en œuvre, dans son intégralité et sans délai, le plan d'action pour l'UMC de 2020 de la Commission européenne, en accueillant favorablement les propositions législatives adoptées en novembre 2021, tout en encourageant de nouveaux progrès. En particulier, pour faire avancer l'UMC, il est important de remédier aux obstacles structurels, tels que les différences nationales en matière de réglementation sur l'insolvabilité et de protection et de taxation des investisseurs, et de renforcer la surveillance transfrontière. La BCE a mis un accent particulier sur les marchés de capitaux verts. Les marchés de capitaux jouent un rôle essentiel dans la réalisation des objectifs climatiques de l'UE, comme le soulignent le [Bulletin macroprudentiel d'octobre 2021](#) et la [Financial Stability Review de novembre 2021](#) publiés par la BCE. La BCE a souligné que continuer à développer des marchés de capitaux verts de grande ampleur et intégrés dans l'UE nécessitera

⁶⁹ Cf. la [lettre de la BCE et de l'Autorité bancaire européenne](#) ainsi que la [lettre conjointe adressée à la Commission européenne par plusieurs autorités nationales de l'UE](#) appelant à la mise en œuvre complète des réformes de Bâle III, datées toutes deux du 7 septembre 2021, et « [Basel III implementation: the last mile is always the hardest](#) », discours prononcé par Andrea Enria, président du conseil de surveillance prudentielle de la BCE, lors de la conférence en ligne des anciens étudiants du département d'économie et de gestion « Marco Fanno », 3 mai 2021.

⁷⁰ Cf. « [Basel III reforms: impact study and key recommendations](#) », Autorité bancaire européenne, décembre 2019, « [Macroeconomic impact of Basel III finalisation on the euro area](#) », *Macroprudential Bulletin*, n° 14, BCE, juillet 2021 ; et « [Basel III Reforms: Updated Impact Study](#) », Autorité bancaire européenne, 2020.

⁷¹ Cf. « [Strengthening banks' resilience in the banking union](#) », discours de Kerstin af Jochnick, membre du conseil de surveillance prudentielle de la BCE, lors de la Conférence sur la stabilité financière 2021, Berlin, 19 novembre 2021.

des mesures décisives pour améliorer les structures et les normes de marché afin de réduire la fragmentation et le risque d'écoblanchiment (*greenwashing*) et de garantir l'engagement total des entreprises en faveur de la transition verte. De plus, les marchés de capitaux verts seront favorisés si l'UMC progresse en mettant l'accent sur les domaines qui sont pertinents pour eux ou sur les mesures qui visent à accroître le financement par émission d'actions afin d'encourager l'innovation.

Développer la réglementation des crypto-actifs et des *stablecoins*

La BCE a proposé de renforcer certaines exigences du règlement relatif aux marchés des crypto-actifs

En réponse à la proposition de règlement de la Commission européenne concernant les marchés des crypto-actifs (règlement « MiCA »), la BCE a publié en février 2021 un [avis](#) proposant la clarification et le renforcement de certaines exigences prudentielles ainsi que du rôle de la BCE et des autres membres concernés du Système européen de banques centrales. L'avis de la BCE a mis en garde contre l'utilisation de certains types de *stablecoins* à des fins de paiement. Il plaide en faveur d'un renforcement des exigences prudentielles applicables aux émetteurs de *stablecoins* en les soumettant à une obligation de tests de résistance et à des exigences de liquidité au moins aussi strictes que le règlement concernant les fonds d'investissement monétaires. La BCE a également appelé à une surveillance prudentielle à l'échelle de l'UE afin de garantir une évaluation complète des risques et d'éviter la fragmentation, étant donné la nature transfrontière des crypto-actifs et des *stablecoins*. En novembre, la BCE a publié son [avis](#) sur la proposition de règlement visant à étendre les exigences de traçabilité aux transferts de crypto-actifs. La BCE a continué de contribuer activement aux discussions menées dans les instances internationales sur les crypto-actifs et les *stablecoins*.

Renforcer le cadre réglementaire applicable aux non-banques

En 2021, la BCE a continué de contribuer aux discussions européennes et internationales sur la réponse de politique économique apportée aux enseignements tirés des turbulences liées à la pandémie concernant le secteur financier non bancaire. En avril, la BCE a publié un Bulletin macroprudentiel consacré au secteur financier non bancaire ⁷², qui analyse les vulnérabilités apparues dans le contexte des bouleversements liés à la COVID-19 et préconise une approche macroprudentielle afin de faire face de manière adéquate aux risques systémiques émanant de ce secteur. En juillet, l'Eurosystème a publié sa [réponse à la consultation lancée par l'Autorité européenne des marchés financiers concernant les réformes des fonds d'investissement monétaires de l'UE](#), qui plaide en faveur de réformes visant à renforcer la capacité de résistance des fonds d'investissement monétaires en réduisant de manière significative leur besoin de liquidité.

⁷² « [Macroprudential Bulletin](#) », n° 12, BCE, avril 2021.

Contributions aux discussions et à la réglementation financière de l'UE concernant le changement climatique

La BCE a surveillé les risques financiers liés au climat tout en posant les bases d'une action de politique monétaire fondée sur des données empiriques

La BCE a continué d'évaluer et de suivre les risques financiers liés au changement climatique et contribue aux discussions européennes et internationales en matière de politique économique. Conjointement avec le Comité européen du risque systémique, elle a publié un rapport fournissant des informations analytiques importantes et les bases d'une action ciblée fondée sur des données empiriques ⁷³. De plus, elle a publié en octobre 2021 un Bulletin macroprudentiel consacré aux risques et opportunités liés au changement climatique ⁷⁴. Les articles examinent le défi posé par la prise en compte des risques climatiques dans le cadre réglementaire bancaire et si une réponse macroprudentielle est nécessaire. Le Bulletin incluait également une proposition d'approche du test de résistance macroprudentiel visant à reconnaître la nature systémique des risques climatiques.

La BCE a continué de contribuer au développement du cadre réglementaire dans l'UE. Elle a donné un élan à l'agenda politique de l'UE en publiant un [avis](#) sur la proposition de règlement sur les obligations vertes européennes, appelant à s'engager à faire de la norme relative aux obligations vertes la norme principale au sein de l'UE, afin de créer un marché des obligations vertes conforme à la taxonomie de l'UE et d'atténuer les préoccupations relatives à l'écoblanchiment. La BCE a également publié un [avis](#) sur la proposition de directive en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD). Elle a accueilli favorablement la proposition de directive comme une étape nécessaire pour accroître la disponibilité, la qualité et la cohérence des informations liées à la durabilité dans l'UE et pour combler le manque de données qui entrave l'élaboration appropriée d'une politique de durabilité et de cadres d'évaluation et de surveillance des risques à l'intention du secteur financier.

⁷³ Équipe de projet conjointe BCE/CERS sur le suivi du risque climatique, « *Climate-related risk and financial stability* », BCE, juillet 2021.

⁷⁴ « *Macroprudential Bulletin* », n° 15, BCE, octobre 2021.

4 Le fonctionnement harmonieux des infrastructures de marché et des paiements

L'Eurosystème joue un rôle central dans le développement, l'exploitation et la surveillance des dispositifs et des infrastructures de marché, qui facilitent la circulation sûre et efficace des paiements, des titres et des garanties dans l'ensemble de la zone euro. Il agit également comme catalyseur de l'intégration et de l'innovation sur le marché des paiements et des titres. En réponse à la transformation numérique, aux nouvelles exigences réglementaires et à l'évolution des attentes des utilisateurs, l'Eurosystème évalue et renouvelle les infrastructures de marché, les politiques et les stratégies actuelles, de même qu'il étudie les nouvelles technologies, les monnaies numériques et les développements dans le domaine des crypto-actifs.

4.1 Les services TARGET

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



TARGET2 a réglé un plus grand nombre de paiements en euros

Environ 1 000 banques utilisent TARGET2 pour engager des opérations en euros, pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients. Si l'on tient compte des succursales et des filiales, ce sont plus de 43 000 banques dans le monde qui sont accessibles via TARGET2. En 2021, TARGET2 a traité en moyenne 373 467 paiements par jour, d'une valeur quotidienne de 1 870 milliards d'euros en moyenne. Cela représente une augmentation de 8,25 % du volume journalier des paiements par rapport à 2020 ⁷⁵.

En 2022, l'Eurosystème remplacera TARGET2 par T2. Ce service comportera une nouvelle composante de règlement brut en temps réel ainsi qu'une composante de gestion centralisée de la liquidité, qui optimisera la gestion de la liquidité dans

⁷⁵ En 2020, les transactions effectuées par l'intermédiaire de TARGET2 ont affiché une très faible croissance par rapport à 2019 (+1,0 %), la forte baisse observée après l'apparition de la pandémie de COVID-19 (- 5,9 % au deuxième trimestre 2020 par rapport au trimestre correspondant de 2019) ayant été compensée par la croissance enregistrée aux premier et dernier trimestres de l'année.

l'ensemble des services TARGET. T2 utilisera la norme de messagerie ISO 20022 et permettra d'effectuer des paiements en plusieurs devises.

Fin 2021, le projet de mise en œuvre de T2 est entré dans la phase de test par les utilisateurs. Le service devrait être opérationnel en novembre 2022. Un volet essentiel du projet réside dans le développement de la passerelle d'accès aux infrastructures du marché unique de l'Eurosystème (*Eurosystem Single Market Infrastructure Gateway*, ESMIG). Celle-ci offrira un point d'accès unique à l'ensemble des services TARGET pour toutes les communications externes entrantes et sortantes. Les préparatifs en vue de la migration des services TARGET vers l'ESMIG se sont poursuivis en 2021.

La plateforme T2S connecte 21 dépositaires centraux de titres (DCT) de 20 marchés européens et permet le règlement de titres en euros et en couronnes danoises. En 2021, T2S a traité en moyenne 726 271 opérations par jour, d'une valeur quotidienne de 691,10 milliards d'euros en moyenne. Des travaux ont débuté afin d'accueillir de nouveaux DCT dans T2S, en particulier Euroclear Bank.

En 2020, un mécanisme de sanctions a été instauré dans T2S pour encourager les DCT à respecter leurs obligations en vertu du régime de discipline en matière de règlement prévu par le [règlement sur les dépositaires centraux de titres](#). Les tests portant sur cette nouvelle fonctionnalité complexe se sont poursuivis tout au long de 2021, en préparation de l'entrée en vigueur des dispositions applicables du règlement en février 2022.

Accessibilité paneuropéenne au travers de TIPS

Tout au long de 2021, la BCE a pris des dispositions pour [garantir la possibilité d'effectuer des paiements instantanés en euros à l'échelle paneuropéenne](#) par l'intermédiaire du service de règlement des paiements instantanés TARGET (*TARGET Instant Payments Settlement*, TIPS). Conformément aux mesures en faveur de l'accessibilité paneuropéenne approuvées par le Conseil des gouverneurs de la BCE mi-2020, 2 235 prestataires de services de paiement (PSP) qui ont adhéré au schéma *SCT Inst* et sont accessibles dans TARGET2 seront également accessibles dans un compte TIPS, soit en tant que participant, soit en tant que partie accessible, d'ici la fin du premier trimestre 2022. À peu près au même moment, les onze chambres de compensation automatisée (*automated clearing houses*, ACH) proposant des services de paiement instantané devront toutes transférer leurs comptes techniques de TARGET2 à TIPS. La migration des chambres de compensation automatisée se déroulera en trois vagues. Le caractère multidevises de TIPS suscite l'intérêt de banques centrales extérieures à la zone euro. Ainsi, la Sveriges Riksbank proposera le règlement de paiements instantanés en couronnes suédoises par l'intermédiaire de TIPS à partir de mai 2022 et la Danmarks Nationalbank permettra les règlements en couronnes danoises dans TIPS à partir de novembre 2025 au plus tard. À la suite des décisions de la Sveriges Riksbank et de la Danmarks Nationalbank de rejoindre la plateforme et d'utiliser la capacité multidevises du service, la [Norges Bank a exprimé son souhait de rejoindre TIPS](#) et de régler des paiements instantanés en couronnes norvégiennes.

En 2020, des travaux ont débuté afin d'étudier la possibilité d'ajouter une fonction de règlement interdevises au sein de TIPS. En juin 2021, la BCE et la Sveriges

Riksbank ont annoncé qu'elles continuaient toutes deux d'analyser comment TIPS pourrait permettre le [règlement de paiements instantanés impliquant l'euro et la couronne suédoise](#).

Outre ces trois services de règlement, l'Eurosystème développe actuellement un nouveau service TARGET, à savoir le système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System*, ECMS). Il s'agira d'un système unifié de gestion des actifs utilisés comme garanties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème pour l'ensemble des juridictions de la zone euro. Le projet devrait être opérationnel, comme prévu, à partir de novembre 2023. En 2021, le développement du système a été achevé et les tests d'agrément de l'Eurosystème ainsi que les préparatifs en vue des tests par les utilisateurs ont débuté. L'une des priorités en 2021 a été de faire en sorte que les parties prenantes de l'ECMS disposent de la documentation nécessaire pour effectuer leurs modifications en interne. Afin de favoriser une compréhension commune et une préparation efficace, l'Eurosystème a régulièrement organisé des ateliers avec les DCT et les agents tripartites. Il a également publié des informations sur les messages ainsi que sur les étapes importantes de la préparation sur le site internet de la BCE.

Encadré 6

Les mesures adoptées en réponse aux incidents rencontrés par les services TARGET

En décembre 2020, la BCE a chargé la société Deloitte GmbH de réaliser un audit indépendant de cinq incidents majeurs liés aux technologies de l'information (et non des incidents cyber) survenus en 2020, affectant les opérations de paiement et le processus de traitement des titres des services TARGET. L'expertise visait à identifier les causes profondes des incidents, à tirer des enseignements plus généraux et à proposer des recommandations dans six domaines clés, à savoir : a) la gestion des modifications et des nouvelles versions ; b) la gestion de la continuité des activités ; c) les tests de défaillance et de redémarrage ; d) les protocoles de communication ; e) la gouvernance ; et f) le centre de données et les opérations informatiques.

La BCE a publié le résultat de l'[audit indépendant de Deloitte](#) le 28 juillet 2021. Le rapport comprenait une description détaillée des incidents en question, de leurs conséquences pour les participants aux services TARGET et de leurs causes profondes respectives. De plus, Deloitte a procédé à un examen approfondi des procédures suivies lors des incidents, recensé les faiblesses et formulé des recommandations pour y remédier.

Dans sa [réponse](#), l'Eurosystème a accepté les conclusions générales et les recommandations de Deloitte, et s'est engagé à y répondre avec détermination.

Au second semestre 2021, l'Eurosystème a préparé un plan d'action visant à donner rapidement suite aux problèmes mis en lumière et aux recommandations formulées par Deloitte. Ce plan d'action a été élargi afin d'inclure les recommandations émises par la fonction de surveillance de l'Eurosystème et par le Comité d'audit interne à la suite des incidents qui ont touché les services TARGET en 2020. Par ailleurs, en ce qui concerne les recommandations liées à un service TARGET spécifique, l'Eurosystème s'est efforcé d'élaborer des mesures qui s'appliqueraient

globalement à l'ensemble des services TARGET et au système consolidé T2-T2S qui doit voir le jour en novembre 2022.

Des mesures répondant à plusieurs recommandations ont déjà été actées ou mises en œuvre en 2021, tandis que la plupart des mesures restantes se concrétiseront en 2022. Les intervenants de marché ont aussi été associés à certaines recommandations afin de veiller à ce que leurs points de vue soient pris en compte. À cette fin, des séances spéciales ont été organisées avec le groupe consultatif sur les infrastructures de marché pour les paiements (*Advisory Group on Market Infrastructures for Payments*, AMI-Pay), le groupe consultatif sur les infrastructures de marché pour les titres et les garanties (*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*, AMI-SeCo) et le groupe de pilotage des DCT participant à T2S (*CSD Steering Group*, CSG). Ces groupes seront aussi régulièrement informés de la mise en œuvre du plan d'action jusqu'à son achèvement.

Le 17 décembre 2021, la BCE a publié un résumé du [plan d'action](#), dans lequel figurent également les échéances respectives fixées pour la mise en œuvre des mesures envisagées.

4.2 La surveillance et le rôle des banques centrales d'émission

L'Eurosystème fixe des objectifs pour la surveillance des infrastructures de marchés financiers et des paiements dans la zone euro en adoptant des réglementations, des normes, des orientations et des recommandations spécifiques, en assurant le suivi de leur mise en œuvre et en promouvant le changement là où cela s'avère nécessaire. De plus, en sa qualité de banque centrale d'émission pour l'euro, l'Eurosystème participe aux dispositifs de surveillance et de gestion de crise coopératives pour les infrastructures de marchés financiers exerçant d'importantes activités libellées en euros.

L'examen des infrastructures exploitées par l'Eurosystème – TARGET2 et T2S – au regard des attentes de l'Eurosystème en matière de surveillance de la capacité de résistance informatique (*Cyber Resilience Oversight Expectations*) est l'un des points qui a particulièrement retenu l'attention en 2021. Cet examen a pour objectif d'améliorer encore la cyber-résilience de ces deux infrastructures. L'Eurosystème a également pris des mesures, d'une part, pour continuer de favoriser la cyber-résilience des infrastructures de marchés financiers au travers du comité de cyber-résilience de l'euro (*Euro Cyber Resilience Board*) en rendant opérationnelle l'Initiative pour le partage des cyber-informations et des cyber-renseignements (*Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative*) et, d'autre part, pour favoriser l'adoption et la mise en œuvre du cadre [TIBER-EU](#).

Dans le cadre de la surveillance de TARGET2 et de T2S, l'Eurosystème a continué de suivre les recommandations formulées lors des précédentes évaluations en la matière. Dans ce contexte, l'Eurosystème s'est concentré plus particulièrement sur les mesures destinées à remédier aux facteurs ayant contribué aux incidents opérationnels majeurs survenus en 2020. Afin de favoriser une coopération efficace

avec les autres autorités attachant de l'importance au bon fonctionnement de T2S, l'Eurosystème a également participé aux travaux du [dispositif de coopération T2S \(T2S Cooperative Arrangement\)](#).

En ce qui concerne le cadre général de surveillance des systèmes de paiement d'importance systémique (*systemically important payment systems*, SIPS), l'Eurosystème a achevé son examen du règlement SIPS à la lumière de la consultation publique menée à ce sujet et en a publié une version révisée en avril 2021. À la suite de l'octroi du statut de SIPS au *MasterCard Clearing Management System*, l'Eurosystème a lancé une évaluation complète de MasterCard au regard du règlement SIPS. Enfin, l'Eurosystème a évalué et suivi le lancement d'un modèle de règlement brut en continu pour STEP2-T et (dans le cadre d'une surveillance coopérative conduite par le Système fédéral de réserve) la migration du système CLS vers une nouvelle plateforme technologique.

Un nouveau cadre de surveillance pour les instruments, les systèmes et les dispositifs de paiement électronique (cadre PISA) a été achevé

En ce qui concerne les instruments et les systèmes de paiement, l'Eurosystème a publié son [septième rapport sur la fraude relative aux paiements par carte](#). Le 15 novembre 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le [cadre de surveillance des instruments, des systèmes et des dispositifs de paiement électronique de l'Eurosystème](#) (« cadre PISA ») définitif. L'Eurosystème s'appuiera sur le cadre PISA – qui remplace l'approche harmonisée de la surveillance et les normes de surveillance des instruments de paiement (« *Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments* ») et l'ensemble des cadres apparentés de surveillance des cartes, des prélèvements, des virements et des objectifs en matière de sécurité de la monnaie électronique – pour la surveillance des intervenants de marché qui permettent ou favorisent l'utilisation des cartes de paiement, des virements, des prélèvements, des transferts de monnaie électronique et des jetons de paiement numériques. Parallèlement aux dispositifs de paiement traditionnels, le cadre PISA inclura les systèmes de jetons de paiement numériques, ainsi que les dispositifs de paiement qui aident les utilisateurs finaux dans l'exécution de transferts de valeurs, comme les portefeuilles numériques.

En sa qualité de banque centrale d'émission participant aux collèges d'autorités de surveillance des contreparties centrales de l'UE en application du règlement sur l'infrastructure du marché européen (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR), l'Eurosystème a évalué différentes propositions portant sur l'extension des services ou sur l'introduction de modifications majeures dans les procédures de gestion des risques de contreparties centrales de l'UE. L'Eurosystème a également apporté son concours aux travaux de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) visant à surveiller les contreparties centrales de pays tiers d'importance systémique pour l'UE (contreparties centrales de catégorie 2) et, en application de l'article 25, paragraphe 2 *quater*, de l'EMIR, à évaluer si certains services de compensation fournis par de telles contreparties centrales revêtent une importance systémique telle que ces contreparties centrales ne devraient pas être habilitées à proposer ces services de compensation à des membres compensateurs et à des plateformes de négociation établis dans l'UE. Le 17 décembre 2021, l'AEMF a publié

une déclaration ⁷⁶ concluant que les coûts et les risques qu'entraînerait l'exclusion des services des contreparties centrales de catégorie 2 établies au Royaume-Uni l'emporteraient sur les avantages pour l'UE à ce stade et a proposé un ensemble de mesures en réponse aux risques et aux vulnérabilités identifiés.

À la suite de l'adoption du nouveau [règlement de l'UE sur le redressement et la résolution des contreparties centrales](#), l'Eurosystème a contribué au développement par l'AEMF des normes réglementaires et des orientations y afférentes.

L'Eurosystème a également participé à la création et aux travaux en cours de groupes sur la gestion des crises transfrontière concernant les contreparties centrales de la zone euro et de pays tiers. Ces groupes visent à garantir un degré de préparation approprié dans l'éventualité d'une mise en résolution d'une contrepartie centrale. Un aspect fondamental de ces travaux consiste à évaluer si le niveau escompté des ressources financières d'une contrepartie centrale est adéquat dans l'optique de la résolution. Il s'agit d'une question importante du point de vue d'une banque centrale d'émission, compte tenu des risques de liquidité significatifs qui résulteraient d'une couverture en ressources insuffisante.

En 2021, les instances normatives mondiales ont continué de se concentrer sur les enseignements à tirer de la période de tension liée à la pandémie à laquelle les infrastructures de marchés financiers ont été confrontées. Dans le prolongement de [l'examen global des perturbations observées sur les marchés en mars](#) (*Holistic Review of the March Market Turmoil*) du Conseil de stabilité financière, la BCE a contribué aux activités du groupe de travail conjoint sur les marges (*Joint Working Group on Margin*) de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. En ce qui concerne les marchés de produits dérivés faisant l'objet d'une compensation centrale au sein de l'UE, la BCE a mené ses propres analyses afin d'étudier les principaux facteurs qui ont conduit aux augmentations des marges initiales durant la pandémie et les méthodes employées par la contrepartie centrale pour atténuer la procyclicité.

S'agissant du règlement de titres, l'Eurosystème a participé, en sa qualité de banque centrale d'émission, au réexamen et à l'évaluation en cours des dépositaires centraux de titres (DCT) de l'UE, en application du [règlement de l'UE relatif aux dépositaires centraux de titres](#) (*Central Securities Depositories Regulation, CSDR*). En tant que seule autorité intervenant directement dans l'évaluation de tous les DCT de la zone euro et de certains DCT de l'UE extérieurs à celle-ci, l'Eurosystème joue un rôle important pour promouvoir des approches sûres et cohérentes ainsi que des conditions de concurrence égales pour l'ensemble des DCT. L'Eurosystème a également contribué à l'examen du CSDR, tandis que la BCE a formulé un [avis](#) concernant un régime pilote pour la technologie des registres distribués, qui est l'un des trois volets de l'ensemble de mesures sur la finance numérique lancé par la Commission européenne afin de faciliter l'accès aux produits financiers innovants, tout en garantissant la protection du consommateur et la stabilité financière.

⁷⁶ Cf. « [ESMA concludes Tier 2 CCP assessment under Article 25\(2c\) of EMIR](#) », déclaration publique, AEMF, 17 décembre 2021.

4.3 L'innovation et l'intégration aux niveaux des infrastructures de marché et des paiements

Afin d'utiliser pleinement le potentiel d'innovation de la numérisation et de relever les défis croissants qui se posent pour la souveraineté européenne sur le marché des paiements, l'Eurosystème a mis en place une [stratégie globale en matière de paiements de détail](#).

L'un des principaux objectifs de cette stratégie en matière de paiements de détail consiste à soutenir la création d'une solution paneuropéenne pour les paiements de détail au point d'interaction (*point of interaction*, POI), c'est-à-dire aussi bien dans les points de vente physique que dans l'environnement mobile et dans le domaine du commerce électronique. L'Eurosystème salue les initiatives en faveur de solutions de paiement qui répondent à ses objectifs et entretient un dialogue permanent avec des représentants de nouvelles initiatives potentielles et de celles déjà en place.

Un autre objectif essentiel est de mettre les paiements instantanés à la disposition de tous les citoyens et toutes les entreprises d'Europe et de contribuer à en faire la nouvelle norme en matière de paiements. Fin 2021, 60 % des prestataires de services de paiement permettant de réaliser des virements SEPA proposaient également des virements SEPA instantanés, et 10,4 % du nombre total de virements étaient des paiements instantanés. Des efforts supplémentaires pourraient s'avérer nécessaires pour accélérer l'adoption des paiements instantanés. En 2021, des mesures destinées à garantir la possibilité d'effectuer des paiements instantanés à l'échelle paneuropéenne sont entrées en vigueur (cf. section 4.1.). Des travaux sont en cours afin d'élaborer une norme de code QR permettant d'exécuter des paiements instantanés au POI, à laquelle d'autres technologies de la communication viendront s'ajouter ultérieurement.

Afin d'améliorer les paiements transfrontière au-delà de la zone euro et de l'UE, l'Eurosystème participe aux travaux du [G20](#) et étudie les possibilités de procéder au règlement interdevises de paiements instantanés au sein des services TARGET (cf. section 4.1).

De plus, la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiements de détail englobe des travaux sur des services d'identité électronique (eID) et de signature électronique (eSignature) devant permettre l'adoption de solutions en la matière dans le cadre des services de paiement. Afin de garantir l'accessibilité et la neutralité d'accès, certains systèmes de paiement SEPA sont rendus accessibles à plusieurs prestataires de services de paiement non bancaires en leur qualité de clients d'une banque centrale nationale de l'Eurosystème.

Parallèlement à la poursuite de la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiements de détail, la BCE encourage le développement de services de paiement innovants au travers de l'*open banking*, qui permet à des opérateurs tiers de proposer des services en marge de l'établissement gestionnaire de compte par le biais d'interfaces de programmation d'applications (*application programming interfaces*, API) ouvertes. Le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*, ERPB), un organe stratégique de haut niveau placé sous la

Différentes mesures ont soutenu le déploiement complet des paiements instantanés

présidence de la BCE et chargé de favoriser l'intégration, l'innovation et la compétitivité des paiements de détail en euros dans l'UE, plaide en faveur de la standardisation des API et d'un accord mutuellement avantageux au sujet d'un éventail de services plus large. En 2021, l'ERPB a invité le Conseil européen des paiements à développer un dispositif d'accès aux API de SEPA (*SEPA API Access scheme*). Celui-ci définira des services « de base » correspondant aux exigences juridiques et réglementaires de la directive révisée sur les services de paiement (DSP2) et pourra aussi inclure des services à valeur ajoutée (« premium ») pouvant être fournis dans le cadre de l'*open banking* dans le prolongement naturel de la DSP2.

Conformément à son objectif visant à poursuivre l'intégration du marché financier européen, le groupe consultatif de la BCE sur les infrastructures de marché pour les titres et les garanties (*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*, AMI-SeCo) a continué d'avancer dans l'harmonisation des services post-marché. Dans le domaine de la gestion des garanties, l'année 2021 a été marquée par des progrès sur l'ensemble des marchés européens dans la définition et la mise en œuvre des normes du règlement unique pour l'Europe en matière de gestion des garanties (*Single Collateral Management Rulebook for Europe*, SCoRE). En particulier, des avancées ont été réalisées sur le plan des décisions d'entreprises, pour lesquelles l'AMI-SeCo s'est entendu avec les intervenants de marché sur de nouvelles mises à jour des normes applicables. L'Eurosysteme a également entamé un suivi minutieux des normes SCoRE au moyen du cadre de suivi convenu, qui couvre un large éventail de marchés et de parties prenantes.

Afin d'identifier les améliorations en matière d'efficacité qui pourraient être apportées aux processus d'émission de dette européenne, la BCE a créé le groupe de contact du marché de l'émission de titres de dettes (*Debt Issuance Market Contact Group*, DIMCG). En 2021, ce groupe a publié un [rapport consultatif](#) qui traite des aspects fondamentaux de l'émission de dette européenne. Le rapport conclut à l'existence d'une série de risques, d'inefficacités et de coûts injustifiés dans le processus d'émission de dette européenne. Dans le but de réduire ces inefficacités, le DIMCG a dressé une liste de domaines dans lesquels une harmonisation plus poussée permettrait d'améliorer l'efficacité globale de l'émission de dette en Europe (par exemple la connaissance de la clientèle, l'attribution de codes ISIN et l'identification des investisseurs).

L'AMI-SeCo a également apporté sa contribution au plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux de la Commission européenne, en lui fournissant des informations sur les aspects post-marché liés aux titres, en particulier sur le traitement de la retenue à la source des taxes et l'examen du règlement sur les dépositaires centraux de titres.

Encadré 7

L'examen d'un éventuel euro numérique

En juillet 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de lancer la phase d'étude d'un projet d'euro numérique ⁷⁷. Plusieurs évolutions sont susceptibles de pousser à l'émission d'un euro numérique, par exemple la progression des achats en ligne et le recul de l'utilisation des espèces comme moyen de paiement. Un euro numérique garantirait que les citoyens puissent continuer d'accéder à un instrument de paiement sûr et communément accepté, y compris dans le cadre de l'économie numérique. Il s'agirait d'une forme de monnaie électronique émise par l'Eurosystème, sans risque et accessible à tous les citoyens pour effectuer leurs paiements quotidiens. Il coexisterait avec les espèces, sans toutefois s'y substituer. Le lancement de la phase d'étude signifie que l'Eurosystème se prépare à émettre éventuellement un euro numérique, mais la décision ne sera prise que plus tard.

Au cours de la phase d'étude du projet, l'Eurosystème concentrera ses travaux sur une possible conception fonctionnelle fondée sur les besoins des utilisateurs, tout en contribuant à prévenir les activités illégales et en évitant tout effet négatif sur la stabilité financière et la politique monétaire. La phase d'étude, qui durera 24 mois, vise à traiter les questions essentielles se posant en termes de conception et de distribution d'un euro numérique. Elle examinera les scénarios d'utilisation qu'un euro numérique devrait couvrir pour atteindre ses objectifs, de même que ses éventuelles caractéristiques et fonctionnalités, et les choix de conception y afférents. Elle comprendra aussi des travaux conceptuels et de prototypage. De plus, la phase d'étude évaluera les possibles effets d'un euro numérique sur le marché et permettra de définir un modèle opérationnel pour les intermédiaires supervisés au sein de l'écosystème de l'euro numérique. Enfin, elle se penchera sur des questions juridiques concernant l'introduction éventuelle d'un euro numérique et explorera les solutions techniques permettant de relever au mieux ces défis.

L'Eurosystème coopérera activement avec les parties prenantes durant la phase d'étude. En ce qui concerne les utilisateurs, la BCE échange avec les citoyens et les commerçants au travers d'enquêtes et de groupes de discussion afin de comprendre leurs besoins et leurs préférences. S'agissant du marché, le groupe consultatif du marché pour l'euro numérique (*Digital Euro Market Advisory Group*) alimentera la réflexion sur la façon dont l'euro numérique pourrait être source de valeur ajoutée pour les divers acteurs de l'écosystème des paiements de la zone euro ⁷⁸. Le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*, ERPB) sera aussi régulièrement informé sur les questions relatives à l'euro numérique. En outre, la BCE consultera des experts sur les aspects technologiques afin d'examiner les options qui s'offrent à elle pour l'euro numérique ⁷⁹. La BCE et les services de la Commission européenne passent en revue conjointement, sur le plan technique, un large éventail de questions stratégiques, juridiques et techniques posées par l'introduction éventuelle d'un euro numérique ⁸⁰. Des échanges réguliers ont également lieu avec le Parlement européen et les ministres des Finances de la zone euro au sein de l'Eurogroupe ⁸¹. Au niveau international, la BCE a participé à un groupe de travail composé de

⁷⁷ Cf. « L'Eurosystème lance un projet d'euro numérique », communiqué de presse, BCE, 14 juillet 2021.

⁷⁸ Cf. « La BCE annonce la nomination des membres du Digital Euro Market Advisory Group », communiqué de presse, BCE, 25 octobre 2021.

⁷⁹ Cf. « Experts invited to join technical talks on digital euro », MIP NEWS, BCE, 15 octobre 2021.

⁸⁰ Cf. « ECB intensifies technical work on digital euro with the European Commission », MIP NEWS, BCE, 19 janvier 2021.

⁸¹ Cf. l'encadré 11 sur les interactions de la BCE avec les législateurs européens concernant un projet d'euro numérique.

représentants des ministères des Finances et des banques centrales nationales du G7⁸². Elle appartient également à un groupe international de sept banques centrales⁸³ qui, avec la Banque des règlements internationaux, étudie les monnaies numériques de banque centrale à l'intention du public⁸⁴.

⁸² Cf. « *G7 Public Policy Principles for Retail Central Bank Digital Currencies* », 14 octobre 2021.

⁸³ Banque du Canada, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, BCE, Système fédéral de réserve des États-Unis, Sveriges Riksbank et Banque nationale suisse.

⁸⁴ Cf. Banque des règlements internationaux, « *Central bank digital currencies: financial stability implications* », septembre 2021, en particulier l'*Executive summary* et les rapports relatifs aux thèmes suivants : *system design and interoperability* ; *user needs and adoption* ; et *financial stability implications*.

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

La BCE a continué de proposer des opérations en dollars américains aux contreparties de la zone euro, fournissant ainsi un filet de sécurité au financement de marché. Les lignes de liquidité en euros accordées à d'autres banques centrales qui avaient été instaurées ou activées en 2020 ont été maintenues en 2021 et aucune nouvelle ligne n'a été mise en place.

La BCE n'est pas intervenue sur le marché des changes, comme l'attestent également les données trimestrielles sur les interventions de la BCE sur le marché des changes qu'elle publie sur son site internet.

Le secteur financier a mené à bonne fin le 3 janvier 2022 la transition du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) vers le taux à court terme de l'euro (€STR) de la BCE et a continué d'œuvrer au renforcement de la robustesse des pratiques de marché en matière de tarification, notamment en encourageant un recours plus généralisé à l'€STR.

En 2021, la BCE a continué de gérer plusieurs opérations financières pour le compte de l'UE et de jouer un rôle de coordination dans le cadre des services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves.

5.1 Les évolutions des opérations de marché

Les lignes de liquidité en euros et en devises

Les lignes de liquidité aident la BCE à atteindre son objectif de stabilité des prix, à prévenir les pénuries de liquidité en euros et à éviter les effets de débordement

Les lignes de liquidité constituent un des instruments de politique monétaire de la BCE. Elles lui permettent de faire face à des pénuries sur le marché qui touchent des contreparties de la zone euro, en matière de financements en euros à l'extérieur de la zone euro, d'une part, et de devises étrangères, d'autre part. Les lignes de liquidité contribuent à la transmission harmonieuse de la politique monétaire en concourant à empêcher un éventuel resserrement de l'offre de crédit en raison d'un manque de financements en devises étrangères pour les banques de la zone euro et d'une aggravation des pénuries de liquidités en euros, laquelle déboucherait sur des

ventes soudaines d'actifs libellés en euros, affectant les conditions financières dans la zone euro ⁸⁵.

En fournissant de la liquidité en euros à des banques centrales étrangères, la BCE contribue à éviter que des effets de débordement liés à la demande étrangère de financements en euros n'aboutissent à un resserrement indésirable des conditions financières dans la zone euro. Les lignes de liquidité qui avaient été instaurées ou activées en 2020 ont été maintenues et aucune nouvelle ligne de liquidité n'a été mise en place en 2021. La facilité de *repo* de l'Eurosystème (EUREP) est restée accessible à un large éventail de banques centrales n'appartenant pas à la zone euro. Le 4 février 2021, la BCE a décidé de prolonger jusqu'en mars 2022 les lignes de liquidité temporaires avec des banques centrales hors zone euro. Le tableau 5.1 présente les lignes de liquidité en euros actives au 31 décembre 2021, qui ont permis à la BCE de fournir de la liquidité en euros à des banques centrales étrangères.

La fourniture de devises à des contreparties de la zone euro atténue la pression sur les marchés de financement mondiaux. Cela contribue à estomper les effets de pareilles tensions sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, aussi bien dans la zone euro qu'à l'étranger. En 2021, la BCE a fourni de la liquidité en dollars américains en coordination avec le Système fédéral de réserve des États-Unis, la Banque du Canada, la Bank of England, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse. Les deux maturités proposées étaient de sept jours et de 84 jours. Les opérations portant sur une durée de 84 jours ont été suspendues à partir du 1^{er} juillet 2021, parallèlement à la normalisation des conditions de marché. Les opérations à sept jours ont continué de servir de filet de sécurité pour les marchés de financement privés.

⁸⁵ Cf. également Panetta (F.) et Schnabel (I.), « [The provision of euro liquidity through the ECB's swap and repo operations](#) », *The ECB Blog*, BCE, 19 août 2020.

Tableau 5.1

Vue d'ensemble des lignes de liquidité opérationnelles

Contrepartie hors zone euro	Type de régime	Réciproque	Montant empruntable maximum (en millions d'euros)
Banque centrale de Bulgarie (Българска народна банка)	Ligne de <i>swap</i>	Non	2 000
Danmarks Nationalbank	Ligne de <i>swap</i>	Non	24 000
Hrvatska narodna banka	Ligne de <i>swap</i>	Non	2 000
Sveriges Riksbank	Ligne de <i>swap</i>	Non	10 000
Banque du Canada	Ligne de <i>swap</i>	Oui	Illimité
Banque populaire de Chine	Ligne de <i>swap</i>	Oui	45 000
Banque du Japon	Ligne de <i>swap</i>	Oui	Illimité
Banque nationale suisse	Ligne de <i>swap</i>	Oui	Illimité
Bank of England	Ligne de <i>swap</i>	Oui	Illimité
Système fédéral de réserve des États-Unis	Ligne de <i>swap</i>	Oui	Illimité
Magyar Nemzeti Bank	Ligne de <i>repo</i>	Non	4 000
Banca Națională a României	Ligne de <i>repo</i>	Non	4 500
Banque d'Albanie (Banka e Shqipërisë)	Ligne de <i>repo</i>	Non	400
Banque nationale de la République de Macédoine du Nord (Народна банка на Република Северна Македонија)	Ligne de <i>repo</i>	Non	400
Banque centrale de la République de Saint-Marin (Banca Centrale della Repubblica di San Marino)	Ligne de <i>repo</i>	Non	100
Banque nationale de Serbie (Народна банка Србије)	Ligne de <i>repo</i>	Non	1 000

Source : Site internet de la BCE.

Note : Le tableau n'inclut pas les lignes de *repo* mises en place avec des banques centrales n'appartenant pas à la zone euro dans le cadre de l'EUREP, pour lesquelles la BCE ne communique pas ses contreparties.

La contribution de la BCE à la réforme du taux d'intérêt de référence

La BCE a continué de s'engager de deux manières dans la réforme du taux d'intérêt de référence de la zone euro : d'une part, en fournissant une valeur de référence robuste et fiable, à savoir le **taux à court terme en euros (€STR)**, et, d'autre part, en catalysant l'initiative du marché en assurant le secrétariat d'un **groupe de travail sur les taux d'intérêt sans risque de l'euro** du secteur privé jusqu'au terme du mandat initial de ce groupe en mai 2021.

La transition de l'Eonia vers l'€STR s'est achevée avec succès

Au terme de plusieurs années de préparation, la transition de l'Eonia vers l'€STR s'est achevée avec succès et l'Eonia a été publié pour la dernière fois le 3 janvier 2022. Au cours de l'année écoulée, plusieurs étapes ont jalonné cette transition, qui s'est déroulée sans heurt. En octobre 2021, les compensateurs centraux du marché des produits dérivés, soit le marché qui faisait de loin l'usage le plus large de l'Eonia, ont procédé à une conversion unique de tous les encours des positions Eonia en positions €STR et ont ensuite arrêté de compenser les produits Eonia. Cette opération a contribué au transfert vers l'€STR de la liquidité présente sur le marché des produits dérivés et a évité des problèmes potentiels avec les contrats de dérivés

se référant à l'Eonia qui devaient arriver à échéance après la dernière publication de l'Eonia le 3 janvier 2022. De plus, en octobre 2021, la Commission européenne a reconnu l'€STR comme le taux de remplacement légal de l'Eonia dans les contrats qui ne comportaient pas de clauses de repli réalistes⁸⁶. Cela a apporté une sécurité supplémentaire aux utilisateurs de l'Eonia et a réduit les risques juridiques avant la suppression du taux de référence.

Au vu de la robustesse et de la représentativité de l'€STR, telles que confirmées par la deuxième [évaluation méthodologique annuelle de l'€STR](#) de la BCE, les intervenants de marché sont encouragés à utiliser ce taux dans les produits tant au comptant que dérivés, conformément aux [recommandations](#) du Conseil de stabilité financière. Afin de stimuler et de soutenir un recours plus généralisé à l'€STR, y compris dans les clauses de repli prévues dans les contrats fondés sur le taux interbancaire offert en euros (Euribor), la BCE a commencé à publier des [taux moyens composés de l'€STR ainsi qu'un indice composé](#) en avril 2021 (cf. encadré 8).

La mise en œuvre des clauses de repli Euribor demeure une priorité

En mai 2021, le groupe de travail sur les taux sans risque de l'euro a publié des [recommandations sur les clauses de repli dans les contrats Euribor](#) et a ainsi apporté une contribution à l'élaboration d'un plan d'urgence en cas d'interruption de l'Euribor. Cette étape importante ayant été franchie, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a pris le relais de la BCE pour assurer le secrétariat du groupe de travail, et le [mandat](#) du groupe a été actualisé. Les priorités consistent maintenant à mettre en œuvre les recommandations concernant les solutions de repli à l'Euribor et à limiter les effets sur les utilisateurs de la zone euro de l'arrêt des fixations du taux interbancaire offert à Londres (Libor) depuis le 3 janvier 2022⁸⁷. Les intervenants de marché sont encouragés à suivre les discussions du groupe de travail, à prendre note de ses recommandations et de son analyse et à envisager de les mettre en œuvre dans leurs plans de repli.

La révision du Code de bonne conduite sur le marché des changes et le renouvellement par le SEBC de la Déclaration d'engagement

Les mises à jour du Code de bonne conduite sur le marché des changes et de la Déclaration d'engagement ont été publiées

Le Code global de bonne conduite sur le marché des changes (le « Code »), qui se compose d'un ensemble de principes de bonnes pratiques sur le marché des changes, a été introduit en 2017. Il s'agissait d'une réponse directe et sérieuse au manque de confiance dans le secteur du marché des changes, faisant suite à une série de manquements sur le marché et aux amendes de plusieurs milliards de dollars américains qui les ont sanctionnés. Afin de garantir que le Code reste pertinent et qu'il suive le rythme des évolutions sur le marché des changes, le [Global Foreign Exchange Committee](#) en a revu et mis à jour les principes dans plusieurs domaines clés. Nombre de modifications ont été dictées par la nécessité de

⁸⁶ Règlement d'exécution (UE) 2021/1848 de la Commission du 21 octobre 2021 désignant un indice de référence pour remplacer le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (C/2021/7487) (JO L 374 du 22.10.2021, p. 6).

⁸⁷ Les fixations CHF et EUR ont cessé le 3 janvier 2022, en même temps que certaines maturités du Libor USD ont disparu. De plus, les fixations JPY et GDP ont perdu leur représentativité le même jour, ce qui limite leur utilisation.

renforcer la communication d'informations et la transparence concernant les pratiques suivies pour les opérations de change sur un marché de plus en plus complexe. La [version actualisée du Code](#) a été publiée le 15 juillet 2021. La BCE et son [groupe de contact du marché des changes](#) (*Foreign Exchange Contact Group*) ont été largement associés au processus de réexamen. Plusieurs membres de ce groupe de contact ont participé aux groupes de travail du *Global Foreign Exchange Committee* et ont joué un rôle décisif dans la mise à jour du Code. Pour l'avenir, il importe que tous les intervenants du marché des changes examinent la version actualisée du Code, qu'ils évaluent les implications de la mise à jour des principes pour leurs propres activités et qu'ils adaptent ces activités en conséquence. Les membres du Système européen de banques centrales, qui comprend la BCE et les banques centrales nationales de l'ensemble des États membres de l'UE, ont procédé à une évaluation interne de leurs activités respectives. Au terme de ce processus, les nouvelles [Déclarations d'engagement](#) ont été publiées le 15 février 2022 ⁸⁸.

Déclaration des interventions sur le marché des changes

Il n'y a pas eu d'intervention de la BCE sur le marché des changes

La BCE n'est pas intervenue sur le marché des changes en 2021. Depuis l'introduction de l'euro, la BCE est intervenue sur le marché des changes à deux reprises, à savoir en 2000 et en 2011. Les données relatives aux interventions sur le marché des changes sont publiées tous les trois mois, avec un décalage d'un trimestre, sur le site internet de la BCE ainsi que dans l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*). Les informations publiées dans le tableau trimestriel sont également rappelées chaque année dans le *Rapport annuel* de la BCE (cf. tableau 5.2). S'il n'y a pas eu d'interventions sur le marché des changes au cours du trimestre concerné, cette information est explicitement indiquée.

⁸⁸ Une « Déclaration d'engagement » standardisée permet aux intervenants de marché de démontrer qu'ils reconnaissent et qu'ils s'engagent à adopter les bonnes pratiques définies dans le Code global de bonne conduite sur le marché des changes.

Tableau 5.2**Interventions de la BCE sur le marché des changes**

Période	Date	Type d'intervention	Couple de devises	Devise achetée	Montant brut (millions d'euros)	Montant net (millions d'euros)
T3 2000	22 septembre 2000	Coordonnée	EUR/USD	EUR	1 640	1 640
	22 septembre 2000	Coordonnée	EUR/JPY	EUR	1 500	1 500
T4 2000	3 novembre 2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	2 890	2 890
	3 novembre 2000	Unilatérale	EUR/JPY	EUR	680	680
	6 novembre 2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	1 000	1 000
	9 novembre 2000	Unilatérale	EUR/USD	EUR	1 700	1 700
	9 novembre 2000	Unilatérale	EUR/JPY	EUR	800	800
T1 2011	18 mars 2011	Coordonnée	EUR/JPY	EUR	700	700
T1 à T4 2020	-	-	-	-	-	-
T1 à T4 2021	-	-	-	-	-	-

Source : BCE.

Le cadre de déclaration couvre les interventions sur le marché des changes effectuées par la BCE soit unilatéralement soit en concertation avec d'autres autorités, ainsi que les interventions de change « aux marges » dans le cadre du mécanisme de change européen (MCE II).

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

La BCE est responsable de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE effectuées dans le cadre du mécanisme de soutien financier à moyen terme de la balance des paiements (MTFA)⁸⁹, du mécanisme européen de stabilisation financière (MESF)⁹⁰, de l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE)⁹¹ et du programme *Next Generation EU* (NGEU)⁹².

En 2021, la BCE a traité le paiement des intérêts relatifs aux prêts accordés dans le cadre du MTFA. L'encours total au titre de ce mécanisme se chiffrait à 200 millions d'euros au 31 décembre 2021. En 2021, la BCE a également traité une série de paiements et de versements d'intérêts dans le cadre des prêts octroyés au titre du MESF. L'encours total dans le cadre de ce mécanisme se montait à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2021. La BCE a traité en 2021 les versements de prêts à

⁸⁹ 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.

⁹⁰ 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.

⁹¹ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 10 du règlement (UE) 2020/672 du Conseil du 19 mai 2020 portant création d'un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) engendrée par la propagation de la COVID-19).

⁹² Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec le règlement (UE) 2021/241 du Parlement européen et du Conseil du 12 février 2021 établissant la facilité pour la reprise et la résilience).

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

différents États membres au titre de l'instrument SURE, ainsi que les paiements d'intérêts y afférents. L'encours total dans le cadre de ce mécanisme s'est établi à 89,6 milliards d'euros au 31 décembre 2021. Enfin, la BCE a procédé en 2021 au décaissement de prêts et de subventions au titre du fonds NGEU à différents États membres.

De même, la BCE est responsable de la gestion de paiements liés à des opérations relevant du [Fonds européen de stabilité financière](#) (FESF)⁹³ et du [mécanisme européen de stabilité](#) (MES)⁹⁴. En 2021, la BCE a traité une série de paiements d'intérêts et de commissions relatifs à deux prêts accordés dans le cadre du FESF.

Enfin, la BCE est chargée d'effectuer tous les paiements afférents à la convention de prêt dont bénéficie la Grèce⁹⁵. L'encours total au titre de cet accord s'élevait à 50,1 milliards d'euros au 31 décembre 2021.

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

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

En 2021, un large éventail de services financiers a continué d'être offert dans le cadre des services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves (*Eurosystem reserve management services*, ERMS) instaurés en 2005 pour la gestion des actifs libellés en euros et mis en réserve par des clients de l'Eurosystème. En vertu de ceux-ci, certaines banques centrales nationales de l'Eurosystème fournissent, selon des modalités harmonisées et conformément aux normes du marché, des services financiers à des banques centrales, à des autorités monétaires et à des organismes gouvernementaux de pays n'appartenant pas à la zone euro, de même qu'à des organisations internationales. La BCE joue un rôle de coordination globale, suit le bon fonctionnement des services, encourage les modifications visant à en améliorer le cadre et prépare des rapports connexes pour le Conseil des gouverneurs.

Fin 2021, le nombre de comptes de clients déclarés gérés dans le cadre des ERMS s'élevait à 265, contre 260 fin 2020. L'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés dans le cadre des ERMS a augmenté de quelque 18 % en 2021 par rapport à 2020.

Dans un souci de clarté, le [cadre légal des ERMS](#) a fait l'objet d'une refonte en 2021. Des modifications ont entre autres été apportées, afin de renforcer les

⁹³ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3, paragraphe 5, de l'accord-cadre régissant le FESF).

⁹⁴ 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).

⁹⁵ 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 de la Banque centrale européenne du 10 mai 2010 relative à la gestion des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique et modifiant la décision BCE/2007/7 ([BCE/2010/4](#)) (JO L 119 du 13.05.2010, p. 24).

incitations à la transparence en matière de communication et au partage d'informations au sein de l'Eurosystème lors de la fourniture de services liés aux ERMS.

6 Une demande d'espèces élevée et un niveau de contrefaçons toujours bas

La BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro sont responsables de l'émission des billets en euros selon les volumes et la structure par coupure souhaités, de manière à garantir la disponibilité des espèces et à maintenir la confiance dans la monnaie commune. La pandémie de COVID-19 a exercé deux effets sur les habitudes de paiement. D'une part, elle a mis en évidence le rôle des espèces en tant que réserve de valeur, et d'autre part, elle a réduit en partie la demande d'espèces à des fins de transactions. Cela étant, en 2021, la quantité de billets en euros en circulation a continué de croître, tandis que le nombre de faux billets retirés de la circulation est demeuré historiquement bas. Dans la mesure où les espèces restent le moyen de paiement privilégié par de nombreux consommateurs, l'Eurosystème s'attache à garantir que l'accès aux espèces et leur acceptation demeurent satisfaisants dans les années à venir, comme le veut la [stratégie fiduciaire de l'Eurosystème](#).

L'introduction de la série « Europe » s'étant achevée en 2019, l'Eurosystème a déjà entamé les préparatifs en vue du développement de futurs billets.

6.1 La circulation des billets en euros

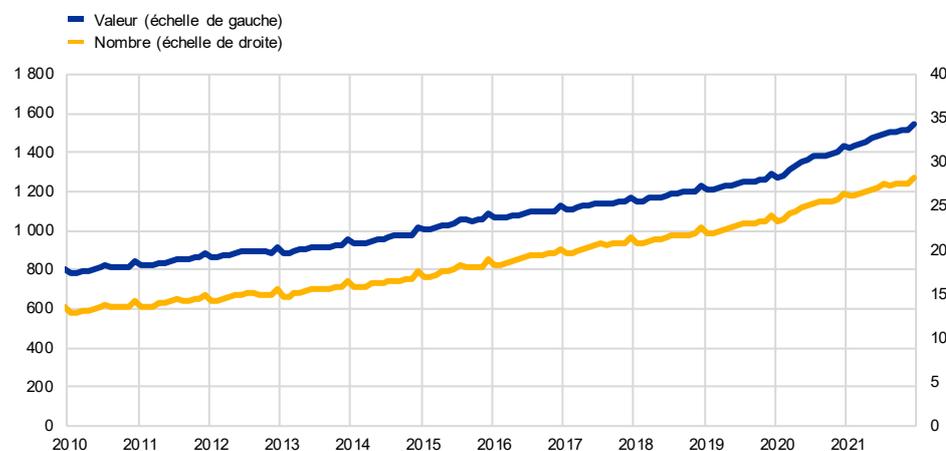
Le nombre et la valeur des billets en euros en circulation ont augmenté, le billet de 50 euros en représentant la plus grande part

En 2021, le nombre et la valeur des billets en euros en circulation ont augmenté de, respectivement, 6,5 % et 7,7 %. À la fin de l'année, 28,2 milliards de billets en euros étaient en circulation, pour une valeur totale de 1 540 milliards d'euros (cf. graphique 6.1). En valeur, le billet de 50 euros représentait la plus grande part des billets en circulation (44,3 %), pour un montant correspondant approximativement à celui des coupures de 100, 200 et 500 euros combinées (cf. graphique 6.2).

Graphique 6.1

Nombre et valeur des billets en euros en circulation

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

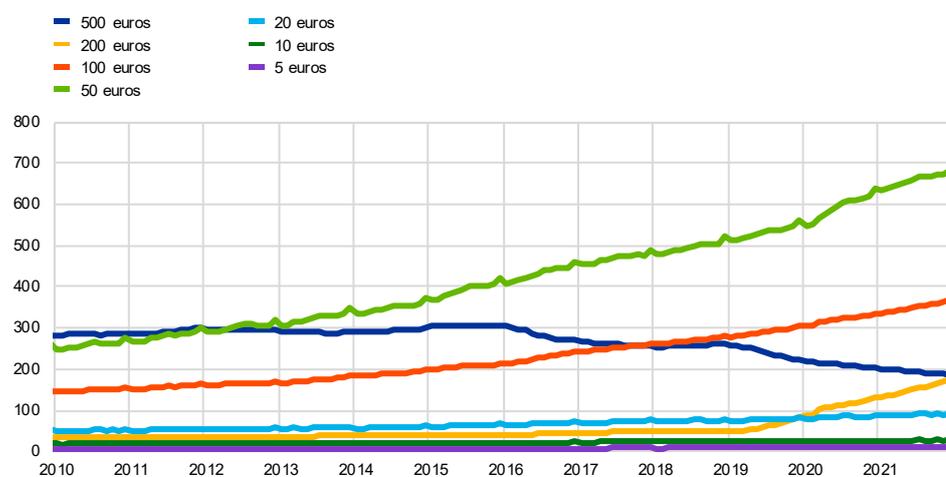


Source : BCE.

Graphique 6.2

Valeur des billets en euros en circulation par coupure

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

En 2021, l'évolution de la circulation des billets en euros par coupure a continué d'être influencée par la pandémie actuelle de COVID-19 et par les différentes fonctions des espèces. La demande de coupures de 200 et de 100 euros est demeurée élevée, affichant une croissance annuelle de, respectivement, 33,6 % et 9,0 %, étant donné qu'elles sont également utilisées comme réserve de valeur. La croissance annuelle de la valeur des billets de 50 euros en circulation s'est montée à 7,5 %, tandis que la progression annuelle combinée de la valeur des coupures de 5 à 20 euros en circulation a atteint 3,0 %.

La BCE et les banques centrales nationales ont continué de maintenir le haut degré de qualité des billets en euros en circulation

Les BCN de l'Eurosystème ont vérifié l'authenticité et la qualité de 23,5 milliards de billets, pour une valeur de 759,3 milliards d'euros, soit à peine un peu moins que le volume de billets en euros en circulation. Parmi les billets qui ont fait l'objet d'une

vérification, 2,9 milliards présentaient une usure due à leur utilisation et ont dû être remplacés, afin que seuls des billets de haute qualité soient conservés dans le circuit de traitement des espèces.

La circulation des pièces en euros a augmenté

Fin 2021, le nombre total de pièces en euros en circulation s'élevait à 141,2 milliards, pour une valeur de 31,2 milliards d'euros. La valeur des pièces en euros en circulation a augmenté de 2,7 % par rapport à fin 2020.

6.2 La commodité du traitement des billets en euros au quotidien

Compte tenu du rôle des espèces dans la société européenne, la BCE vise à garantir que les billets en euros demeurent adaptés aux besoins, faciles à utiliser et difficiles à contrefaire.

Dans le cadre de cet effort pour faire en sorte que les billets en euros continuent d'être jugés adaptés aux besoins, une activité essentielle consiste à recueillir régulièrement les réactions des parties prenantes des billets en euros, de façon à soutenir le développement des prochains billets en euros et des futurs signes de sécurité. Dans le prolongement de cet objectif, une enquête auprès des professionnels appelés à manipuler des espèces (*Cash Handler Survey*) a été lancée en 2021 pour mieux cerner leur opinion quant à l'état actuel de la conception, des processus d'authentification et du traitement des billets en euros.

La population interrogée se composait de personnes âgées de plus de 16 ans originaires des 19 pays de la zone euro, qui manipulent régulièrement des espèces dans le cadre de leur activité professionnelle. Au total, plus de 22 000 entrevues ont eu lieu.

Le degré de satisfaction quant à la conception et aux coupures des billets en euros actuels est élevé parmi les professionnels manipulant des espèces

L'enquête a révélé de hauts degrés de satisfaction quant à la conception et aux coupures des billets en euros actuels parmi les professionnels manipulant des espèces. Dans la zone euro, ces professionnels n'ont que rarement éprouvé des difficultés à distinguer les billets.

Les contrôles d'authenticité sont très courants (60 % des professionnels manipulant des espèces vérifient l'authenticité des billets) et presque tous les participants récemment formés à la vérification des billets y ont recours. L'utilisation de machines/d'appareils pour authentifier les billets est répandue (56 %) parmi les professionnels qui procèdent à des contrôles. Ceux qui vérifient manuellement les billets réalisent généralement un contrôle rapide d'un (23 %) ou de plusieurs (39 %) signes de sécurité.

La rapidité et la commodité du contrôle sont importantes pour les professionnels appelés à manipuler des espèces

Le principal facteur qui influence le choix du signe de sécurité vérifié est la rapidité. Il est aussi important que le signe soit facile à contrôler. Cette conclusion est valable pour tous les signes de sécurité et toutes les coupures.

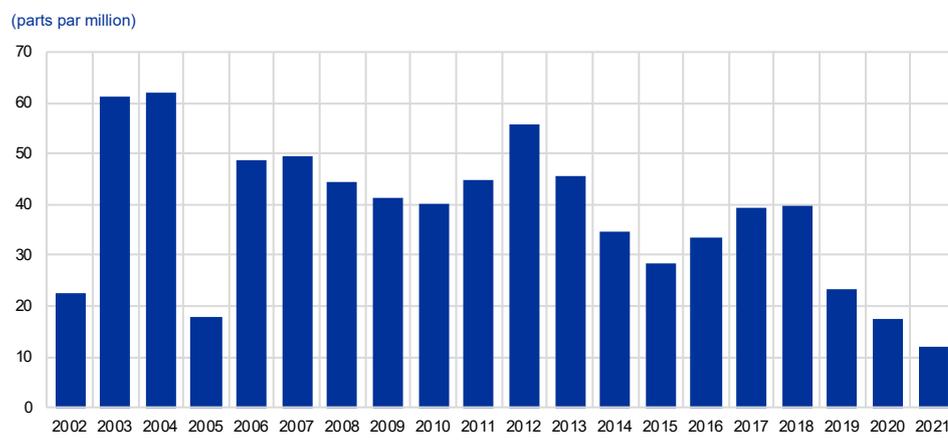
6.3 La contrefaçon des billets en euros s'établit à un niveau historiquement bas

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

La tendance à la baisse de la contrefaçon de billets en euros s'est poursuivie durant l'année 2021, au cours de laquelle la proportion de contrefaçons par rapport aux billets authentiques en circulation a enregistré un nouveau seuil historique (cf. graphique 6.3). Au total, 347 000 billets contrefaits ont été retirés de la circulation, ce qui signifie que seulement douze contrefaçons ont été détectées par million de billets authentiques en circulation en un an. La qualité des contrefaçons reste médiocre. Par conséquent, elles peuvent être repérées très facilement et rapidement grâce au test consistant à « toucher, regarder, incliner ».

Graphique 6.3

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



Source : BCE.

Le développement des futurs billets en euros a commencé

Les espèces resteront importantes à l'avenir

La BCE prévoit que les billets et pièces en euros continueront d'être largement utilisés jusqu'en 2030 et au-delà. Dès lors, et afin de garder une longueur d'avance sur les faussaires, il convient de préparer le lancement de billets en euros plus perfectionnés et plus modernes, de manière à préserver la confiance que le public leur accorde et à garantir leur sécurité et leur facilité d'utilisation. Compte tenu de la longueur et de la complexité du processus de développement des futurs billets, les préparatifs ont déjà commencé, y compris les travaux de recherche et de développement, la consultation régulière des parties prenantes et du grand public, ainsi que la production de billets tests comportant de nouveaux signes de sécurité.

La BCE envisage de [modifier le graphisme des futurs billets en euros](#). Les citoyens européens seront appelés à se prononcer à plusieurs reprises durant ce processus. La BCE prévoit de sélectionner les dessins définitifs des nouveaux billets en euros en 2024.

7 Les statistiques

La BCE, assistée par les banques centrales nationales (BCN), développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques et de données nécessaires pour étayer sa politique monétaire ainsi que pour appuyer d'autres missions du Système européen de banques centrales (SEBC) et du Comité européen du risque systémique (CERS) liées notamment à la stabilité financière. Ces statistiques sont également utilisées par les autorités publiques, par les organisations internationales, par les intervenants sur les marchés financiers, par les médias et par le grand public, ce qui contribue à accroître la transparence des activités de la BCE.

Ce chapitre se concentre sur les nouvelles statistiques de la zone euro, à savoir la mise au point d'indicateurs expérimentaux destinés à soutenir la politique menée en matière de lutte contre le changement climatique et d'indices des prix des logements occupés par leur propriétaire. Les deux encadrés sont consacrés respectivement à la publication récente des taux moyens composés et de l'indice composé des taux à court terme de l'euro (€STR), ainsi qu'à la promotion de la standardisation des données à l'échelle mondiale.

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

Les statistiques macroéconomiques évoluent pour rester adaptées aux besoins

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté en avril 2021 une nouvelle orientation dans le domaine des comptes financiers trimestriels ⁹⁶. Celle-ci définit de nouvelles exigences en matière de données et le calendrier de mise en œuvre pour la déclaration des comptes financiers trimestriels incluant de nouvelles ventilations qui tiennent compte des évolutions économiques et des besoins des utilisateurs.

La BCE a adopté une orientation visant la fourniture de nouvelles données sur les comptes financiers trimestriels

La nouvelle orientation instaure des exigences en matière de déclaration de données détaillées par les sous-secteurs des autres institutions financières. Le but est d'améliorer les statistiques qui sous-tendent le suivi du secteur financier non bancaire dans les analyses portant sur la stabilité monétaire et financière. Elle introduit également une nouvelle répartition des instruments financiers par catégorie fonctionnelle de la balance des paiements afin de permettre l'identification de transactions transfrontière portant sur les sociétés d'investissements directs étrangers, ainsi que de nouvelles ventilations pour les instruments relatifs aux droits à pension et à l'assurance-vie. Ces nouvelles statistiques seront progressivement mises à la disposition des utilisateurs à compter du second semestre 2022.

⁹⁶ Orientation (UE) 2021/827 de la Banque centrale européenne du 29 avril 2021 modifiant l'orientation BCE/2013/24 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels (BCE/2021/20) (JO L 184 du 25.05.2021, p. 4).

Un nouveau règlement exige des données afin de renforcer l'analyse des évolutions monétaires et du crédit

Dans la foulée d'un examen des exigences en matière de déclaration statistique des postes de bilan des institutions financières monétaires, dont une consultation publique menée début 2020, la BCE a publié un nouveau [règlement](#) ⁹⁷. Le texte vise à répondre aux besoins criants en matière de données nécessaires à l'analyse des évolutions monétaires et du crédit. Il modifie également certaines exigences, définitions et dérogations de déclaration existantes, lorsque cela permet une meilleure intégration avec d'autres ensembles de données statistiques.

La déclaration statistique de l'Eurosystème évolue pour alléger la charge déclarative qui pèse sur les banques

À la suite d'une consultation menée en décembre 2021 à l'échelle du secteur, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le lancement de la phase de conception du cadre de déclaration intégré (*Integrated Reporting Framework, IReF*) ⁹⁸. Ce cadre a pour but de consolider la déclaration statistique des banques de la zone euro et, de ce fait, d'alléger leur charge déclarative en tirant profit de la numérisation et d'une organisation de la production hautement perfectionnée. Le projet est développé en collaboration étroite avec d'autres autorités européennes. L'objectif à long terme vise à parvenir à une normalisation et à une intégration plus poussées dans les domaines de la déclaration statistique, prudentielle et en matière de résolution. Le nouveau cadre de déclaration devrait voir le jour en 2027.

7.2 La mise au point d'indicateurs expérimentaux pour étayer la politique de lutte contre le changement climatique

Conscient de l'influence grandissante que le changement climatique est appelé à exercer sur l'économie et sur le système financier, le Conseil des gouverneurs s'est accordé en juillet 2021 sur un vaste plan d'action ⁹⁹ destiné à intégrer davantage les questions liées au changement climatique dans sa stratégie.

Des données et des indicateurs sont nécessaires pour analyser l'incidence du changement climatique sur l'économie et sur le système financier

Pour pouvoir renforcer l'analyse, des données granulaires et des indicateurs permettant une comparaison internationale sont nécessaires. La feuille de route vise à construire un ensemble de nouveaux indicateurs expérimentaux sur les risques liés au climat pesant sur les institutions financières et sur le financement durable – par exemple en matière d'émission d'obligations vertes ou d'empreinte carbone – qui seront progressivement améliorés au rythme de la disponibilité et de l'harmonisation des données.

Le Comité des statistiques du SEBC ¹⁰⁰ a entrepris de définir les meilleures pratiques sur le plan méthodologique et de mettre au point des indicateurs expérimentaux sur l'exposition des institutions financières aux risques physiques liés

⁹⁷ Règlement (UE) 2021/379 de la Banque centrale européenne du 22 janvier 2021 concernant les postes de bilan des établissements de crédit et du secteur des institutions financières monétaires (refonte) ([BCE/2021/2](#)) (JO L 73 du 03.03.2021, p. 16).

⁹⁸ Cf. « [La BCE avance vers l'harmonisation des déclarations statistiques afin d'alléger la charge pour les banques et d'améliorer l'analyse](#) », communiqué de presse, 17 décembre 2021.

⁹⁹ Cf. « [La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 8 juillet 2021.

¹⁰⁰ S'appuyant sur les travaux du Groupe d'experts sur le changement climatique et les statistiques du Comité des statistiques du SEBC (*ESCB Statistics Committee Expert Group on Climate Change and Statistics*), achevés fin 2020.

au changement climatique, aux empreintes carbone de leurs portefeuilles et au financement durable. Les données utilisées pour ces indicateurs proviendront d'une combinaison de sources de données publiques et privées, qui viendront compléter les ensembles de données existants du SEBC. Un premier ensemble d'indicateurs devrait être publié fin 2022.

Les défis en matière de données sont nombreux et le marché est actuellement composé d'une variété de produits qui ne sont pas parfaitement harmonisés. Suivant une approche progressive, la BCE travaille sur la base d'informations émanant de plusieurs fournisseurs de données non harmonisées. Les étapes suivantes tireront profit des politiques et des initiatives actuelles de l'UE dans les domaines des taxonomies, de la communication et de l'établissement de rapports en matière de durabilité environnementale, notamment la norme relative aux obligations vertes.

7.3 Les indices des prix des logements occupés par leur propriétaire

L'incorporation dans l'IPCH des coûts des habitations occupées par leur propriétaire devrait améliorer la mesure de l'inflation...

Dans le prolongement de la révision de sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a annoncé que le concept d'IPCH demeurerait l'indice approprié pour quantifier l'objectif de stabilité des prix pour la zone euro et qu'il serait conservé en tant qu'indice des prix pour mesurer l'inflation dans la zone euro aux fins de la politique monétaire. La BCE considère que le meilleur moyen de parvenir à la stabilité des prix est de viser un taux d'inflation IPCH de 2 % à moyen terme dans la zone euro, moyennant un engagement symétrique vis-à-vis de cet objectif, une inflation trop basse étant jugée aussi indésirable qu'une inflation trop élevée. Par ailleurs, le coût du logement revêt une importance significative pour parvenir à une large représentation du coût des biens et des services consommés dans une économie ¹⁰¹. Compte tenu de la volonté de la BCE de faire en sorte que l'IPCH fournisse une image adéquate du schéma de consommation des ménages de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a proposé une série d'étapes à suivre afin de parvenir à une meilleure représentation des coûts du logement dans l'IPCH de la zone euro.

Deux options principales se présentent lorsqu'il s'agit de se loger : louer une habitation ou l'occuper en tant que propriétaire. Si les loyers ont toujours été inclus dans l'IPCH, les coûts des logements occupés par leur propriétaire (LOP) ne le sont pas. Aussi, le Conseil des gouverneurs a formulé le souhait d'inclure dans l'IPCH les prix des logements occupés par leur propriétaire. Cela étant, l'inclusion de ces coûts pose de multiples défis d'ordres technique et conceptuel, et il y a lieu d'examiner les rôles que les différentes institutions de l'UE seront amenées à jouer dans ce processus.

...mais elle s'accompagne de défis méthodologiques et techniques

L'une des gageures tient à la double nature du logement. De prime abord, l'achat d'une habitation peut être assimilé à un investissement dans un actif. Pourtant, il est possible que les acquéreurs aient plusieurs intentions : ils peuvent soit utiliser

¹⁰¹ C'est ce qui est ressorti du portail « La BCE à votre écoute » et de la résolution du Parlement européen du 10 février 2021 sur la Banque centrale européenne – *Rapport annuel 2020*.

l'habitation à seule fin d'investissement (dans le but de la proposer à la location), soit l'utiliser principalement dans un but de consommation (en l'occupant en tant que propriétaire). Dans la mesure où le propriétaire occupant bénéficiera aussi d'une possible élévation de la valeur du bien au fil du temps, le logement sera considéré comme un bien à la fois d'investissement et de consommation. Conformément à sa base légale, l'IPCH devrait se concentrer sur la dépense de consommation en excluant la part correspondant à de l'investissement. Or, isoler la partie du bien réservée à la consommation n'est pas chose aisée d'un point de vue technique, à en juger par les importantes disparités que l'on note d'un pays à l'autre dans la manière de gérer cet aspect.

L'autre défi tient à la méthode utilisée pour mesurer les coûts des logements occupés par leur propriétaire. La BCE soutient l'utilisation de l'approche dite de l'acquisition nette pour procéder à ce calcul. Cette méthode est la seule qui corresponde au cadre conceptuel de l'IPCH en tant que mesure du pouvoir d'achat, en ce qu'elle considère l'habitation occupée par son propriétaire comme n'importe quel autre bien durable. À titre d'exemple, les prix des voitures neuves sont inclus au moment de l'achat proprement dit alors que le véhicule servira pendant les années suivantes. L'approche de l'acquisition nette est déjà utilisée pour calculer les indices des prix des logements occupés par leur propriétaire (IPLOP) publiés chaque trimestre par Eurostat. Les indices des prix des logements occupés par leur propriétaire sont exclusivement basés sur les transactions à destination du secteur des ménages, soit la même règle que celle qui s'applique à l'IPCH. Les ventes de logements résidentiels entre ménages sont exclues, ce qui signifie que les IPLOP se concentrent principalement sur les maisons et appartements nouvellement bâtis. Ceux-ci sont souvent situés en périphérie des villes, dans des endroits où l'évolution des prix est susceptible d'être différente de celle des prix généraux des logements. Les dépenses inhérentes à la transaction (comme les honoraires de notaires) et celles liées à la propriété (par exemple les assurances couvrant l'habitation, les frais de maintenance et les travaux de réparation majeurs) sont eux aussi inclus dans les IPLOP. Le fait de se concentrer sur les achats de logements neufs débouche sur un nombre relativement faible de transactions applicables par mois. Ceci pourrait compliquer le calcul d'un indice des prix mensuel, en particulier dans des pays de plus petite taille. Qui plus est, dans la mesure où les IPLOP présentent une fréquence trimestrielle et un décalage de trois mois (alors que l'IPCH est publié à la fin du mois auquel il se rapporte), ces indices ne répondent pas sous leur format actuel aux exigences requises pour une intégration dans l'IPCH.

Lors de la révision de sa stratégie, le Conseil des gouverneurs a passé en revue chacune de ces difficultés techniques et s'est interrogé sur la façon de les contrer. Il a décidé de recommander une feuille de route visant à inclure dans l'IPCH les coûts des logements occupés par leur propriétaire en recourant à l'approche de l'acquisition nette ¹⁰².

¹⁰² Le fait qu'il repose sur les prix des transactions plutôt que sur les loyers imputés est susceptible d'améliorer le contenu informatif de l'IPCH et de mieux répondre aux préoccupations des citoyens de la zone euro, dont la majorité souhaiteraient une représentation plus grande et plus réaliste des coûts du logement.

La feuille de route établie par la BCE fixe les étapes suivantes en vue du développement des indices des prix des logements occupés par leur propriétaire et de leur utilisation en combinaison avec l'IPCH

La feuille de route définie par la BCE propose de commencer par mettre au point un indice analytique interne à la BCE combinant l'IPCH et les IPLP. Eurostat a quant à lui été invité à publier d'ici 2023 un IPCH trimestriel expérimental incluant les coûts des logements occupés par leur propriétaire. Dans le même temps, les travaux juridiques nécessaires seront lancés afin de pouvoir proposer un indice trimestriel officiel, peut-être en 2026. Le but ultime est de pouvoir inclure dans l'IPCH les coûts des logements occupés par leur propriétaire à une fréquence mensuelle et en temps opportun, rendant cette variable pleinement utilisable aux fins de la politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé que pendant la période de transition, le principal indice de référence pour la politique monétaire resterait l'IPCH actuel ¹⁰³. Cela étant, l'indice trimestriel distinct des prix des logements occupés par leur propriétaire et, une fois qu'ils seront disponibles, les indices trimestriels combinant l'IPCH et les prix des logements occupés par leur propriétaire joueront un rôle complémentaire important pour étayer les décisions de politique monétaire.

Encadré 8

La nouvelle publication de taux moyens composés de l'€STR et d'un indice composé

La BCE publie quotidiennement depuis le 15 avril 2021 des taux moyens composés de l'€STR couvrant des échéances différentes ainsi qu'un indice composé fondé sur l'€STR. Les taux composés peuvent être utilisés comme taux de référence dans des contrats financiers de même qu'en tant que taux de remplacement pour d'autres taux de référence. Ils constituent une alternative robuste à d'autres taux de référence disponibles dans de nombreux contrats dans lesquels l'utilisation d'un taux de référence à terme composé est jugée appropriée.

Les taux sont calculés sur la base exclusivement de valeurs historiques du taux à court terme de l'euro (€STR), le taux d'intérêt de référence au jour le jour publié et géré par la BCE depuis octobre 2019. Les taux moyens composés de l'€STR sont calculés à terme échu sur des échéances à une semaine, un mois, trois mois, six mois et douze mois, sur la base des séquences des taux €STR réalisées sur chaque échéance. L'indice composé fondé sur l'€STR permet quant à lui de calculer un taux moyen composé de l'€STR pour toute période ne coïncidant pas avec une durée classique. Les règles précises régissant le calcul des taux moyens et de l'indice ont été définies en tenant compte des résultats d'une consultation publique et sont globalement conformes à ceux utilisés par d'autres banques centrales publiant des taux équivalents ¹⁰⁴.

Fondés exclusivement sur des valeurs réalisées de l'€STR, les taux et l'indice composés tirent profit de sa robustesse, qu'il tient à son tour de l'ampleur et de la liquidité du marché monétaire au jour le jour de la zone euro. Le fait qu'ils soient calculés et publiés par la BCE suivant les mêmes règles que l'€STR signifie qu'ils proviennent également d'une source fiable et sûre. L'orientation de la BCE sur l'€STR a été modifiée explicitement afin de reconnaître cette nouvelle mission de la

¹⁰³ L'actuel indice des prix des logements occupés par leur propriétaire ne répond pas aux exigences en matière de délai, de fréquence et de séparation de la consommation de la composante d'investissement. C'est la raison pour laquelle la BCE soutient de nouveaux projets de recherche visant à élaborer des méthodes de mesure optimales. Ceux-ci devraient également viser à mieux isoler la composante de consommation de celle d'investissement, la première étant celle qui intéresse la politique monétaire.

¹⁰⁴ [Compounded €STR average rates and index, Calculation and publication rules](#), BCE, 2021.

BCE et d'étendre, le cas échéant, le cadre régissant l'€STR au calcul et à la publication des taux moyens composés de l'€STR et de l'indice composé fondé sur l'€STR ¹⁰⁵.

La publication des taux moyens composés de l'€STR et de l'indice composé fondé sur l'€STR a lieu chaque jour ouvré TARGET2 à 9h15 (heure d'Europe centrale) *via* la plateforme de diffusion des informations de marché (*Market Information Dissemination*, MID) et dans l'entrepôt de données statistiques de la BCE (*Statistical Data Warehouse*, SDW). En sus des valeurs quotidiennes des cinq taux et de l'indice, la BCE publie également les dates de début et de fin de chaque échéance afin de faciliter la reproductibilité des calculs.

Encadré 9

La promotion de la standardisation des données à l'échelle mondiale

La standardisation est un fondement essentiel pour la déclaration statistique et pour la compilation de statistiques officielles fiables et comparables. Il est crucial de s'appuyer sur des normes reconnues au niveau international pour garantir la confiance envers les statistiques officielles et leur transparence. Les identifiants standardisés servent de connecteurs et de passerelles entre les différents ensembles de données et garantissent une taxonomie commune dans différents domaines.

C'est pourquoi, la BCE s'associe étroitement aux efforts de standardisation à l'échelle mondiale, depuis la création de nouvelles normes à l'évolution des normes existantes, contribuant notamment aux travaux du Comité technique 68 de l'ISO chargé d'élaborer des normes mondiales pour le secteur des services financiers. Ces dernières années, des collaborateurs de la BCE ont participé à de nombreux groupes consultatifs et groupes de travail impliqués dans la création ou la révision de multiples normes internationales essentielles à la déclaration statistique.

La BCE, conjointement avec plusieurs BCN, joue par ailleurs un rôle de premier plan dans la gouvernance actuelle des normes existantes, en particulier en participant activement au Comité de surveillance réglementaire (*Regulatory Oversight Committee*, ROC) et à ses sous-structures. Le ROC est un organisme international chargé de la surveillance :

- de l'identifiant d'entité juridique (*Legal Entity Identifier*, LEI) ;
- de l'identifiant de transaction unique (*Unique Transactions Identifier*, UTI) ;
- de l'identifiant de produit unique (*Unique Product Identifier*, UPI) ;
- des éléments de données critiques (*Critical Data Elements*, CDE).

¹⁰⁵ Orientation (UE) 2021/565 de la Banque centrale européenne du 17 mars 2021 modifiant l'orientation (UE) 2019/1265 sur le taux à court terme en euros (€STR) (BCE/2021/10) (JO L 119, 07.04.2021, p. 128).

Le LEI est devenu une norme commune à la BCE et à d'autres autorités nationales et internationales pour l'identification unique des entités juridiques ¹⁰⁶. Il s'agit d'une source d'information de premier ordre sur les entités juridiques, utilisée pour enrichir d'autres collectes de données et pour étayer plusieurs types d'analyses menées au sein du SEBC. Les avantages du LEI ne sont pas limités à son utilisation à des fins statistiques ou par les autorités publiques, puisque cet identifiant est également utilisé à des fins multiples par les secteurs financier et non financier.

Comme pour d'autres normes, il importe que les identifiants et les éléments de données susvisés soient largement adoptés par les différentes juridictions afin de pouvoir en tirer pleinement les avantages, de réduire les coûts et d'aboutir à une harmonisation à l'échelle mondiale.

La BCE est aussi largement associée à la mise à jour et au développement de normes de messagerie utilisées par le secteur financier et par les institutions internationales. Plus particulièrement, la BCE parraine la norme d'échange de données et de métadonnées statistiques (*Statistical Data and Metadata Exchange*, SDMX), une initiative internationale visant la standardisation de l'échange de données statistiques. La BCE préside le groupe de travail technique SDMX sur le modèle d'information (*SDMX Technical Working Group Task Force on the Information Model*) et a contribué activement à la mise au point de la nouvelle version du modèle d'information SDMX – SDMX 3.0, qui a été lancée officiellement à l'occasion de la [Conférence mondiale SDMX](#) qui s'est tenue en 2021 ¹⁰⁷. L'une des améliorations majeures apportée par SDMX 3.0 au modèle d'information tient au support pour l'échange de microdonnées qui inclut de multiples mesures et caractéristiques.

La BCE participe également au groupe de gestion de l'enregistrement (*Registration Management Group*, RMG) et aux groupes d'évaluation des normes (*Standards Evaluation Groups*, SEG) de l'ISO 20022. Cette norme est utilisée pour définir les messages servant à la communication et à la transmission de données entre les établissements financiers qui utilisent des processus liés notamment aux paiements ainsi qu'à l'échange et au règlement de titres ¹⁰⁸. L'ISO 20022 sert le secteur financier en ce qu'elle fournit une méthodologie commune pour la définition de nouveaux messages de communication dans le domaine financier. Elle procure également un répertoire commun, le Dictionnaire des données, qui consigne les composantes communes des messages et les met à disposition en vue de leur réutilisation.

La BCE s'engage à continuer de promouvoir l'adoption de normes de données internationales dans le but d'améliorer encore la transparence des marchés financiers et d'atténuer les risques systémiques.

¹⁰⁶ Pour une liste complète, cf. [Utilisation réglementaire du LEI](#) ; cf. également CERS, « [The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk](#) », *Occasional Paper Series*, n° 18, septembre 2021.

¹⁰⁷ La huitième édition de la Conférence mondiale SDMX s'est tenue du 27 au 30 septembre 2021. La BCE a été activement associée à la préparation et à l'organisation de l'événement. La conférence a constitué l'occasion de montrer la mise en œuvre couronnée de succès de la norme SDMX par les organisations nationales et internationales à différentes étapes du cycle de vie des données. La BCE a présidé une session consacrée à l'utilisation de la norme SDMX afin de moderniser les procédés statistiques et l'infrastructure informatique.

¹⁰⁸ Si la norme servait à l'origine principalement pour les messages de paiement, elle couvre à présent des domaines multiples liés à différentes procédures opérationnelles dans le secteur financier, y compris les déclarations aux autorités publiques.

8 Les activités de la BCE en matière de recherche

Les répercussions économiques de la pandémie de COVID-19 ont continué de façonner les activités de recherche menées en 2021. La nouvelle enquête sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey) s'est révélée particulièrement utile pour évaluer la situation des ménages privés. Dans le même temps, les réseaux de recherche existants ont poursuivi leurs travaux. Un nouveau pôle de recherche sur le changement climatique a été mis en place, tandis qu'un réseau qui se consacre à analyser la fixation des prix à l'aide de données microéconomiques (Price-setting Microdata Analysis Network, PRISMA) a engrangé des progrès considérables. Les échanges avec le milieu universitaire ont repris en 2021, mais la pandémie a continué de limiter quelque peu l'organisation de conférences, bien que les conférences virtuelles aient pu se substituer en partie aux événements en présentiel.

8.1 Le nouveau pôle de recherche sur le changement climatique

La recherche sur le changement climatique s'est intensifiée ; elle s'est concentrée sur ses implications pour la mise en œuvre de la politique monétaire et sur la relation entre le changement climatique et les

En 2021, la recherche sur le changement climatique s'est intensifiée, en ligne avec le désir affirmé de la BCE de mieux comprendre les implications du changement climatique pour la politique monétaire et avec son engagement accru de contribuer aux politiques dans le domaine de l'atténuation du et de l'adaptation au changement climatique, en tenant compte des risques et des effets associés au changement climatique et aux politiques climatiques, dans l'objectif de s'acquitter de son mandat. Plus particulièrement, le pôle de recherche sur le changement climatique du SEBC (Système européen de banques centrales) a entamé ses travaux au second semestre de 2021. Ce nouveau pôle de recherche vise à faciliter la coordination entre les chercheurs des banques centrales de l'UE et de la BCE au travers de webinaires de recherche mensuels, d'échanges d'informations et d'expertise et de l'organisation d'un atelier annuel. En 2021, le pôle de recherche a co-organisé une séance consacrée au changement climatique dans le cadre d'un atelier annuel destiné aux pôles de recherche du SEBC. Même si la recherche a dans un premier temps adopté une perspective large quant à l'aspect économique du changement climatique, le périmètre va être réduit aux questions plus étroitement liées à la politique monétaire ¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Plusieurs documents de recherche rédigés par des chercheurs de banques centrales nationales ont déjà été présentés lors de ces webinaires, parmi lesquels Faiella (I.), Lavecchia (L.), Michelangeli (V.) et Mistretta (A.), « *A micro-founded climate stress test on the financial vulnerability of Italian households and firms* », *Occasional Paper Series*, n° 639, Banca d'Italia, octobre 2021 ; Bernard (R.), Tzamourani (P.) et Weber (M.), « *Climate Change and Individual Behavior* », *Discussion Papers*, n° 01, Deutsche Bundesbank, 2022 ; et von Kalckreuth (U.), « *Carbon costs : Towards a system of indicators for the carbon impact of products, enterprises and industries* », Deutsche Bundesbank, 2021.

Un courant des recherches menées à la BCE s'intéresse aux implications du changement climatique pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Par exemple, une étude analyse les retombées environnementales du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP) ¹¹⁰. Il en ressort que, comparativement à un portefeuille de marché de capital-actions d'un secteur, le portefeuille d'obligations d'entreprises de la BCE est orienté vers des secteurs à forte intensité en carbone. Tandis que le portefeuille de la BCE reflète largement la structure sectorielle des marchés obligataires, les secteurs à forte intensité en carbone tels que les services publics et l'industrie manufacturière à grande consommation de carbone sont plus tributaires du financement par obligations que les secteurs à faible intensité en carbone (cf. graphique 8.1). L'étude contribue au débat en cours quant à la question de savoir si la BCE devrait s'écarter du principe de « neutralité du marché », selon lequel les actifs qui composent son portefeuille reflètent le marché obligataire, au profit d'une approche visant à refléter l'économie réelle, ce qui impliquerait de rééquilibrer ses achats en faveur d'entreprises actives dans des secteurs plus verts.

Un autre domaine de recherche porte sur la relation entre marchés financiers et changement climatique. Une étude a démontré que les innovations brevetées de technologies à faible intensité en carbone sont moindres dans l'UE que dans une sélection d'autres régions et qu'elles sont très hétérogènes d'un État membre à l'autre ¹¹¹. Cette différence s'explique largement par les investissements en R&D et par les investissements d'amorçage en général. Ces conclusions mettent en évidence les défis auxquels l'UE doit faire face pour soutenir le développement de technologies d'atténuation du changement climatique, étant donné que les dépenses globales de R&D sont inférieures aux recommandations de l'agenda de Lisbonne. L'étude plaide en faveur de politiques budgétaires et monétaires qui soutiennent les marchés de capital-risque et les investissements en R&D dans le domaine des technologies vertes.

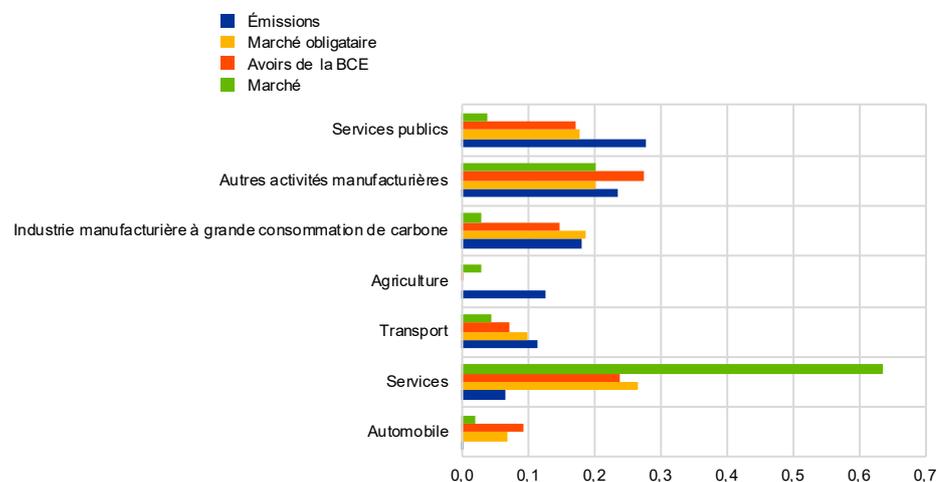
¹¹⁰ Papoutsis (M.), Piazzesi (M.) et Schneider (M.), « *How unconventional is green monetary policy?* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

¹¹¹ Aghion (P.), Boneva (L.), Breckenfelder (J.), Laeven (L.), Olovsson (C.), Popov (A.) et Rancoita (E.), « *Financial markets and "green" innovation* », *Discussion Paper Series*, BCE, à paraître.

Graphique 8.1

Parts des secteurs de l'économie dans le CSPP de la BCE

(parts des secteurs dans les volumes totaux)



Source : Papoutsi (M.), Piazzesi (M.) et Schneider (M.), « *How unconventional is green monetary policy ?* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

Notes : Le graphique montre les parts des différents secteurs économiques dans l'économie totale et dans le marché obligataire, de même que les parts sectorielles des obligations éligibles au CSPP et les parts sectorielles des obligations achetées par la BCE dans le cadre du CSPP. Les parts de marché sont mesurées comme le revenu du capital par secteur, c'est-à-dire la valeur ajoutée nette des coûts de la main-d'œuvre. Les parts du marché obligataire reflètent l'encours total des obligations. Les parts éligibles au CSPP représentent les obligations qui remplissent les critères d'inclusion dans le CSPP. Par construction, la somme de toutes les parts sectorielles est égale à un.

8.2 Les autres réseaux de recherche

Le groupe de recherche sur la politique monétaire, la politique macroprudentielle et la stabilité financière est arrivé à son terme

En 2021, le groupe de recherche sur la politique monétaire, la politique macroprudentielle et la stabilité financière est arrivé à son terme. Les recherches ont débouché sur un certain nombre de conclusions analytiques et d'implications politiques concernant la relation entre les politiques monétaire et macroprudentielles. À titre d'exemple, le groupe de recherche a analysé les arbitrages entre le soutien à l'octroi de crédits à l'économie et les risques pesant sur la stabilité financière. Même si les politiques macroprudentielles qui limitent le risque systémique préviennent les récessions financières graves, elles peuvent exercer une incidence négative en restreignant la disponibilité de crédits pour financer des activités économiques productives en période d'expansion économique. Bien qu'essentiels à la capacité d'intermédiation des banques, les instruments de politique monétaire peuvent également avoir pour conséquence involontaire d'accroître les incitations à la prise de risque des banques.

Dans la mesure où la santé financière du système bancaire est déterminante pour la transmission de la politique monétaire, un bon calibrage des instruments, afin de renforcer la résilience du secteur financier, impliquerait de prendre en compte ces arbitrages.

Le réseau PRISMA a examiné l'hétérogénéité de l'inflation entre les groupes de revenus des ménages

Le réseau PRISMA (*Price-setting Microdata Analysis*) étudie le comportement des entreprises et des détaillants en matière de fixation des prix à l'aide de données microéconomiques sur les prix. En 2021, le réseau a analysé l'hétérogénéité de

l'inflation entre les ménages qui découle des contextes régionaux et des différences dans la composition des paniers de consommation des ménages.

L'une des études du réseau a examiné le rôle de l'hétérogénéité de l'inflation entre les groupes de revenus des ménages. Cette étude a mis en lumière d'importantes différences au niveau des taux d'inflation auxquels sont confrontés les ménages, qui s'expliquent en grande partie par des choix idiosyncratiques de produits parmi les catégories de produits. En moyenne, les ménages appartenant au groupe des bas revenus ont été confrontés à une inflation quelque peu plus élevée au cours de la dernière décennie. Cela étant, les différences sont mineures et elles varient d'un pays à l'autre et dans le temps. Une autre étude du réseau a conclu que les taux d'inflation auxquels sont confrontés les ménages à revenus élevés sont plus sensibles à la politique monétaire.

Le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages a commencé à collecter des données pour la vague 2021 de son enquête périodique

Le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Network*, HFCN) a commencé à collecter des données pour la vague 2021 de son enquête périodique. Les recherches menées sur la base de l'enquête ont conclu que le programme d'achats d'actifs de la BCE avait nettement réduit le taux de chômage dans la partie inférieure de la distribution des revenus. D'autres travaux de recherche ont étudié les implications de l'hétérogénéité des ménages pour la transmission de la politique monétaire, l'accumulation de la dette immobilière et hypothécaire et le comportement d'emprunt des propriétaires d'un logement.

Les réseaux de recherche existants ont continué de coordonner les efforts de recherche au sein du SEBC

Les réseaux de recherche existants ont continué de coordonner les efforts en la matière au sein du SEBC et d'entretenir des relations avec les chercheurs des universités. En particulier, les trois pôles de recherche du SEBC consacrés aux thèmes « Économie monétaire », « Macroéconomie internationale, politique budgétaire, économie du travail, compétitivité et gouvernance de l'UEM » et « Stabilité financière, réglementation macroprudentielle et contrôle microprudentiel » ont organisé des ateliers sur les questions les plus urgentes dans ces domaines, en partie liées à la pandémie. Les recherches ont par exemple démontré que la libération de coussins macroprudentiels avait soutenu l'octroi de crédits aux ménages. Un autre atelier organisé par un pôle de recherche a abordé les répercussions à moyen terme de la pandémie de COVID-19 sur les effets de réallocation dans le commerce et sur les marchés du travail.

8.3

Les conférences et les publications

La pandémie a continué d'entraver quelque peu les échanges avec le milieu universitaire...

La pandémie a continué d'entraver quelque peu les échanges avec le milieu universitaire. Tandis que la majorité des conférences et consultations habituelles se sont tenues en ligne, beaucoup ont été organisées à moindre échelle que les années précédentes, y compris le Forum de la BCE sur les activités de banque centrale, la Conférence annuelle de recherche de la BCE et la Conférence de politique monétaire de la BCE. Ces conférences ont évoqué les répercussions à plus long terme de la pandémie de COVID-19 et les alternatives de réponses politiques, mais ils ont aussi présenté des recherches innovantes concernant la transmission de

la politique monétaire et les structures des marchés financiers. Parmi ces conférences, le premier Symposium CEPR/BERD/BCE intitulé « Changement climatique, finance et croissance verte » a été organisé à la BCE, rassemblant des décideurs politiques et des universitaires issus des domaines de l'économie et de la climatologie, tandis que la 11^e Conférence de la BCE sur les techniques de prévision a débattu des méthodes de prévision en temps anormaux.

... tandis que les publications sont demeurées nombreuses

En 2021, les experts de la BCE ont publié 126 articles dans la *Working Paper Series* de la BCE. Qui plus est, d'autres études de nature plus politique ou méthodologique ont été publiées dans la série d'articles thématiques (*Occasional Paper Series*), dans la série d'articles statistiques (*Statistics Paper Series*) et dans la série de documents de discussion (*Discussion Paper Series*) de la BCE. Plus particulièrement, parmi les articles publiés en 2021 dans le cadre de la *Occasional Paper Series*, on comptait quelques études réalisées par les groupes de travail évaluant la stratégie de la BCE. De nombreuses activités de recherche de la BCE ont également débouché sur des publications dans des revues scientifiques réputées, tandis que 14 articles ont été publiés dans le Bulletin de recherche de la BCE, qui vise un public plus général.

Encadré 10

Soutien budgétaire durant la pandémie – éclairages apportés par la nouvelle enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de la BCE

La pandémie de coronavirus a eu des retombées économiques et financières très diverses sur les ménages privés et les consommateurs, selon leur situation personnelle et économique ¹¹². Il est largement admis que le besoin de soutien financier des ménages a varié en fonction des pays, des secteurs économiques, du type d'emploi et des caractéristiques démographiques telles que le statut familial et parental.

En raison de la nature diverse des incidences de la pandémie, dégager une aide budgétaire efficace et ciblée a constitué un défi majeur. Les gouvernements nationaux de la zone euro ont apporté aux ménages une aide financière à grande échelle sous de multiples formes. Les mesures allaient des dispositifs traditionnels en matière de sécurité sociale, tels que les stabilisateurs automatiques et les programmes de bien-être social existants au soutien temporaire de revenu lors de la pandémie, dont le soutien en nature (extension des possibilités de garde d'enfants par exemple). De plus, les gouvernements ont indirectement aidé les ménages par le biais de subventions aux entreprises, telles que les subventions directes à l'emploi, les garanties sur les prêts et les moratoires.

Durant l'année 2021, la nouvelle enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de la BCE s'est révélée être une précieuse source d'information pour suivre les effets économiques de ces interventions des autorités politiques. Les sondages CES – basés sur des échantillons représentatifs de ménages privés établis dans les six plus grandes économies de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas) – ont été menés sur internet à une fréquence mensuelle, offrant ainsi des données comparables à

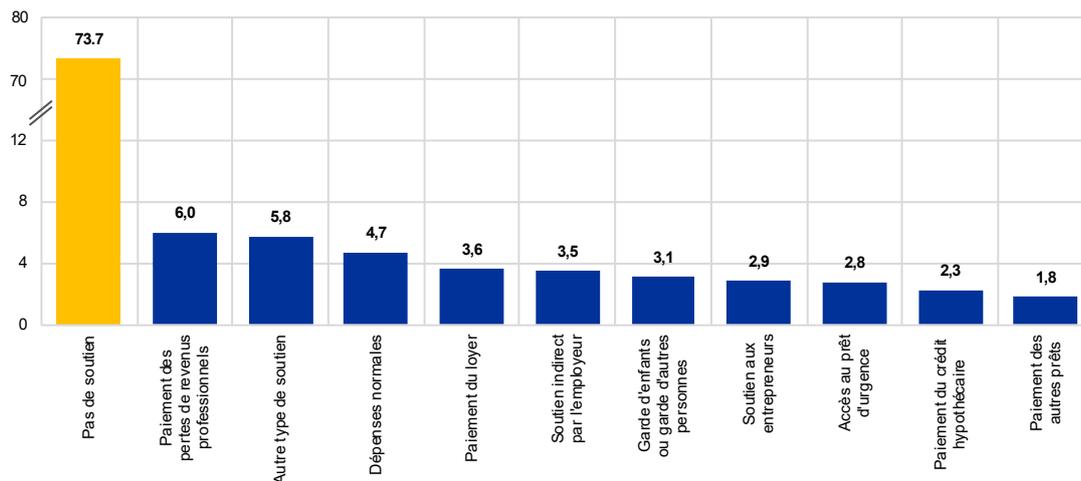
¹¹² Cf. Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.) et Kenny (G.), « *How has the COVID-19 crisis affected different households' consumption in the euro area?* », *Research Bulletin*, n° 84, BCE, 31 mai 2021.

l'international en temps opportun. L'enquête a été lancée dans sa phase pilote en janvier 2020 et a amorcé une nouvelle phase de développement au second semestre de 2021. Elle sera poursuivie en 2022. Au cours de cette étape seront introduits un plus large échantillon et une plus vaste couverture géographique, avec l'extension à cinq pays supplémentaires de la zone euro.

Graphique A

Types de soutien public lié à la pandémie en 2020

(pourcentages des participants indiquant avoir bénéficié d'un soutien, par type)



Source : Données CES collectées en décembre 2020.

Notes : Agrégats pondérés. Les participants ont été invités à répondre à la question « En réaction à l'épidémie de coronavirus (COVID-19), les gouvernements mettent en place des politiques afin de soutenir les ménages, les travailleurs et les entreprises. Veuillez indiquer si votre ménage a reçu une telle aide sous l'une des formes suivantes depuis janvier 2020. ». Ils ont pu sélectionner plusieurs réponses parmi une liste de mesures de soutien direct ou indirect, comme le montre l'axe horizontal du graphique.

Le CES a permis d'évaluer la manière dont le soutien public était réparti entre les ménages individuels, les types d'aides disponibles et les perceptions des ménages de ces interventions budgétaires. Il a notamment souligné que les interventions étaient très ciblées et qu'elles aidaient les ménages les plus démunis. Comme le montre le graphique A, un peu moins de 30 % des ménages de la zone euro ont déclaré avoir bénéficié de l'une ou l'autre forme d'aide publique, tandis que les ménages restants ont indiqué ne pas avoir reçu d'aide. En outre, parmi les ménages situés dans les deux quintiles de revenus les plus bas, la proportion de participants ayant reçu une aide était nettement supérieure¹¹³. Le principal type de soutien a été l'indemnisation des pertes de revenus professionnels, dont ont bénéficié environ 6 % des participants à l'enquête CES.

Le CES a également sondé les ménages sur leur perception de l'adéquation des mesures de soutien budgétaire en se fondant sur leur propre situation financière, qu'ils aient ou non bénéficié de ce soutien sous une quelconque forme. Les résultats indiquent un lien positif entre ces perceptions et la consommation des ménages, comme l'illustre par exemple le graphique B sur les dépenses en matière de vacances et de biens non durables. En effet, les recherches fondées sur ces données CES révèlent également que de telles perceptions peuvent constituer un facteur important de stabilisation de la consommation. Les ménages considérant les interventions publiques appropriées ont tendance à dépenser davantage, en particulier en produits coûteux tels que des voyages organisés et des voitures, reflétant leur vision plus optimiste des perspectives en

¹¹³ Cf. aussi Lane (P.), « *Expectations surveys: a tool for research and monetary policy* », Remarques préliminaires à la seconde conférence conjointe de la Banque centrale européenne – Banque de réserve fédérale de New York, 11 novembre 2021.

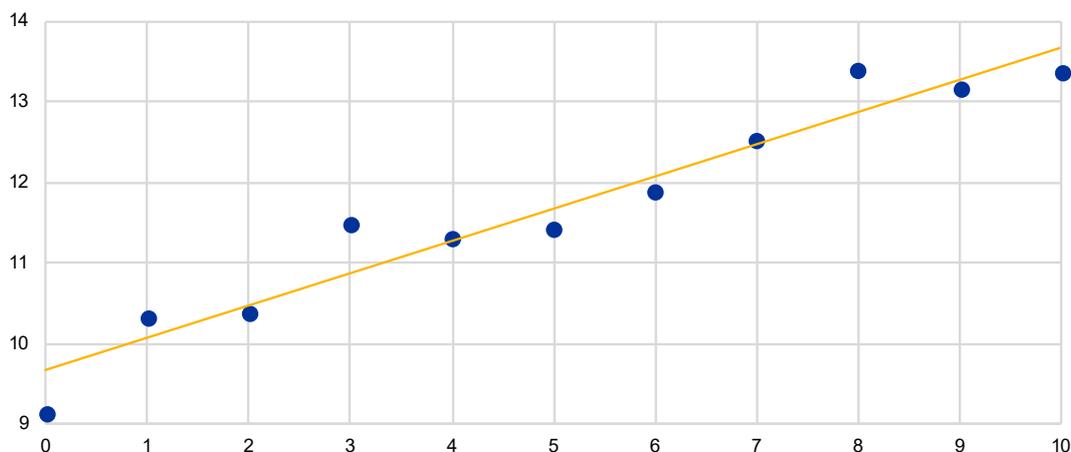
matière de revenu, de l'accès futur au crédit et de leur bien-être financier ¹¹⁴. Néanmoins, cette tendance a également été constatée parmi les ménages n'ayant reçu aucune aide publique, ce qui suggère que les interventions budgétaires peuvent avoir des conséquences plus étendues dans le sens où elles influencent le comportement de l'ensemble des ménages, et pas uniquement celui des bénéficiaires visés ou effectifs.

Graphique B

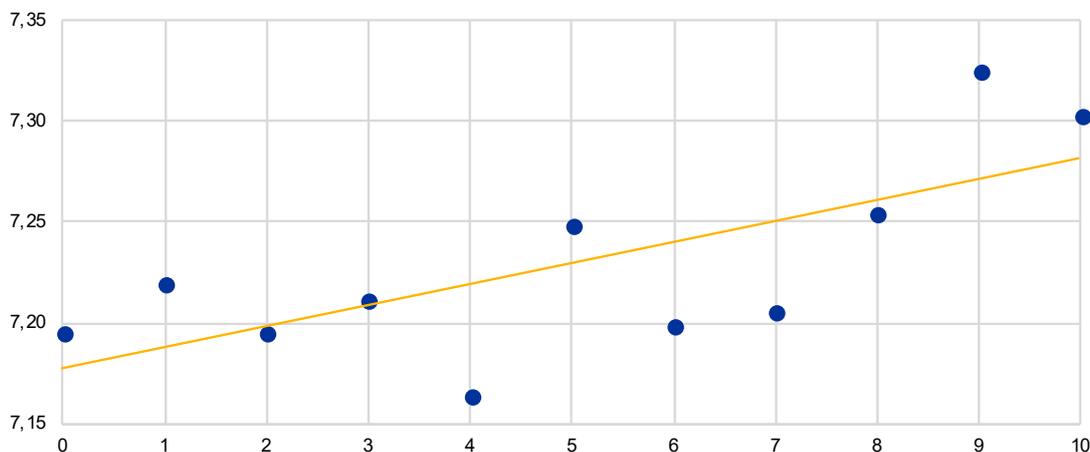
Perception de l'adéquation de l'aide publique liée à la pandémie et consommation

(axe des abscisses : la moyenne de la perception de l'adéquation va de 0 – « très mauvaise » à 10 – « très bonne » ; axe des ordonnées : partie a) pourcentages de participants qui se sont offert des vacances le mois dernier ; partie b) logarithme de la consommation non durable le mois dernier)

a) Dépenses en matière de vacances et perception de l'adéquation



b) Consommation non durable et perception de l'adéquation



Source : CES.

Notes : Les participants ont été invités à répondre à la question « Les gouvernements prennent des mesures de soutien financier en réaction à l'épidémie de coronavirus (COVID-19). Comment évaluez-vous l'adéquation de ces mesures à la situation financière de votre ménage ? ». Ils ont dû donner une réponse sur une échelle allant de 0 (très mauvaise) à 10 (très bonne). La consommation de biens non durables totale est obtenue grâce à la répétition chaque trimestre de la question suivante relative à la consommation des ménages à propos du mois précédent : « En <mois dernier>, combien votre ménage a-t-il dépensé en biens et services pour chacun des éléments individuels énumérés ci-dessous ? ». Les participants ont également dû répondre chaque mois à une question similaire concernant des achats de biens d'un montant important (vacances, par exemple) au cours des trente derniers jours : « Lequel/Lesquels des biens suivants avez-vous acheté(s) au cours des trente derniers jours ? Veuillez cocher tout ce qui s'applique. ». La dernière observation remonte à octobre 2021.

¹¹⁴ Cf. Georarakos (D.) et Kenny (G.), « *Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey* », étude présentée lors de la seconde conférence conjointe de la Banque centrale européenne - Banque de réserve fédérale de New York sur « *Expectations surveys: a tool for research and monetary policy* », 11 novembre 2021.

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, fournit des informations sur 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 et revient sur le contrôle par la BCE du respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié.

9.1 Les compétences de la Cour de justice de l'Union européenne concernant la BCE

La Cour de justice a renforcé la position des gouverneurs de la BCE en s'appuyant sur le protocole sur les privilèges et immunités de l'Union européenne

Le 30 novembre 2021, la Cour de justice, statuant en grande chambre, a interprété pour la première fois le protocole (n° 7) sur les privilèges et immunités de l'Union européenne vis-à-vis des gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) des États membres. La demande de décision préjudicielle a été introduite dans le cadre d'actions pénales engagées à l'encontre de l'ancien gouverneur de la Banque centrale de Lettonie (*Latvijas Banka*) pour des délits de corruption et de blanchiment d'argent (Affaire C-3/20). Ce jugement est important à plus d'un égard. Premièrement, la Cour de justice a précisé que les gouverneurs des BCN jouissent d'une immunité contre les procédures judiciaires pour des actes accomplis dans l'exercice officiel de leurs fonctions en leur qualité de membre d'un organe de la BCE, au même titre que les fonctionnaires ou autres agents de l'Union. La Cour a répété que la position de gouverneur d'une BCN est caractérisée par un double rôle professionnel résultant en un statut hybride : à la fois comme autorité nationale et comme membre d'un organe de la BCE (cf. également les affaires jointes C 202/18 et C 238/18, *Rimšēvičs* et BCE/République de Lettonie). Deuxièmement, l'immunité contre les procédures judiciaires ne se limite pas aux procédures juridictionnelles mais peut inclure des enquêtes pénales. Troisièmement, lorsque l'autorité nationale constate, à toute étape des enquêtes pénales, que la conduite en question aurait pu être adoptée par le gouverneur d'une BCN dans l'exercice officiel de ses fonctions en sa qualité de membre d'un organe de la BCE, elle doit consulter la BCE. Si la BCE considère que les actes ont effectivement été exécutés dans un tel exercice de ses fonctions, l'autorité nationale doit demander à la BCE la dérogation à l'immunité du gouverneur de la BCN. Il appartient alors à la BCE d'évaluer seule si une telle dérogation est contraire aux intérêts de l'Union. Quatrièmement, les actes de fraude, de corruption et de blanchiment d'argent ne relèvent pas des devoirs d'un membre d'un organe de la BCE. Cinquièmement, les preuves obtenues dans des enquêtes pénales menées à l'encontre d'un gouverneur de la BCE couvert par l'immunité peuvent être utilisées dans des actions pénales à l'encontre dudit gouverneur dans le cadre d'actes non couverts par l'immunité ou à l'encontre d'autres personnes. Finalement, les enquêtes ou procédures pénales abusives pour des actes non couverts par l'immunité sont contraires au principe de coopération loyale.

La Cour de justice a adhéré à la position de la BCE selon laquelle la défaillance avérée ou prévisible de l'évaluation par la BCE constitue un acte préparatoire dans la procédure de résolution et qu'en tant que telle, elle ne fait pas l'objet d'un contrôle juridictionnel distinct

Le 6 mai 2021, la Cour de justice a rendu en appel un arrêt relatif à la recevabilité d'un recours en annulation à l'encontre d'une constatation selon laquelle un établissement de crédit présente une défaillance avérée ou prévisible (*falling or likely to fail*, FOLTF) en vertu de l'article 18, paragraphe 1, point a), du règlement n° 806/2014 (affaires jointes C-551/19 P et C-552/19 P, ABLV Bank AS e.a./BCE). Une évaluation FOLTF constitue une étape dans la procédure de résolution envisagée par l'article 18 de ce règlement, en vertu duquel l'adoption d'un dispositif de résolution est sujet à trois conditions cumulatives, à savoir a) qu'un établissement de crédit présente une défaillance avérée ou prévisible, b) qu'il n'existe aucune perspective raisonnable que d'autres mesures empêchent sa défaillance dans un délai raisonnable, et c) qu'une mesure de résolution est nécessaire dans l'intérêt public. L'évaluation de la première condition peut être menée soit par la BCE soit par le Conseil de résolution unique (CRU), celle des deuxième et troisième conditions étant réalisée par le CRU.

La Cour de justice a confirmé la conclusion tirée par le Tribunal dans ses ordonnances dans les affaires T-281/18 et T283/18 selon lesquelles des recours en annulation à l'encontre de l'évaluation de la BCE indiquant qu'un établissement de crédit présente une défaillance avérée ou prévisible sont inadmissibles. La Cour de justice a confirmé les arguments de la BCE et a noté que les évaluations FOLTF sont des mesures préparatoires dans la procédure de résolution. Celles-ci n'ont pas d'effet juridique contraignant capable d'apporter un changement distinct à la situation juridique d'un établissement de crédit. Selon la Cour de justice, la procédure de résolution doit être considérée comme « une procédure administrative complexe faisant intervenir plusieurs autorités et dont le seul résultat final, découlant de l'exercice, par le CRU, de sa compétence, peut faire l'objet du contrôle juridictionnel » devant les tribunaux de l'Union. L'évaluation FOLTF de la BCE ne fait donc pas l'objet d'un contrôle juridictionnel distinct, mais peut donner lieu à un contrôle annexe dans le cadre de procédures judiciaires à l'encontre d'une décision du CRU clôturant la procédure en vertu de l'article 18 du règlement n° 806/2014.

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

Les articles 127, paragraphe 4, et 282, paragraphe 5, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne disposent que la BCE doit être consultée sur toute proposition de législation de l'UE ou sur tout projet de réglementation nationale dans les domaines relevant de sa compétence. Tous les avis de la BCE sont publiés sur le site [EUR-Lex](#). Les avis de la BCE sur les propositions de législation de l'UE sont également publiés au Journal officiel de l'Union européenne. En 2021, la BCE a émis huit avis sur des propositions d'acte de l'UE et 32 avis sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

Cas évidents et importants de non-consultation

Trois cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation ¹¹⁵ ont été recensés par rapport à la législation nationale. Le premier cas concernait un amendement au Code du travail lituanien exigeant que la rémunération et les autres paiements relatifs à l'emploi soient versés sur un compte bancaire spécifié par un employé. Conformément aux précédents avis de la BCE, dans lesquels l'exécution de l'exigence de proportionnalité était demandée, ce cas a été considéré comme évident et important en raison de son incidence restrictive potentielle, entre autres, sur des moyens de paiement en Lituanie. Le deuxième cas portait sur un amendement à la loi polonaise sur l'impôt sur le revenu qui a mis en place, notamment, certaines restrictions sur les paiements en espèces pour les consommateurs et les entreprises. Conformément aux précédents avis de la BCE, ce cas a été considéré comme évident et important en raison de son incidence restrictive potentielle, entre autres, sur les moyens de paiement en Pologne. Le troisième cas concernait une loi espagnole sur des mesures de prévention et de lutte contre la fraude fiscale, qui a imposé une limite de 1 000 euros aux paiements en espèces provenant de personnes physiques n'agissant pas dans un cadre professionnel ou commercial qui sont résidentes fiscales en Espagne à destination de parties agissant en qualité d'entité professionnelle ou commerciale. Conformément aux précédents avis de la BCE, ce cas a été considéré comme évident et important en raison de son incidence potentiellement négative sur les moyens de paiement en espèces en Espagne.

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

La BCE a émis sept avis sur des propositions de l'UE relatives aux innovations dans les domaines de la finance numérique, de la finance verte et de l'intelligence artificielle (IA). Ceux-ci portaient sur : la réglementation des crypto-actifs ; la cybersécurité et la résilience opérationnelle numérique pour le secteur financier ; un régime pilote pour les infrastructures de marché basé sur la technologie des registres distribués ; l'établissement de rapports en matière de durabilité par les entreprises et les obligations vertes ; et la fourniture et l'utilisation de systèmes d'intelligence artificielle par des établissements de crédit. Ces avis ont formulé des observations variées concernant les implications de ces innovations pour la politique monétaire, les infrastructures de marché et les paiements, la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité financière. La BCE a également publié un avis appelant à la prudence vis-à-vis d'une proposition de l'UE imposant l'utilisation des taux de change de référence de l'euro émis par la BCE dans les services de conversion monétaire.

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

La BCE a adopté plusieurs avis sur des questions monétaires et sur les moyens de paiement, y compris l'émission et la circulation des billets et pièces en euros en Lettonie ; l'obligation d'accepter des paiements en espèces au Danemark et en Pologne ; la protection des billets et des pièces en euros contre la contrefaçon en Irlande ; et les règles d'arrondi pour les paiements libellés en centimes d'euros en Slovaquie.

¹¹⁵ Les cas de non-respect incluent : a) les cas où une autorité nationale a omis de soumettre pour consultation à la BCE des projets de dispositions législatives relevant de ses compétences et b) les cas où une autorité nationale a formellement consulté la BCE, mais en ne lui laissant pas suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour formuler son avis avant l'adoption de ces dispositions.

La BCE a adopté plusieurs avis sur des propositions de législation nationale concernant la réglementation et la surveillance des systèmes de paiement et/ou de règlement-livraison de titres en Italie, en Lettonie, en Lituanie et en Hongrie.

La BCE a émis de nombreux avis sur des propositions de législation nationale concernant les banques centrales nationales (BCN), notamment : les nouvelles missions de la Banque d'Espagne (*Banco de España*) relatives au contrôle des émissions d'obligations sécurisées par les établissements de crédit et le respect par les utilisateurs de services de paiement des exigences de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA) ; la conformité des statuts de la Banque centrale de Bulgarie (*Българска народна банка*) aux exigences d'indépendance de la banque centrale ; une réforme substantielle de la Banque centrale de Lettonie (*Latvijas Banka*), qui met à jour sa structure de gouvernance et prévoit l'intégration des fonctions de supervision et de résolution dans la banque centrale ; la responsabilité de la Banque centrale d'Estonie (*Eesti Pank*) à l'égard de l'autorité de surveillance financière estonienne (*Finantsinspektsioon*) ; la nécessité des BCN d'être rémunérées conformément à l'interdiction du financement monétaire pour effectuer des missions des pouvoirs publics, telles que la nouvelle mission de la Banque centrale de Chypre (*Central Bank of Cyprus*) liée à l'état de préparation de la défense nationale, les missions liées aux pièces de la Banque nationale d'Irlande (*Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann*) et les missions de la Banque nationale d'Autriche (*Oesterreichische Nationalbank*) relatives au Conseil budgétaire consultatif autrichien (*Fiskalrat*) ; la spécification du mandat lié à la durabilité environnementale pour la Banque nationale de Hongrie (*Magyar Nemzeti Bank*) ; l'encouragement des autorités hongroises de ne pas confier à la Banque nationale de Hongrie (*Magyar Nemzeti Bank*) la tâche d'accorder des prêts directement aux consommateurs dans le cadre de l'efficacité énergétique ; le respect de l'interdiction du financement monétaire de prêts par la Banque nationale de Pologne (*Narodowy Bank Polski*) au fonds de garantie bancaire polonais, dans le but d'améliorer la sécurité juridique des opérations de prêt de la Banque nationale de Pologne (*Narodowy Bank Polski*) ; la conformité des nouvelles missions de planification civile d'urgence de la Banque centrale de Chypre (*Central Bank of Cyprus*) aux obligations du Traité ; le respect de l'interdiction du financement monétaire de contributions de la Banque d'Italie (*Banca d'Italia*) et de la Banque nationale d'Autriche (*Oesterreichische Nationalbank*) à la participation de l'Italie et de l'Autriche à des programmes liés au FMI ; la mission proposée à la Banque centrale de Slovaquie (*Banka Slovenije*) de contrôler le respect par les établissements de crédit de la restructuration de prêts libellés en francs suisses ; la participation de la Banque centrale de Chypre (*Central Bank of Cyprus*) au contrôle du programme de fonds de garantie national chypriote à destination des établissements de crédit durant la pandémie de COVID-19 ; l'incidence des exigences en matière de liberté d'information sur la Banque nationale d'Autriche (*Oesterreichische Nationalbank*) ; et les réserves obligatoires de la Banque nationale de Pologne (*Narodowy Bank Polski*).

La BCE a adopté plusieurs avis sur des propositions de législation nationale dans le domaine statistique, y compris des données provenant de groupes d'entreprises multinationales en Allemagne ; l'instauration d'un numéro d'identification d'entreprise

national pour les entreprises et d'un registre sur les données d'entreprise de base en Allemagne ; la collecte de données statistiques relatives aux services transfrontière en Autriche ; la collecte de statistiques en Lettonie ; et la déclaration des données de crédit en Belgique.

La BCE a adopté plusieurs avis sur des propositions de législation nationale concernant la surveillance prudentielle des établissements de crédit, y compris : l'incidence des exigences en matière de liberté d'information en Autriche ; les effets d'un cadre de transparence pour les contrats impliquant le recours à des fonds publics pour la protection des informations confidentielles relatives à la surveillance au Portugal ; les actifs d'impôt différé des établissements de crédit grecs ; la création d'établissements de crédit estoniens avec un capital initial allant de 1 à 5 million(s) d'euros ; la conformité d'un audit réalisé par une Cour des comptes de l'autorité de surveillance financière estonienne à l'indépendance propre à la surveillance bancaire ; l'autorisation de l'émission d'obligations sécurisées par des établissements de crédit finlandais et espagnols ; les échéances accordées à l'autorité de surveillance financière estonienne ou à la BCE pour évaluer l'aptitude des membres de l'organe de direction et les titulaires de postes clés dans des établissements de crédit estoniens ; la surveillance d'accords d'externalisation conclus par des établissements de crédit allemands ; l'introduction de nouvelles raisons d'engager le processus de retrait d'agrément d'établissements de crédit slovènes ; et la reconnaissance de compensation afin de réduire les risques des établissements de crédit reposant sur la législation lettone.

La BCE a adopté plusieurs avis sur des propositions de législation nationale relatives à la stabilité financière, y compris la participation du Fonds hellénique de stabilité financière à des augmentations de capital d'établissements de crédit grecs à des fins autres que la recapitalisation ou les résolutions préventives ; le mandat macroprudentiel et l'éventail d'outils de la Banque centrale de Lettonie (*Latvijas Banka*) ; la restructuration de prêts libellés en francs suisses en Slovénie ; la réglementation d'inadéquations d'échéances du crédit hongrois ; et l'applicabilité d'accords de compensation en Lettonie.

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

En vertu de l'article 271, point d, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la BCE a pour mission de vérifier le respect par les banques centrales nationales (BCN) de l'UE des interdictions résultant des articles 123 et 124 du Traité et des règlements (CE) n° 3603/93 et 3604/93. 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'acquiescer sur le marché primaire des instruments de dette émis par ces institutions. L'article 124 proscrie toute mesure ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de l'UE aux établissements financiers. Parallèlement au Conseil des gouverneurs de la BCE, la

Commission européenne vérifie le respect des dispositions susvisées par les États membres.

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

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

L'exercice de surveillance réalisé pour 2021 confirme que les articles 123 et 124 du Traité ont en général été respectés.

La BCE continuera de surveiller l'implication de la Banque centrale de Hongrie (*Magyar Nemzeti Bank*) dans la Bourse de Budapest vu que l'acquisition par celle-ci en 2015 de la participation majoritaire dans la Bourse de Budapest peut toujours être considérée comme soulevant des préoccupations en matière de financement monétaire.

En 2021, la réduction par la Banque nationale d'Irlande (*Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann*) d'actifs liés à l'*Irish Bank Resolution Corporation*, par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape sur la voie de l'objectif à atteindre d'une cession intégrale de ces actifs. La poursuite des ventes à un rythme approprié atténuerait davantage les inquiétudes sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

Le financement par les BCN d'obligations incombant au secteur public à l'égard du FMI n'est pas considéré comme un financement monétaire puisqu'il débouche sur des créances étrangères qui ont toutes les caractéristiques d'avoirs de réserve. Néanmoins, les donations financières telles que celles fournies par plusieurs BCN par le biais du FMI dans le cadre de l'allègement de la dette des pays lourdement endettés ne débouchent sur aucune créance étrangère. Ce type de contributions financières des BCN à des initiatives du FMI est dès lors incompatible avec l'interdiction de financement monétaire et justifie des mesures de correction.

10 La BCE dans un contexte européen et international

En 2021, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec ses partenaires européens et internationaux. La relation de la BCE avec le Parlement européen représente une pierre angulaire du dispositif de la BCE en matière d'obligation de rendre compte. La BCE a interagi étroitement avec la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON) tout au long de l'année, au travers d'auditions régulières, d'échanges de lettres et de réunions supplémentaires dans le contexte de l'évaluation stratégique et de l'euro numérique. Au-delà de l'Europe, la BCE a également entretenu des contacts constructifs avec les ministères des Finances et les banques centrales du G20, de même qu'elle a mené, dans l'enceinte du Fonds monétaire international (FMI), des discussions pertinentes pour les banques centrales, centrées en particulier sur les réponses de politique à apporter en vue de favoriser une reprise mondiale après la pandémie de COVID-19. La BCE a aussi apporté son expertise et ses points de vue aux positions communes adoptées par l'Union européenne ou des pays de la zone euro dans des instances internationales. La nouvelle allocation générale de droits de tirage spéciaux du FMI a été une mesure phare pour soutenir l'économie mondiale, et l'Eurosystème a joué son rôle en contribuant au bon fonctionnement du marché volontaire sur lequel les droits de tirage spéciaux sont échangés.

10.1 L'obligation de la BCE de rendre compte

L'indépendance doit s'accompagner d'un niveau proportionnel de responsabilité

L'indépendance octroyée à la BCE dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) lui permet de remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix sans ingérence politique. Cette indépendance doit s'accompagner d'un niveau proportionnel de responsabilité et le Traité prévoit que la BCE rend principalement compte au Parlement européen, qui est l'organe composé des représentants élus par les citoyens de l'UE. L'exercice effectif de l'obligation de la BCE de rendre compte au Parlement européen a été, et reste, un impératif pour la BCE. Le dialogue bilatéral établi avec le Parlement européen permet à la BCE d'expliquer ses actions aux représentants des citoyens de l'UE et d'écouter leurs préoccupations. Les pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte ont évolué de manière flexible pour aller au-delà des exigences définies à l'article 284, paragraphe 3, du TFUE. Elles sont complétées par le contrôle juridictionnel de la Cour de justice de l'Union européenne.

Les interactions avec le Parlement européen

En 2021, la présidente de la BCE a participé à quatre auditions régulières de la commission ECON, ainsi qu'au [débat en séance plénière](#) consacré au Rapport annuel 2019 de la BCE en février. Le vice-président [a présenté le Rapport annuel 2020 de la BCE](#) à la commission ECON en avril 2021. La BCE a publié ses [commentaires](#) sur la contribution apportée par le Parlement européen dans le cadre

de sa résolution sur le *Rapport annuel* 2019. La BCE a également répondu à 46 questions écrites soumises par des membres du Parlement européen en 2021.

Outre ces interactions régulières, la BCE a également interagi étroitement avec la commission ECON dans le contexte de son évaluation stratégique et de l'euro numérique (cf. encadré 11). Une délégation de membres de la commission ECON a participé à la visite annuelle rendue à la BCE en février, qui a eu lieu sous forme virtuelle en 2021. De plus, la BCE a organisé en mai une autre visite virtuelle portant sur l'évaluation stratégique, dans le cadre de sa phase d'écoute, et sur un euro numérique avec la présidente de la BCE et les membres du Directoire, M. Lane et M. Panetta. Après l'annonce, le 8 juillet, des résultats de l'évaluation stratégique, la BCE a aussi organisé une réunion avec la commission ECON pour expliquer la nouvelle stratégie de politique monétaire et répondre aux questions des membres de cette commission.

La dernière [enquête Eurobaromètre](#) indique que 79 % des personnes interrogées dans la zone euro soutiennent l'euro et que 47 % d'entre elles font généralement confiance à la BCE ¹¹⁶. Ces chiffres représentent une progression pour les deux indicateurs par rapport aux niveaux d'avant la pandémie (automne 2019) et soutiennent davantage la comparaison avec des épisodes de crise précédents. Ces progrès montrent que les citoyens reconnaissent le travail réalisé par la BCE pour répondre à la crise provoquée par la pandémie et pour améliorer ses pratiques de communication à leur égard. La BCE poursuivra ses efforts en vue d'entretenir un dialogue constructif avec le Parlement européen et les citoyens européens pour expliquer ses décisions et écouter leurs préoccupations.

10.2 Les relations internationales

Le G20

Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 ont répété à plusieurs occasions qu'ils continueraient d'utiliser tous les outils disponibles aussi longtemps que nécessaire pour répondre à la pandémie de COVID-19. Pour l'avenir, le G20 a souligné la nécessité d'un soutien de plus en plus ciblé visant une reprise inclusive, numérique, verte et durable et a approuvé une feuille de route pluriannuelle sur la finance durable reposant sur le principe de la participation volontaire. S'agissant d'autres questions relatives au secteur financier, le G20 a commencé à mettre en œuvre la feuille de route visant à améliorer les paiements transfrontières et a mené des discussions sur les monnaies numériques de banque centrale et sur les *stablecoins* mondiaux. Le G20 a également constaté la nécessité de renforcer la résilience du secteur de l'intermédiation financière non bancaire, y compris des fonds d'investissement monétaire et a approuvé les programmes de travail du Conseil de stabilité financière. Le G20 a en outre avalisé l'accord historique sur la réforme de la fiscalité internationale conclu au sein de l'Organisation

La BCE a contribué de façon constructive aux initiatives du G20 visant à faire face à la crise de la COVID-19, au changement climatique et aux questions relatives au secteur financier

¹¹⁶ Cf. Commission européenne, [Enquête Eurobaromètre standard 95 – Printemps 2021](#), septembre 2021.

de coopération et de développement économiques. S'agissant du soutien aux pays vulnérables, le G20 s'est employé à lutter contre les vulnérabilités liées à la dette au travers du cadre commun pour le traitement de dette au-delà de l'initiative de suspension du service de la dette.

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

Les nouvelles initiatives du FMI visant à soutenir ses membres dans leur gestion des conséquences de la pandémie

Le FMI a continué de jouer un rôle central dans la réponse apportée à la pandémie par la communauté internationale, son soutien global sous la forme de prêts ayant été élargi à près de la moitié de ses membres depuis mars 2020, en particulier à des pays à faible revenu. En dépit de l'étendue de ses prêts, les ressources du FMI se sont maintenues à un niveau adéquat, mais ont fait l'objet d'une surveillance constante. L'allocation générale de droits de tirage spéciaux (DTS) d'une ampleur sans précédent par le FMI a constitué un événement marquant pour l'économie mondiale durant l'été 2021 (cf. encadré 12). Lors des assemblées annuelles de 2021, un large consensus a aussi été obtenu en vue de poursuivre le transfert volontaire de DTS des membres affichant des positions extérieures robustes au bénéfice de pays à faible revenu ou de pays vulnérables à revenu moyen, y compris au travers d'un nouveau *Resilience and Sustainability Trust* (RST) géré par le FMI, qui sera développé et mis sur pied dans un avenir proche. Pour que les banques centrales du SEBC puissent prêter des DTS au RST, il conviendra de garantir le statut d'avoir de réserve de ces DTS, ce qui implique une liquidité suffisante et un faible risque de crédit des créances de banque centrale.

Compte tenu des conséquences de la pandémie sur la dette de nombreux pays, le FMI a poursuivi ses travaux liés à l'endettement. Une série de recommandations figurant dans le [rapport](#) relatif au rôle du FMI dans les restructurations de dette souveraine, rédigé par un groupe de travail du Comité des relations internationales du SEBC, ont constitué un apport appréciable à l'examen des politiques liées à la dette menées par le FMI, en particulier des politiques d'octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés.

Au fur et à mesure que les pays se relèvent de la crise, la surveillance exercée par le FMI gagnera en importance, dans la mesure où ils rechercheront des conseils pour s'engager sur la voie d'une reprise verte, inclusive et numérique. À cette fin, le FMI a achevé en mai 2021 la revue exhaustive de la surveillance et l'examen du programme d'évaluation du secteur financier. Il a également développé une stratégie pour les travaux à mener sur les défis de politique que pose le changement climatique. En 2022, le FMI terminera la révision de ses vues institutionnelles de 2012 sur la libéralisation et la gestion des flux de capitaux (qui permet d'avoir recours à des mesures de gestion des flux de capitaux dans des situations définies).

Encadré 11

Interactions avec les autorités européennes concernant un projet d'euro numérique

L'alignement des autorités et des institutions européennes, dans le respect de leurs mandats respectifs et de leur indépendance, sera un des facteurs clés du succès d'un euro numérique. Le Parlement européen et d'autres institutions de l'UE ont accueilli favorablement les travaux de l'Eurosystème portant sur un euro numérique ¹¹⁷, tandis que la BCE a recherché une collaboration étroite avec les autorités européennes, laquelle s'est intensifiée depuis le lancement de la phase d'étude d'un projet d'euro numérique ¹¹⁸. Des échanges réguliers sur les principales questions de conception et sur les aspects qui sont pertinents pour l'élaboration de politiques continueront d'avoir lieu afin que les points de vue du Parlement européen et des autres autorités européennes soient pris en compte dans les discussions de l'Eurosystème ¹¹⁹. Tout changement devant être apporté au cadre juridique de l'UE sera décidé par les colégislateurs de l'Union sur proposition de la Commission européenne.

Des travaux techniques menés en collaboration avec la Commission européenne sont en cours. Depuis janvier 2021, la BCE et les services de la Commission européenne passent en revue conjointement, sur le plan technique, un large éventail de questions stratégiques, juridiques et techniques posées par l'introduction éventuelle d'un euro numérique, dans le respect de leurs mandats respectifs et de leur indépendance tels qu'ils sont inscrits dans les Traités ¹²⁰. Ce groupe mixte s'est avéré un forum précieux pour échanger et aligner des points de vue sur des aspects relatifs à l'euro numérique.

La BCE a procédé tout au long de 2021 à des échanges de vues sur un euro numérique avec le Parlement européen. En avril et en novembre, Fabio Panetta, membre du directoire, a discuté des travaux de la BCE en la matière avec la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) ¹²¹. Les auditions régulières de la présidente de la BCE, le débat en séance plénière relatif à la résolution du Parlement européen sur le *Rapport annuel 2020* de la BCE et la visite virtuelle de membres de la commission ECON à la BCE ont donné aux membres du Parlement européen des occasions supplémentaires de poser des questions sur le projet d'euro numérique. De plus, la

¹¹⁷ Cf. la [Déclaration](#) des membres du Sommet européen du 25 mars 2021, la [lettre de synthèse](#) de la réunion de l'Eurogroupe du 21 mai 2021, les [conclusions](#) du Conseil de l'UE sur la communication de la Commission sur une « stratégie en matière de paiements de détail pour l'Union européenne » du 8 mars 2021, la [résolution](#) du Parlement européen du 10 février 2021 sur le Rapport annuel de la BCE pour 2020 et la [communication](#) de la Commission européenne du 19 janvier 2021 intitulée « Système économique et financier européen : favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience ».

¹¹⁸ Cf. « [L'Eurosystème lance un projet d'euro numérique](#) », communiqué de presse, BCE, 14 juillet 2021.

¹¹⁹ Cf. la [lettre](#) de Fabio Panetta adressée à Irene Tinagli, membre du Parlement européen, concernant la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE de lancer la phase d'étude d'un projet d'euro numérique.

¹²⁰ Cf. « [ECB intensifies technical work on digital euro with the European Commission](#) », *MIP NEWS*, BCE, 19 janvier 2021.

¹²¹ Cf. Panetta (F.), « [Un euro numérique pour répondre aux attentes des Européens](#) », Remarques introductives à la commission ECON du Parlement européen, Francfort-sur-le-Main, 14 avril 2021 et « [Un euro numérique pour les paiements de détail de demain](#) », Remarques introductives à la commission ECON du Parlement européen, Bruxelles, 18 novembre 2021.

présidente de la BCE a exposé les points de vue de la BCE sur un euro numérique en réponse à plusieurs questions écrites de députés européens ¹²².

Les ministres des Finances de la zone euro ont discuté à plusieurs reprises de l'euro en tant que monnaie numérique. L'Eurogroupe a fait le point à ce propos en avril et en juillet 2021, lorsqu'il a été convenu d'organiser des discussions régulières au sein de l'Eurogroupe sur les implications qui en découlent ¹²³. La première de ces discussions ministérielles a eu lieu en novembre 2021. Elle était centrée sur les objectifs stratégiques et sur les utilisations de l'euro numérique dans le contexte international et avait été préparée au cours d'un séminaire technique avec les États membres ¹²⁴.

Encadré 12

La nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux du point de vue de l'Eurosystème

En vue de répondre au besoin mondial de réserves à long terme, de renforcer les liquidités mondiales et d'aider les pays à mieux faire face à la crise liée à la pandémie, le Fonds monétaire international (FMI) a procédé le 23 août 2021 à une nouvelle allocation générale de droits de tirage spéciaux (DTS) ¹²⁵ d'un montant équivalent à quelque 650 milliards de dollars des États-Unis, triplant largement le montant des DTS existants. L'ensemble des pays membres du FMI, incluant tous les États membres de l'UE, ont reçu des DTS proportionnellement à leurs quotes-parts versées au FMI. N'étant pas membre du FMI, la BCE n'a pas obtenu de DTS. Néanmoins, sa qualité de détenteur agréé de DTS lui permet de réaliser des opérations en DTS.

Les pays peuvent détenir des DTS en complément de leurs avoirs de réserve ou les convertir en monnaies librement utilisables. Ce type de conversion s'effectue principalement sur le marché des DTS qui est approvisionné par les membres du FMI ayant convenu d'acheter et de vendre des DTS et ayant signé des accords d'échange volontaire (*voluntary trading arrangements*, VTA). Le FMI agit en tant qu'intermédiaire en mettant en relation les vendeurs et les acheteurs de DTS. Un marché de DTS pleinement fonctionnel soutient l'objectif de la nouvelle allocation. Avant l'application de l'allocation réelle, les banques centrales de l'Eurosystème se sont donc accordées sur une révision de leurs VTA, avec l'ambition de relever proportionnellement la capacité d'absorption globale et d'ajuster une série d'éléments opérationnels en vue d'une plus grande harmonisation au sein de l'Eurosystème. Le fonctionnement harmonieux des VTA serait également

¹²² Cf. la [lettre](#) adressée le 22 décembre 2020 par la présidente de la BCE à M. Marco Zanni, Mme Francesca Donato, M. Valentino Grant et M. Antonio Maria Rinaldi, députés européens ; la [lettre](#) adressée le 21 janvier 2021 par la présidente de la BCE à M. Chris MacManus, député européen ; la [lettre](#) adressée le 5 février 2021 par la présidente de la BCE à Mme Julie Lechanteux, députée européenne ; et la [lettre](#) adressée le 29 octobre 2021 par la présidente de la BCE à M. Gunnar Beck, député européen.

¹²³ Cf. les remarques et les lettres de synthèse du président de l'Eurogroupe après les réunions de l'Eurogroupe du 16 avril 2021 ([remarques](#), [lettre de synthèse](#)) et du 12 juillet 2021 ([remarques](#), [lettre de synthèse](#)).

¹²⁴ Cf. les [remarques](#) et la [lettre de synthèse](#) du président de l'Eurogroupe après la réunion de l'Eurogroupe du 8 novembre 2021.

¹²⁵ Le DTS est un avoir de réserve international créé par le FMI en 1969. Il s'agit d'une créance potentielle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du FMI et sa valeur repose sur un panier de cinq devises : le dollar des États-Unis, l'euro, le renminbi chinois, le yen japonais et la livre sterling.

un élément clé pour le fonctionnement efficace du *Resilience and Sustainability Trust* (RST) qui doit être développé et instauré par le FMI dans un futur proche.

Fin 2021, 35 pays membres du FMI (dont 17 États membres de la zone euro, avec les nouveaux VTA récemment signés par la Lituanie et l'Estonie) et un détenteur agréé (la BCE) avaient adopté des VTA, fournissant une capacité d'acquisition totale ¹²⁶ de 240 milliards de DTS et une capacité de vente de 123 milliards de DTS. L'Eurosystème contribue dès lors à apporter de la cohésion aux efforts mondiaux pour renforcer les liquidités et soutenir la reprise post-pandémie.

¹²⁶ Capacité de répondre aux ventes et achats de DTS, respectivement, du point de vue des parties initiatrices.

11 Bonne gouvernance et plus grande durabilité sociale et environnementale à la BCE

En 2021, la BCE s'est engagée à commencer à rendre compte de manière holistique des sujets liés à la durabilité dans les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) susceptibles d'intéresser les parties prenantes internes et externes. À cet effet, des actions ont été lancées afin d'élargir le cadre de déclaration environnementale existant de la BCE pour y inclure les questions sociales, de gouvernance, et celles liées aux employés, en tenant compte des exigences de la directive sur la publication d'informations non financières ¹²⁷. Ce chapitre résume l'approche de la BCE concernant ces thèmes, qui ont été identifiés par un exercice d'évaluation de l'importance relative. Cet exercice a été crucial pour, d'une part, définir le contenu de la déclaration et, d'autre part, pour étayer l'imminente révision de la stratégie opérationnelle de la BCE, en vue d'intégrer davantage la durabilité dans la gouvernance de l'organisation.

11.1 Gestion de la durabilité et des répercussions et risques y afférents

En 2021, la BCE a identifié ses thèmes clés associés à la durabilité par le biais d'un exercice d'évaluation de l'importance relative coordonné par un groupe de travail interne qui regroupait les domaines pertinents de l'ensemble de l'organisation. La première partie de l'évaluation impliquait la sélection des thèmes liés à la durabilité sur la base des recommandations, des normes et des valeurs de référence de durabilité actuelles, ainsi que sur la base d'une analyse du contexte de la BCE et des attentes des parties prenantes concernées. La seconde partie comportait un engagement actif avec des contreparties internes et externes, y compris des représentants des banques centrales nationales (BCN), des institutions européennes et de certains des principaux prestataires de services externes de la BCE.

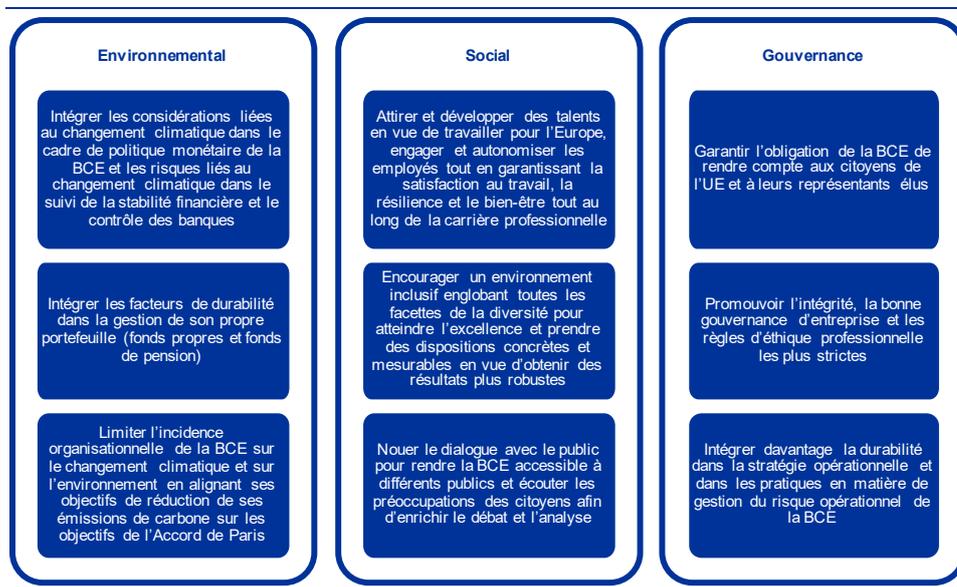
La pertinence (c'est-à-dire l'importance relative) des thèmes a été évaluée en tenant compte des perspectives tant internes qu'externes sur les problématiques inhérentes à la durabilité qui touchent l'organisation et l'incidence de l'organisation sur la société et sur l'environnement. Les thèmes importants identifiés ont ensuite été présentés au directoire et ont été utilisés pour définir les principaux thèmes de publication du Rapport annuel (cf. figure 11.1).

En 2021, la BCE a procédé à son premier exercice d'évaluation de l'importance relative afin d'identifier les principaux thèmes environnementaux, sociaux et liés à la gouvernance pour l'organisation

¹²⁷ Directive (UE) 2014/95 du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive (UE) 2013/34 en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes (JO L 330 du 15.11.2014, p. 1).

Figure 11.1

Thèmes importants liés à la durabilité de la BCE



Source : BCE.

La BCE traite également les risques en matière de durabilité dans le cadre de la gouvernance de sa gestion des risques opérationnels. Comme décrit plus loin dans le chapitre « Gestion des risques » des Comptes annuels, la gestion du risque opérationnel fait partie intégrante de la structure de gouvernance de la BCE ¹²⁸. La BCE a mis en place des processus de gestion qui facilitent une gestion effective de tous les risques opérationnels, y compris tous types de risques et d'opportunités environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Dans la pratique, les risques et opportunités ESG sont considérés, entre autres, dans le contexte des exercices annuels de mise à jour du risque et de la résilience. Ils se reflètent dans l'évaluation environnementale des tendances émergentes qui servent de contenu pour les discussions avec les hauts responsables. Ils sont également considérés lors de l'identification, de l'évaluation, de la réponse à, de la déclaration et du contrôle des risques opérationnels, des incidents et des contrôles des domaines d'activité, soit dans le cadre des exercices annuels soit de manière ponctuelle tout au long de l'année dans le cadre de la gestion journalière.

11.2

Le renforcement de l'éthique et de l'intégrité

La BCE promeut activement la sensibilisation de son personnel aux questions d'éthique

La BCE a mis au point de nouvelles initiatives, comme l'« *Ethics Awareness Week* », les « *Open Ethics Days* » pour les nouveaux collaborateurs et des sessions de formation spécialisées pour informer le personnel plus efficacement et plus durablement sur les règles d'éthique. Tous les membres du personnel nouvellement recrutés doivent par ailleurs participer à une session d'apprentissage en ligne

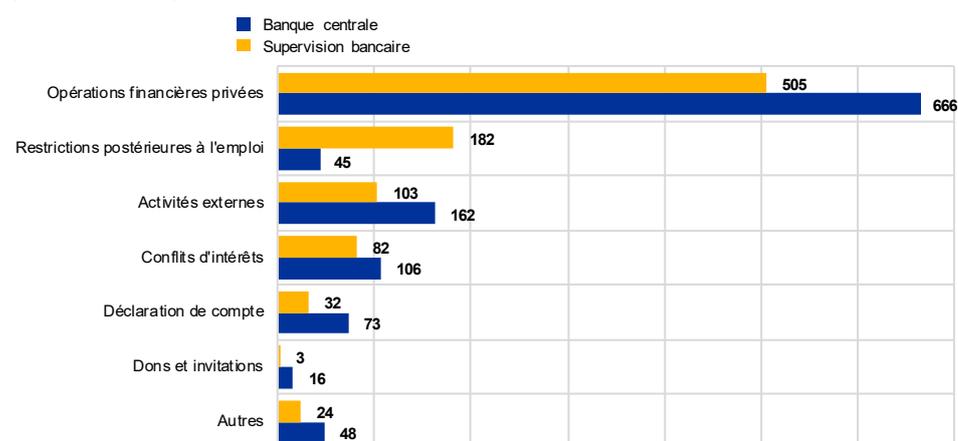
¹²⁸ Des informations détaillées sur la structure de gouvernance de la BCE sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

obligatoire baptisée « *Being ethical* ». Ces initiatives visent à renforcer l'actuel cadre d'éthique professionnelle pour l'ensemble du personnel, qui constitue la pierre angulaire de l'engagement de la BCE dans la promotion de l'intégrité, de la bonne gouvernance et des [règles d'éthique professionnelle les plus strictes](#). Les membres du personnel de la BCE ont connaissance du cadre d'éthique professionnelle et le mettent en œuvre : en 2021, le Bureau de conformité et de gouvernance – l'organe chargé de contrôler le respect par la BCE des règles d'éthique et de gouvernance – a répondu à plus de 2 000 demandes portant sur une grande variété de sujets provenant, à parts pratiquement égales, des membres du personnel chargés des activités de banque centrale et de ceux responsables de la supervision bancaire. Près de 60 % de ces demandes concernaient des opérations financières privées, suivies par des demandes relatives aux activités extérieures et aux restrictions postérieures à l'emploi (cf. graphique 11.1). Les contrôles de conformité, qui ont été menés avec l'aide d'un cabinet d'audit externe, ont confirmé que les membres du personnel comme les membres des organes de haut niveau de la BCE respectaient globalement les règles relatives aux transactions financières privées.

Graphique 11.1

Vue d'ensemble des demandes de conseils du personnel de la BCE reçues en 2021

(nombre de demandes)



Source : BCE.

2021 a été la première année complète d'activité de l'outil de lancement d'alerte, un outil de signalement numérique en ligne opérationnel depuis octobre 2020 permettant au personnel de signaler des infractions présumées aux obligations professionnelles. Dans le courant de l'année, un mélange de rapports anonymes et nominatifs ont été soumis (dans les deux cas par le biais de l'outil de lancement d'alerte et d'autres canaux), portant sur une grande diversité de sujets allant d'infractions en matière de dignité au travail à la fraude ou au détournement. Chacun des signalements fait l'objet d'une évaluation préliminaire, sur la base de quoi de nouvelles mesures peuvent être prises. S'agissant des responsables de haut niveau de la BCE, le comité d'éthique professionnelle a continué de fournir des conseils sur la mise en œuvre du [code de conduite](#) unique et a examiné les déclarations d'intérêts des membres du directoire, du Conseil des gouverneurs et du conseil de surveillance prudentielle avant leur publication sur les sites internet de la BCE. Par

La révision des recommandations en matière d'éthique devrait encore améliorer et harmoniser les régimes d'éthique des BCN de l'Eurosystème et des ACN

ailleurs, le comité d'éthique professionnelle a émis un nombre élevé d'avis, dont la majorité avait trait à des activités menées à titre personnel et à des activités postérieures à l'emploi ¹²⁹.

Au niveau de l'Eurosystème et du Mécanisme de surveillance unique (MSU), à la suite de l'examen régulier, le Conseil des gouverneurs a adopté de nouvelles recommandations en matière d'éthique ¹³⁰, qui établissent des normes d'intégrité renforcées pour toutes les banques centrales de la zone euro et les autorités compétentes nationales. En vue de lutter plus efficacement contre les conflits d'intérêts, les recommandations renforcent les dispositions antérieures et postérieures à l'emploi et les règles relatives aux opérations financières d'ordre privé. Les banques centrales de l'Eurosystème et les autorités compétentes nationales (ACN) sont tenues de mettre en œuvre les nouvelles obligations dans un délai de 18 mois.

Ce réexamen avait été mené par le groupe de travail rassemblant les responsables des questions de conformité et d'éthique (*Ethics and Compliance Officers Task Force*, ECTF), un forum qui a été transformé en une conférence sur l'éthique et la conformité en 2021. Le Conseil des gouverneurs a estimé que cette nouvelle forme refléterait mieux la pérennité du groupe, son champ d'action portant sur l'ensemble de l'Eurosystème et du MSU et sur l'importance croissante des questions d'éthique et de conformité de manière générale.

Au niveau international, la BCE a eu le privilège d'accueillir le Réseau Déontologie des organisations multilatérales (*Ethics Network of Multilateral Organisations*, ENMO), un événement qui a été ouvert par la présidente de la BCE et a rassemblé des hauts responsables des questions d'éthique de plus de quarante institutions intergouvernementales multilatérales afin d'échanger sur leurs meilleures pratiques, les questions éthiques d'actualité et les défis rencontrés.

11.3 Renforcer la transparence et nouer le dialogue avec le public

« Nous nous efforçons constamment de mieux nous faire comprendre des citoyens de la zone euro, dont nos mesures influencent le quotidien », Christine Lagarde, présidente de la BCE, 2021

En 2021, la BCE a pris des mesures importantes afin de mieux se faire comprendre du grand public, notamment grâce aux innovations mises en place dans sa communication relative à la politique monétaire (cf. encadré 3). Parallèlement, la BCE a continué de transformer en opportunités les défis posés par la pandémie en concevant de nouveaux moyens d'atteindre différents publics. Elle a continué de respecter son engagement en matière d'accessibilité des documents, une composante essentielle de sa transparence et de son obligation de rendre compte. La BCE s'est également investie dans un échange avec les citoyens dans le but de

¹²⁹ Les avis du comité d'éthique professionnelle sur les activités rémunérées exercées après la cessation des fonctions et les conflits d'intérêts sont publiés sur le site internet de la BCE.

¹³⁰ L'orientation (UE) 2021/2253 de la Banque centrale européenne du 2 novembre 2021 établissant les principes d'un cadre d'éthique professionnelle pour l'Eurosystème (BCE/2021/49) (JO L 454 du 17.12.2021, p. 7) et l'orientation (UE) 2021/2256 de la Banque centrale européenne du 2 novembre 2021 établissant les principes du cadre d'éthique professionnelle pour le mécanisme de surveillance unique (BCE/2021/50) (JO L 454 du 17.12.2021, p. 21).

favoriser une meilleure compréhension du rôle qu'elle remplit et de la logique qui sous-tend ses décisions.

Entretenir le contact durant la pandémie : renforcer la communication virtuelle avec le grand public



En réponse à la pandémie, la BCE a étendu son rayonnement numérique et renforcé sa communication en ligne

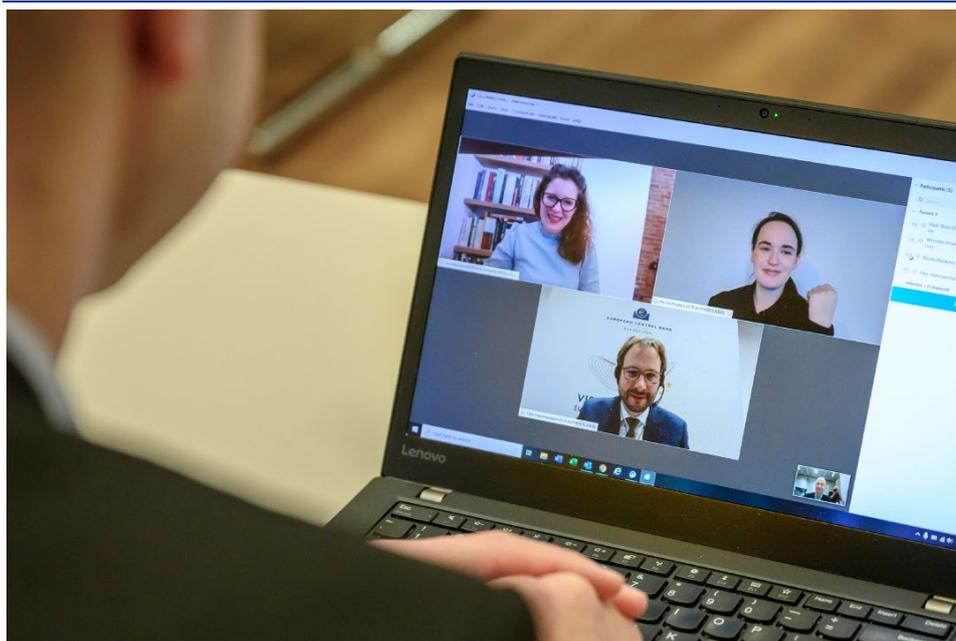
Afin d'améliorer sa présence en ligne et de mieux se faire comprendre par un public plus vaste, la BCE a profondément remanié ses sites internet en 2021. Tant le [site de la BCE](#) que le [site de la BCE consacré à la supervision bancaire](#) présentent désormais une ligne plus actuelle et ont été dotés d'une mise en page modernisée et d'une navigation améliorée, également compatible avec les appareils mobiles. Cette nouvelle apparence suit les approches modernes de la conception numérique, mettant l'accent sur des visuels parlants, sur une meilleure lisibilité et sur une manière attrayante de présenter les travaux de la BCE et de sa supervision bancaire. De larges pans des sites internet, en particulier les pages d'accueil dédiées aux différents thèmes, sont disponibles dans les 24 langues officielles de l'UE. La navigation sur ces pages en particulier a plus que doublé depuis la mise en ligne des nouvelles moutures des sites internet de la BCE.

Les formats de communication modernes tels que le blog de la BCE et son podcast ont continué d'attirer les visiteurs et ont constitué des canaux efficaces pour apporter des éclaircissements sur les positions des responsables de la politique monétaire sur des sujets importants, comme les dernières décisions de la BCE, le lancement d'un euro numérique ou le rôle des banques centrales dans la lutte contre le changement climatique. Le nombre de personnes suivant les podcasts de la BCE a augmenté, en particulier auprès d'un public plus jeune. Les séquences postées ont couvert une large gamme de thèmes, allant de l'inflation à l'utilisation des métaphores animales dans le discours de la banque centrale en passant par le positionnement des femmes à des postes clés et l'égalité des genres. À titre d'exemple, la séquence consacrée à une discussion entre la présidente de la BCE Christine Lagarde, la présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen et la secrétaire au Trésor américain Janet Yellen sur les femmes au pouvoir, une reprise économique inclusive à la suite de la pandémie de COVID-19 et la coopération transatlantique a été écoutée à 22 909 reprises.

Au plus fort de la pandémie, les médias sociaux de la BCE ont constitué un moyen supplémentaire de s'adresser au grand public et d'interagir directement avec lui. En 2021, le nombre d'abonnés aux médias sociaux de la BCE s'est globalement accru de 15 %. La séance de questions et réponses organisée sur Twitter en avril 2021 avec le membre du directoire Isabel Schnabel a établi un nouveau record pour ce type d'événements puisque les réponses de Mme Schnabel aux tweets reçus ont été vues jusqu'à deux millions de fois. Cet événement organisé sur les médias sociaux lui a permis de répondre aux questions des citoyens sur une grande diversité de sujets, des taux d'intérêt négatifs aux conseils à donner aux femmes qui souhaiteraient faire carrière à la BCE.

Pour renforcer encore les efforts de communication avec les citoyens et expliquer la politique de la BCE en dépit des restrictions d'interaction physique imposées par la pandémie, le Centre des visiteurs de la BCE a étendu l'accès à ses conférences virtuelles au grand public. Il a aussi complété cette initiative avec de nouvelles activités telles que des présentations virtuelles proposées par le Centre ainsi que des conférences préenregistrées.

Conférence virtuelle proposée par le Centre des visiteurs



Maintenir la transparence et nouer le dialogue avec les citoyens

La BCE a tenu son engagement de garantir la transparence et a investi dans de nouveaux moyens de communication avec les citoyens de l'UE

Le [régime de la BCE en matière d'accès du public](#) à ses documents constitue un pan important de sa politique en matière de transparence. Il a été pensé de façon à améliorer la transparence et la légitimité démocratique de la BCE en permettant au grand public d'avoir largement accès à ses documents, tout en garantissant une protection adéquate de son indépendance et de son fonctionnement. La BCE a activement encouragé la publication spontanée de documents, allant de documents historiques antérieurs à sa création à des documents présentant un intérêt pour le grand public. Enfin, la publication de documents divulgués en réponse à une demande d'accès émanant du public a constitué un moyen toujours plus fréquent de renforcer et de mettre en pratique l'engagement de la BCE en matière de transparence. Aucun cas de mauvaise gestion dans le cadre du traitement par la BCE des demandes d'accès du public n'a été mis au jour par le Médiateur européen.

En septembre 2021, la BCE a lancé [Vos questions](#), une nouvelle page internet dédiée aux questions du public. Ce nouvel outil facilite l'interaction de la BCE avec les citoyens en ce qu'il leur permet de communiquer avec la BCE et d'obtenir directement et proactivement des informations sur des questions fréquemment posées. En 2021, l'équipe de la BCE chargée de gérer les demandes de

renseignement du public a traité 25 189 requêtes, ce qui a permis aux citoyens de prendre la parole, d'exprimer leurs craintes et leurs attentes, et à la BCE d'expliquer dans un langage clair son mandat, ses missions et ses décisions.

Page internet « Vos questions »

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE | EUROSISTÈME LANGUE: FR

À propos de la BCE | Médias | Recherche et publications | Statistiques | Politique monétaire | L'euro | Paiements et marchés | Carrières | Supervision bancaire

Home > Services > Vos questions

Vos questions

Nous sommes la banque centrale de la zone euro, au service de plus de 340 millions d'Européens. Nous œuvrons au maintien de la stabilité des prix et nous contribuons à la solidité des banques.

Vous souhaitez savoir quelles décisions nous prenons à la Banque centrale européenne (BCE) et comment elles influencent votre vie de tous les jours ? Voyez ce qui suit et posez-nous vos questions ! En 2020, nous avons traité plus de 16 000 demandes reçues de partout dans le monde.

Nous nous efforçons d'être transparents, accessibles et compris par nos concitoyens

Ce que nous faisons

- À propos de la BCE
- Politique monétaire
- Supervision bancaire
- Euro et systèmes de paiement
- Changement climatique
- Notre réponse face à la crise du coronavirus

La série de séminaires de la BCE consacrés à la société civile s'est aussi poursuivie régulièrement en 2021. Trois événements ont ainsi été organisés en présence de représentants d'organisations de la société civile à l'échelle européenne. Ceux-ci ont eu la possibilité de procéder à des échanges de vues avec des experts de la BCE sur des sujets divers, allant des évolutions macroéconomiques dans la zone euro à l'issue de la révision de la stratégie de la BCE en passant par la stratégie de l'institution dans le domaine des paiements de détail.

11.4 Encourager la résilience, l'autonomisation et la diversité parmi nos collègues

Consciente du fait que ses performances dépendent des personnes qui travaillent pour elle, la BCE s'efforce d'attirer et de développer des talents diversifiés pour servir l'Europe. Pour y parvenir, elle a mis en place des politiques et des mécanismes visant à mobiliser et à autonomiser les personnes qu'elle emploie, tout en veillant à la satisfaction au travail, à la résilience et au bien-être tout au long de leur carrière professionnelle. Ces politiques évoluent également au gré des mutations de l'environnement extérieur. Elles s'intègrent dans les efforts consentis par la BCE pour offrir un lieu de travail inclusif qui permette aux travailleurs de tendre vers l'excellence et qui contribue à aider la BCE à remplir son mandat.

Bien-être et développement

Les collaborateurs de la BCE ont travaillé principalement à distance en 2021 en raison de la pandémie. La santé physique et mentale des travailleurs de la BCE, la cohésion d'équipe et les conditions de travail ont été au cœur de bon nombre d'activités organisationnelles.

Trois sondages assortis d'un taux de participation moyen de 60 % ont été menés auprès des collaborateurs, les interrogeant sur leur santé mentale et sur la cohésion d'équipe et les invitant à s'exprimer sur les mesures de soutien mises en place par la BCE. L'enquête de février 2021 a mis en évidence un net déclin du bien-être des travailleurs et une dégradation de l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée. Les deux éditions suivantes, en juin et en novembre, ont fait état d'améliorations, à la faveur des mesures prises par la BCE en réaction aux précédents résultats et de l'évolution globale dans la dynamique de la pandémie.

La BCE a lancé plusieurs initiatives visant à remédier aux craintes que ses travailleurs ont exprimées dans les enquêtes. Le Centre virtuel pour le bien-être a renforcé son offre de services de conseil social, de formations et a proposé des webinaires bihebdomadaires sur des questions de santé et de bien-être, accessibles à l'ensemble du personnel et complétés par cinq podcasts thématiques produits en interne. La satisfaction du personnel quant aux décisions de la BCE à l'égard de la santé et de la sécurité de ses travailleurs a avoisiné les 80 % dans les trois enquêtes.

La BCE a fait le nécessaire pour proposer à ses collaborateurs, aux membres de leur famille et aux consultants critiques sur site de se faire vacciner gratuitement contre la COVID-19 dans ses locaux par la Croix-Rouge allemande. Globalement, quelque 2 000 personnes ont été pleinement vaccinées pendant l'été, et 400 doses supplémentaires ont été administrées en décembre 2021 (y compris les doses dites « booster »). D'après un sondage réalisé en interne, dont le taux de participation s'est élevé à 65 %, 91 % des participants présentent une couverture vaccinale complète.

La santé mentale, la cohésion et l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée en ligne de mire

Vaccination contre la COVID-19

Mise en place de nouvelles mesures pour l'accueil des nouveaux collaborateurs

En 2021, la BCE a accueilli avec succès quelque 850 nouveaux collaborateurs. La pandémie a touché disproportionnellement les plus jeunes travailleurs et les nouveaux engagés à travers le monde. Les sondages menés auprès du personnel ont également mis en évidence la vulnérabilité particulière de cette population dans un environnement de télétravail généralisé. Pour y remédier, la BCE a réajusté son programme d'accueil des nouveaux engagés et a mis au point des formules de bien-être spécifiques pour ce groupe.

Les cadres ont été formés pour faciliter l'intégration des collègues à distance et des réunions de suivi spécifiques ont été organisées pour les nouveaux engagés. Par ailleurs, en collaboration avec d'autres institutions du Système européen de banques centrales (SEBC) et du Mécanisme de surveillance unique (MSU), la BCE a lancé un jeu collaboratif en ligne à l'intention des nouvelles recrues. Le jeu a été conçu pour présenter les nouveaux membres du personnel sur l'ensemble du continent européen et a permis de mettre en relation quelque 2 000 personnes issues de 30 institutions différentes.

Les initiatives en matière de formation et de développement revisitées

Depuis l'éclatement de la pandémie, la BCE a repensé ses initiatives en matière de formation et de développement, passant de formules de cours dispensés essentiellement en classe à des modules proposés intégralement à distance. Tout au long de l'année 2021, cette approche a permis aux membres du personnel de la BCE de poursuivre leur développement professionnel en assistant à 1 421 sessions virtuelles sur une multitude de sujets, axés tantôt sur des compétences techniques tantôt sur des aptitudes comportementales. Un programme réservé à la gestion d'équipes à distance et dans un environnement hybride a été proposé et les cadres ont également pu bénéficier d'un accompagnement individuel ou en groupe.

L'année sous revue a été la deuxième de la mise en place du nouveau cadre de carrière de la BCE et a constitué la première occasion d'en évaluer les résultats. Un exercice de vérification approfondi a été mené et a confirmé l'incidence positive du cadre. L'approche visant à donner la priorité aux talents internes a débouché sur un ratio de promotions plus élevé et sur un taux de mobilité horizontale inédit. Qui plus est, cet exercice a aussi permis de dégager des pistes afin d'améliorer encore l'efficacité du dispositif.

Diversité et inclusion

La stratégie pour l'égalité des genres 2020-2026 de la BCE a fixé des objectifs ambitieux en la matière, accompagnés de mesures de soutien liées au recrutement et à la promotion, à la culture et à la responsabilité, ainsi qu'au développement des compétences de leadership et au travail flexible. En 2021, la BCE a conçu un nouveau programme de mentorat et diffusé un recueil de recommandations à l'intention des cadres concernant l'attribution de tâches essentielles à la carrière. Elle a également accepté de doubler le nombre de jours de congé spécial octroyés pour la naissance et l'adoption d'un enfant au second parent dans le but de soutenir toutes les familles et de promouvoir un partage plus équilibré des responsabilités familiales.

Encourager un environnement de travail inclusif

Au-delà de la diversité des genres, la BCE a également œuvré – avec l'appui de [six réseaux pour la diversité](#) – en vue de favoriser un environnement de travail inclusif en suscitant une prise de conscience et en promouvant l'inclusion de différents groupes, comme les collègues présentant un handicap ainsi que ceux issus de communautés culturelles diverses et de la communauté LGBT+. En 2021, la BCE a lancé un programme de leadership inclusif adressé à ses cadres, de même que plusieurs modules d'apprentissage en ligne destinés à l'ensemble de son personnel dans le but d'amener les comportements individuels sur la voie d'une culture plus inclusive à la BCE. Ces initiatives abordaient la diversité et l'inclusion sous différents angles et couvraient des sujets tels que les différentes facettes de la diversité, les préjugés inconscients et la dignité au travail.

La publication de statistiques relatives à la nationalité

La BCE est une institution européenne majeure et ses employés sont originaires des 27 États membres de l'UE ¹³¹. Dans le but de renforcer la transparence concernant l'un des principaux domaines qui font sa diversité, la BCE a décidé de publier des statistiques relatives aux nationalités ¹³² de l'ensemble de son personnel ainsi que de ses cadres séparément (cf. tableau 11.1). Des données à jour sont fournies chaque année dans le présent *Rapport*.

¹³¹ Bien que le Royaume-Uni ne soit plus un État membre de l'UE, la nationalité britannique est aussi incluse dans un souci de continuité.

¹³² Les chiffres sont basés sur les déclarations de nationalité effectuées par les membres du personnel eux-mêmes. La BCE exige des membres de son personnel qu'ils déclarent au moins une nationalité de l'UE, sachant qu'il est obligatoire de déclarer la nationalité allemande pour déterminer les indemnités.

Tableau 11.1

Partis des membres du personnel et des cadres de la BCE par nationalité

Nationalité	Ensemble du personnel	Cadres
Autrichienne	2,2 %	2,1 %
Belge	2,3 %	2,7 %
Britannique	4,6 %	3,8 %
Bulgare	2,1 %	0,7 %
Croate	1,0 %	0,3 %
Chypriote	0,5 %	0,5 %
Tchèque	0,8 %	0,2 %
Danoise	0,6 %	0,9 %
Néerlandaise	3,0 %	5,7 %
Estonienne	0,6 %	0,5 %
Finlandaise	1,4 %	0,9 %
Française	7,2 %	10,8 %
Allemande	27,7 %	31,3 %
Grecque	5,0 %	3,6 %
Hongroise	1,5 %	0,9 %
Irlandaise	3,2 %	3,4 %
Italienne	14,0 %	13,0 %
Lettone	0,7 %	0,5 %
Lituanienne	0,8 %	0,3 %
Luxembourgeoise	0,2 %	0,3 %
Maltaise	0,3 %	-
Polonaise	3,0 %	1,2 %
Portugaise	3,0 %	3,1 %
Roumaine	3,7 %	0,2 %
Slovaque	0,7 %	-
Slovène	1,1 %	0,9 %
Espagnole	8,0 %	11,8 %
Suédoise	0,8 %	0,5 %

Source : BCE.

Notes : Le tableau 11.1 montre la proportion de membres du personnel de la BCE et de ses cadres par nationalité ; les membres du personnel qui possèdent plusieurs nationalités sont comptabilisés pour chaque nationalité déclarée. « Ensemble du personnel » fait référence à tous les collaborateurs, cadres compris, qui étaient occupés sous contrat à durée indéterminée, sous contrat à durée déterminée convertible ainsi que sous contrat à durée déterminée non convertible au 31 décembre 2021. « Cadres » renvoie aux bandes salariales I à M. Les totaux peuvent excéder 100 % en raison des arrondis.

Un nouveau canal pour la résolution de conflits

En 2021, la BCE a également décidé de créer une fonction de médiation interne (proposant des activités semblables à celles d'un médiateur). Cette nouvelle fonction sera indépendante. Le médiateur aidera les parties impliquées dans un différend lié au travail à le résoudre dans la plus stricte confidentialité et en toute impartialité. Les services de médiation seront accessibles à tout le personnel et pourront être sollicités à tout moment sans procédure formelle. Le recours aux services de médiation se fera sur une base volontaire. Ce nouveau canal informel viendra compléter les canaux formels et informels existants pour la résolution des conflits.

Création d'une fonction de médiation interne

11.5 La lutte contre le changement climatique et ses répercussions sur l'environnement

Les travaux consacrés au changement climatique sont une priorité absolue pour la BCE, et ils continueront de l'être au cours des prochaines années. À cet égard, la BCE a pris des mesures concrètes visant à intensifier les initiatives qu'elle prend en la matière dans le cadre de son mandat et de ses domaines de compétence. La présente section donne un aperçu des principales réalisations et activités de la BCE dans ce domaine et présente les travaux à venir : d'abord, elle expose les travaux menés concernant les principaux thèmes stratégiques auxquels se consacre le centre du changement climatique (CCC) (cf. encadré 13) ; ensuite, elle décrit la contribution de la BCE au débat politique européen et international ; enfin, elle passe en revue les travaux en cours dans d'autres domaines d'activité de la BCE.

État d'avancement des travaux consacrés au changement climatique menés à la BCE

Considérer les risques climatiques qui pèsent sur la stabilité financière, la supervision bancaire et le cadre prudentiel

S'agissant de la stabilité financière et de la politique prudentielle, la BCE s'est concentrée sur la manière d'aborder et d'éventuellement intégrer les risques climatiques dans le cadre prudentiel, de développer un cadre de surveillance des risques comprenant des mesures des risques climatiques et des expositions du système financier, ainsi que sur la façon de renforcer les évaluations prospectives de l'incidence des risques climatiques sur les intermédiaires financiers (par exemple par le biais de tests de résistance climatique spécifiques). Cette thématique se penche également sur l'effet des politiques d'atténuation et d'adaptation sur les établissements et les marchés financiers afin de comprendre comment ils peuvent soutenir au mieux une transition verte et alléger le coût macroéconomique du changement climatique. La BCE surveille les risques liés au climat qui pèsent sur les établissements financiers et sur les sociétés financières et les évalue à intervalles réguliers dans sa *Financial Stability Review*¹³³ et dans les rapports de la BCE publiés conjointement avec le CERS¹³⁴. En septembre 2021, elle a publié la méthodologie et les résultats du test de résistance climatique mené à l'échelle de l'ensemble de l'économie¹³⁵. Le test de résistance climatique prudentiel qui sera mené en 2022 par la supervision bancaire de la BCE en vue de mesurer le degré de préparation des banques à l'évaluation des risques climatiques s'appuiera également sur les résultats de cet exercice¹³⁶. Dans le domaine de la supervision bancaire, la BCE a publié en novembre 2020 un Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. En 2021, elle a demandé aux banques de procéder à des auto-évaluations à la lumière de ce guide et d'élaborer des plans d'action. En

¹³³ Cf. « *Financial Stability Review* », BCE, mai 2019 et « *Financial Stability Review* », BCE, mai 2021.

¹³⁴ Cf. ECB/ESRB Project Team on climate risk monitoring, « *Climate-related risk and financial stability* », BCE, juillet 2021.

¹³⁵ Cf. « *ECB economy-wide climate stress test – methodology and results* », *Occasional Paper Series*, n° 281, BCE, septembre 2021.

¹³⁶ Cf. « *Climate risk stress test – SSM stress test 2022* », *ECB Banking Supervision Report*, octobre 2021.

Intégration des risques liés au climat dans les modèles macroéconomiques et les considérations de politique monétaire

2022, la supervision bancaire de la BCE procédera à un examen prudentiel complet des pratiques des banques en matière de gestion des risques et de divulgation.

Dans les domaines de l'analyse macroéconomique et de la politique monétaire, la BCE évalue les risques macroéconomiques induits par le changement climatique et les politiques en la matière, ainsi que leurs implications pour les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et pour l'évaluation des risques, y compris en ce qui concerne la transmission de la politique monétaire ¹³⁷. Dans ce contexte, les experts de la BCE suivent de près les évolutions macroéconomiques liées au système d'échange de quotas d'émission de l'UE ¹³⁸, de même qu'ils analysent les implications macroéconomiques et structurelles des politiques de transition adoptées aux niveaux national et européen. Conformément au [plan d'action](#) (cf. encadré 2), cette thématique vise à intégrer les risques climatiques aux modèles macroéconomiques « phares » de la BCE et envisage le développement de nouveaux modèles pour étudier des questions spécifiques liées au climat pertinentes à l'égard des évolutions macroéconomiques et de la politique monétaire. Des analyses sont également en cours aux fins de mieux comprendre comment le changement climatique affecte la transmission de la politique monétaire. Ces activités incluent également des travaux conceptuels quant à la manière de prendre en compte le changement climatique dans les opérations de politique monétaire de la BCE, notamment l'évaluation des biais potentiels dans l'allocation au marché au vu des inefficiences du marché et des avantages et inconvénients des allocations alternatives.

Intégration des considérations relatives au changement climatique dans le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire

Dans le cadre des opérations sur les marchés financiers et de la gestion des risques de l'Eurosystème, la BCE s'emploie à mettre en œuvre le [plan d'action](#) climatique convenu afin d'intégrer les considérations relatives au changement climatique dans le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire (cf. encadré 2). Elle analyse les risques financiers pesant sur l'Eurosystème qui découlent de ses expositions liées à la politique monétaire, notamment par le biais d'un test de résistance climatique du bilan de l'Eurosystème. En 2021, cette thématique s'est concentrée sur l'élaboration du plan d'action qui a ensuite été approuvé par le Conseil des gouverneurs. Depuis lors, la préparation de la mise en œuvre concrète de la feuille de route convenue pour le plan d'action a débuté. En outre, la BCE a commencé à accepter au titre de garanties et dans le cadre de ses achats d'actifs certaines obligations pour lesquelles le paiement du coupon est lié à des objectifs de durabilité ¹³⁹.

L'Eurosystème a également annoncé une position commune sur des principes d'investissement durable et responsable (*sustainable and responsible investment*, SRI) liés au changement climatique qui concernent des portefeuilles libellés en euros ne relevant pas de la politique monétaire, de même qu'il a entamé un exercice d'acquisition de données à l'échelle de l'Eurosystème afin de choisir des fournisseurs de services de données appropriés. Il commencera à divulguer des

¹³⁷ Cf. groupe de travail sur le changement climatique, « [Climate change and monetary policy in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 271, BCE, septembre 2021.

¹³⁸ Cf. l'encadré intitulé « [Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

¹³⁹ Cf. « [La BCE va admettre en garantie des obligations liées à des objectifs de développement durable](#) », communiqué de presse, BCE, 22 septembre 2020.

informations relatives au climat concernant ces portefeuilles et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE au premier trimestre 2023.

Contributions de la BCE aux initiatives de l'UE relatives au changement climatique

Dans le domaine de la réglementation politique et financière, tant européenne qu'internationale, la BCE contribue aux initiatives de l'UE telles que le pacte vert pour l'Europe, une législation européenne sur la finance durable et des initiatives au sein d'instances internationales. Dans ce contexte, en 2021, la BCE a contribué à l'agenda politique européen en publiant deux avis juridiques sur les propositions législatives concernant, d'une part, une directive sur les rapports de durabilité des entreprises (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD)¹⁴⁰ et, d'autre part, un règlement sur les obligations vertes européennes¹⁴¹. En sa qualité de membre de la Plateforme sur la finance durable, la BCE a contribué à développer la taxonomie de l'UE et à améliorer sa facilité d'utilisation pour le secteur bancaire. En outre, la BCE a participé à l'élaboration des normes de l'UE en matière de rapports de durabilité dans le cadre du groupe de travail consacré au projet de Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (*European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG). La BCE a également apporté un soutien fort à la relance de l'agenda consacré à la finance durable au sein d'instances internationales (notamment le G7, le G20 et le groupe de travail sur la finance durable du G20, qui a été rétabli). Elle a également souligné la nécessité de disposer de cadres réglementaires pour la finance durable qui soient crédibles et cohérents à l'échelle internationale et a apporté son soutien à la création d'un Conseil international des normes de durabilité (*International Sustainability Standards Board*, ISSB) par la Fondation IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

Développement d'indicateurs liés au climat

Les travaux relatifs aux données sur le changement climatique visent à dégager des indicateurs liés au climat sur le risque physique, l'empreinte carbone et les instruments de finance durable, comme le prévoit le [plan d'action](#) climatique. Les travaux exploratoires visant à développer de tels indicateurs sont en cours ; ils impliquent une coopération étroite au sein du SEBC et avec d'autres organisations européennes et internationales. Les travaux relatifs aux données climatiques examinent également différentes manières d'évaluer et de partager les données climatiques (qui sont actuellement essentiellement obtenues auprès de fournisseurs externes de données de marché) utilisées au sein de la BCE pour assurer une harmonisation et une collaboration totales avec les utilisateurs finaux. Ces activités consistent également à suivre les développements externes concernant les données climatiques au sein d'instances européennes et internationales.

¹⁴⁰ Cf. l'avis de la Banque centrale européenne du 7 septembre 2021 sur une proposition de directive modifiant les directives 2013/34/UE, 2004/109/CE et 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n° 537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises ([CON/2021/27](#)) (JO C 446 du 03.11.2021, p. 2).

¹⁴¹ Cf. l'avis de la Banque centrale européenne du 5 novembre 2021 sur une proposition de règlement sur les obligations vertes européennes ([CON/2021/30](#)) (JO C 27 du 19.01.2022, p. 4).

Publication de l'engagement de la BCE en matière de lutte contre le changement climatique

Outre les thématiques stratégiques décrites ci-avant, la BCE, sous l'égide du CCC, examine des questions globales pertinentes tant pour elle-même que, de manière plus générale, pour les instances internationales, européennes et de l'Eurosystème. À l'occasion de la conférence des Nations Unies sur les changements climatiques de 2021 (COP26), la BCE a publié son [engagement en matière de lutte contre le changement climatique](#) afin de contribuer, dans son domaine de compétence, à la prise de mesures décisives par les décideurs politiques, de façon à mettre en œuvre l'Accord de Paris et à atténuer les conséquences du changement climatique.

Participation active de la BCE aux enceintes internationales consacrées aux questions climatiques

En 2021, la BCE a activement participé aux travaux du Réseau des banques centrales et superviseurs pour le verdissement du système financier (*Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System*, NGFS)¹⁴². Elle a apporté une contribution importante à l'ensemble des cinq domaines de travail du réseau (aspects microprudentiels et surveillance ; aspects macrofinanciers ; renforcement de la finance verte ; comblement des lacunes en matières de données ; et travaux de recherche) et au groupe de travail juridique. La BCE a également contribué au Groupe de travail de haut niveau du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire consacré aux risques financiers liés au climat¹⁴³, qui s'emploie à mieux comprendre et éventuellement à modifier les trois piliers du cadre de Bâle¹⁴⁴. Au niveau international, la BCE a activement participé aux trois groupes de travail du Conseil de stabilité financière traitant de questions climatiques (à savoir le comité permanent pour la coopération prudentielle et réglementaire (*Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation*), le groupe de travail sur le risque climatique (*Working Group on Climate Risk*) et le Comité permanent d'évaluation des vulnérabilités (*Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities*)), au Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale (qui opère sous les auspices de la Banque des règlements internationaux) et à l'initiative du G20 relative aux lacunes dans les données (*G20 Data Gaps Initiative*), qui soutient l'harmonisation et la disponibilité à l'échelle mondiale des données relatives au climat. Au niveau européen, la BCE a contribué au réseau sur la finance durable de l'Autorité bancaire européenne (ABE) et aux sous-groupes de l'ABE consacrés à la transparence et au reporting.

¹⁴² Présidé par Frank Elderson, membre du directoire de la BCE ; la BCE est également membre du comité de pilotage du NGFS.

¹⁴³ Coprésidé par Frank Elderson, membre du directoire de la BCE.

¹⁴⁴ Le cadre de Bâle comporte trois piliers. Le pilier 1 est la partie du cadre qui expose les règles de calcul des exigences de fonds propres réglementaires pour couvrir le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel, en prévoyant par ailleurs une couverture microprudentielle incluant des coussins de fonds propres. Le pilier 2 est la partie du cadre qui fixe les règles de gestion et de supervision des risques, tandis que le pilier 3 établit les exigences de publication des banques aux fins de renforcer la discipline de marché. Cf. [Basel Committee on Banking Supervision reforms – Basel III Summary Table](#) pour un aperçu des trois piliers.

Les experts de la BCE conduisent de plus en plus de projets de recherche dans le domaine du changement climatique. Plusieurs articles de recherche ont été publiés en 2021 dans la *Working Paper Series* de la BCE ¹⁴⁵.

S'agissant des infrastructures des marchés financiers (IMF) et des paiements, la BCE, en collaboration avec d'autres banques centrales nationales de la zone euro et l'Autorité européenne des marchés financiers, a continué d'étudier l'incidence potentielle des risques environnementaux sur les IMF, en s'intéressant plus particulièrement aux contreparties centrales dans un premier temps. En outre, lors de la [troisième conférence annuelle conjointe sur la gestion du risque de contrepartie centrale](#) organisée par la Deutsche Bundesbank, la Federal Reserve Bank of Chicago et la BCE, les risques liés au changement climatique observés sur les marchés financiers ont constitué un thème transversal important en ce qui concerne les marchés financiers.

La BCE mène actuellement une étude visant à évaluer le cycle de vie des paiements en espèces dans la zone euro afin d'estimer l'éventuel impact environnemental de la deuxième série de billets en euros. En outre, elle a mis en œuvre des politiques et des activités de recherche dont le but est de réduire au minimum l'impact environnemental de la production de billets en euros. Parmi ces politiques, citons le programme « coton durable », dans le cadre duquel la BCE s'engage à porter à 100 % la proportion de coton durable dans le papier destiné à produire les billets en euros. La BCE a procédé à son examen environnemental annuel de la production de billets et a recensé des améliorations au niveau des déchets.

Enfin, s'agissant de sa propre durabilité d'entreprise, la BCE entend étendre ses travaux sur la durabilité et sur les processus de déclaration y afférents. Cet aspect englobe également le développement du système de gestion environnementale de la BCE et le suivi de l'empreinte carbone organisationnelle de la BCE, présentée dans la dernière section du présent chapitre.

Encadré 13

Le centre du changement climatique de la BCE – organisation et gouvernance

Au vu de l'intensification des initiatives de la BCE en matière de climat, la BCE a créé en 2021 un centre du changement climatique (*climate change centre*, CCC) afin de promouvoir une approche structurée de la coordination et de la planification stratégique des activités de la BCE relatives au changement climatique. Compte tenu de l'importance que revêtent les questions climatiques dans le débat politique général, une gouvernance renforcée et des ressources spécifiques ont également été jugées nécessaires pour permettre à la BCE d'apporter une contribution substantielle dans ce

¹⁴⁵ Bijmens (G.), Hutchinson (J.), Konings (J.) et Saint-Guilhem (A.), « *The interplay between green policy, electricity prices, financial constraints and jobs: Firm-level evidence* », *Working Paper Series*, n° 2537, BCE, 2021 ; Ciccarelli (M.) et Marotta (F.), « *Demand or supply ? An empirical exploration of the effects of climate change on the macroeconomy* », *Working Paper Series*, n° 2608, BCE, 2021 ; Pagliari (M.), « *LSIs' exposures to climate change related risks : An approach to assess physical risks* », *Working Paper Series*, n° 2517, BCE, 2021 ; Pagliari (M.) et Ferrari (M.), « *No country is an island : International cooperation and climate change* », *Working Paper Series*, n° 2568, BCE, 2021 ; Reghezza (A.), Altunbas (Y.), Marques (D.), d'Acri (C.) et Spaggiari (M.), « *Do banks fuel climate change ?* », *Working Paper Series*, n° 2550, BCE, 2021 ; Carbone (S.), Giuzio (M.), Kapadia (S.), Krämer (J.), Nyholm (K.) et Vozian (K.), « *The low-carbon transition, climate commitments and firm credit risk* », *Working Paper Series*, n° 2631, BCE, 2021.

domaine – en Europe comme à l'échelle internationale. Le CCC entend également accroître la coordination et la coopération de la BCE avec les banques centrales nationales de l'Eurosystème.

Les principaux objectifs du CCC sont de concevoir et d'orienter la stratégie de la BCE en matière de climat, d'identifier les priorités et de créer une vision pour l'agenda climatique de la BCE. Pour ce faire, le CCC s'appuiera sur les vastes connaissances et sur la grande expertise que peuvent lui apporter les différents domaines d'activité de la BCE, tout en assurant la cohérence et la coordination au sein de la BCE dans son ensemble. Pour atteindre ces objectifs, le CCC s'est vu confier quatre responsabilités clés :

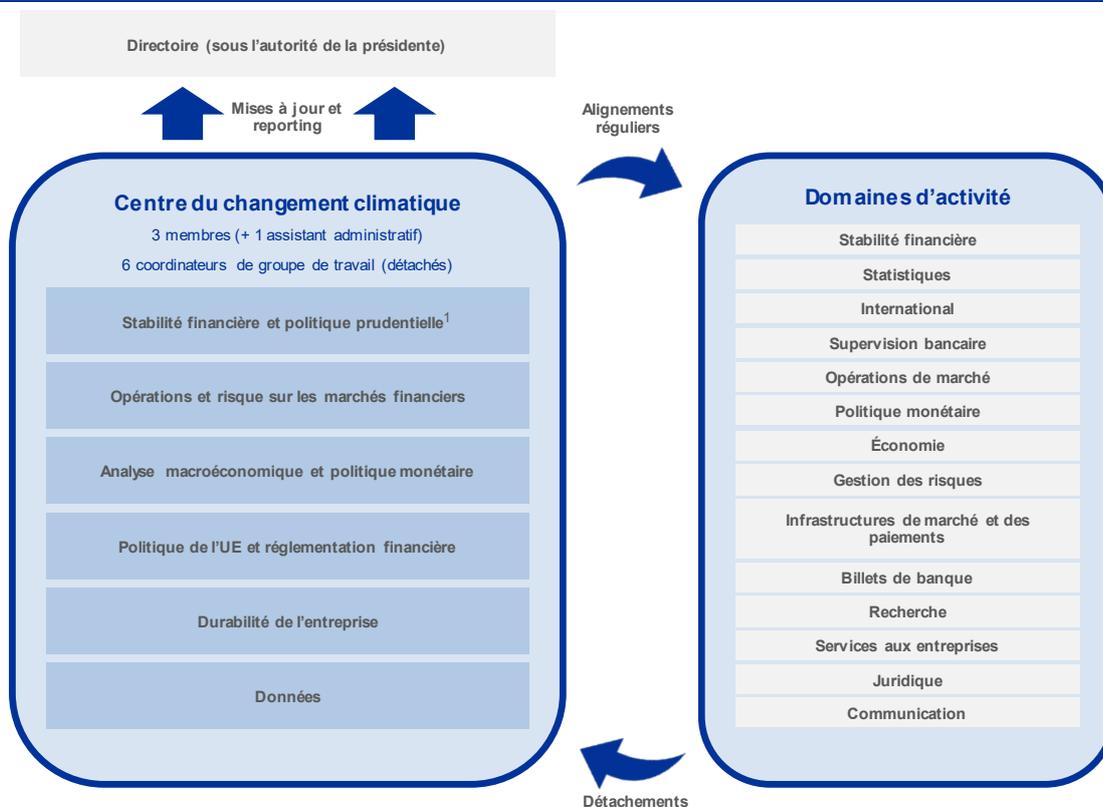
- appuyer les travaux dans tous les domaines d'activité de la BCE et apporter son soutien aux principales parties prenantes dans la mise en œuvre de la stratégie en matière de changement climatique ;
- coordonner les activités externes et internes relatives à des questions climatiques, assurer l'homogénéité globale des messages et identifier les synergies ;
- améliorer le partage d'informations et la communication afin de mieux faire connaître les travaux de la BCE sur le changement climatique au sein de l'institution et au-delà ;
- mettre en relation les domaines d'activité de la BCE et les parties prenantes externes afin de promouvoir la collaboration dans le domaine du changement climatique.

Le CCC a été mis en place en tant que nouvelle unité opérationnelle distincte parmi les conseillers auprès du directoire et il rend compte directement à la présidente de la BCE. Les travaux du CCC s'articulent autour de six domaines thématiques stratégiques qui englobent les activités liées au changement climatique en cours partout au sein de la BCE : stabilité financière et politique prudentielle ; analyse macroéconomique et politique monétaire ; opérations sur les marchés financiers et gestion des risques ; politique européenne et internationale et réglementation financière ; données ; et durabilité de l'entreprise. En outre, le CCC relie et partage des informations concernant d'autres travaux transversaux consacrés au changement climatique dans les domaines de la recherche, des infrastructures de marché et des paiements, du droit et des billets de banque.

La figure A donne un aperçu de la gouvernance et de l'organisation des six domaines thématiques couverts par le CCC.

Figure A

Organisation et gouvernance du centre du changement climatique de la BCE



¹ Certaines initiatives en matière de politique prudentielle seront soumises à la contribution et à la décision du conseil de surveillance prudentielle.

À propos de l'empreinte organisationnelle de la BCE

La BCE souhaite apporter sa contribution en diminuant son impact en tant qu'organisation et s'est engagée à aligner ses objectifs de réduction des émissions de carbone sur l'objectif de l'Accord de Paris, qui est de limiter l'augmentation de la température mondiale à 1,5°C au-dessus des niveaux préindustriels. Si l'on considère les voies qui permettraient d'atteindre des objectifs de réduction des émissions fondés sur des données scientifiques, cet engagement requiert une diminution des émissions de carbone au niveau organisationnel de la BCE de 46 % par rapport à 2019 d'ici à 2030 ¹⁴⁶. Une nouvelle série de mesures et d'objectifs ambitieux pour 2022-2024 sera publiée dans la déclaration environnementale de la BCE pour 2022.

Réduction de l'empreinte carbone de la BCE

Afin de gérer son impact sur l'environnement, la BCE a mis en œuvre en 2007 une politique environnementale, de même qu'elle a mis en place en 2010 un système de management environnemental conforme au système de management environnemental et d'audit (*Eco-Management and Audit Scheme*, EMAS) de l'UE et

¹⁴⁶ Les résultats de l'élargissement de l'empreinte carbone de la BCE et les objectifs finalisés de réduction des émissions de carbone seront publiés dans la déclaration environnementale de la BCE pour 2022.

à la norme ISO 14001. Cette approche systématique a permis de réduire l'empreinte carbone déclarée de la BCE de 37 % entre 2008 et 2019, en dépit d'une augmentation substantielle des postes de travail. Cette réduction a été plus vive encore en 2020, principalement en raison de l'interruption des voyages d'affaires à la suite de la pandémie de COVID-19.

Le système de management environnemental est mis en œuvre par l'équipe « *Green ECB* », sous la houlette du coordinateur environnemental et du responsable de l'environnement, qui font régulièrement rapport au directoire par l'intermédiaire du secrétaire général des services. La coordination avec les autres domaines d'activité est assurée par un groupe d'environ 60 représentants environnementaux et par la participation de l'équipe « *Green ECB* » au groupe de travail du CCC consacré à la durabilité de l'entreprise.

Chaque année, la BCE rend compte de ses performances et de ses objectifs en matière d'environnement dans sa déclaration environnementale ¹⁴⁷. Cette publication comporte des informations sur l'impact environnemental, conformément à l'EMAS et au [Protocole des gaz à effet de serre](#). À la suite de la dernière évaluation de son empreinte carbone, la BCE va commencer, à partir de 2022, à rendre compte d'autres incidences indirectes le long de sa chaîne de valeur : biens et services acquis, actifs informatiques, construction de bâtiments, émissions générées par le télétravail, consommation d'énergie en amont et déplacements des participants à des conférences. Les comptes rendus à propos de ces éléments supplémentaires vont entraîner une collaboration encore plus étroite avec les fournisseurs de services au travers du recours au guide d'achats durables (*Sustainable Procurement Guideline*).

Malgré la pandémie de COVID-19, plusieurs mesures d'amélioration environnementale ont été mises en œuvre en 2021. La BCE a par exemple introduit un guide pour des événements durables, de même qu'elle a décidé d'une limitation des réunions en présentiel à 50 % du nombre de réunions prévues chaque année pour les groupes concernés, de façon à limiter les émissions générées par les déplacements au-delà de la période de la pandémie. Comme elle l'avait fait les deux années précédentes, la BCE a également compensé ses émissions résiduelles de l'année antérieure qui n'avaient pu être empêchées par des mesures d'évitement en soutenant des projets de compensation carbone certifiés Gold Standard.

En outre, la BCE a continué de développer des stratégies d'investissement durable et responsable dans les portefeuilles autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire, conformément à la position commune de l'Eurosystème ¹⁴⁸.

Dans le fonds de pension de son personnel, qui est géré passivement par deux gestionnaires d'actifs extérieurs, la BCE applique une politique d'investissement durable et responsable fondée sur des directives d'exclusion limitée et de vote par procuration qui intègrent des normes environnementales, sociales et de



La BCE a mis en œuvre une stratégie d'investissement durable et responsable dans ses portefeuilles autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire

¹⁴⁷ Cf. la [mise à jour 2021 de la déclaration environnementale de la BCE](#) pour une présentation détaillée.

¹⁴⁸ Cf. « [L'Eurosystème s'accorde sur une position commune concernant les investissements durables liés au changement climatique dans les portefeuilles autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 4 février 2021.

gouvernance. Le vote par procuration est délégué aux deux gestionnaires d'actifs extérieurs, qui appliquent leurs propres politiques de manière indépendante lorsqu'ils donnent des instructions de vote concernant des opérations de sociétés impliquant les avoirs en actions du fonds de pension de la BCE. En 2020, tous les indices boursiers de référence classiques suivis par le fonds de pension du personnel ont été remplacés par des équivalents à faible émission de carbone, ce qui a réduit de plus de 60 % l'empreinte carbone des portefeuilles d'actions. Début 2022, la BCE a également remplacé l'indice de référence classique suivi par ses fonds d'obligations d'entreprises par un indice de référence aligné sur l'Accord de Paris, figurant ainsi parmi les premiers à adopter ce qui est considéré comme la meilleure pratique de marché pour les indices de référence climatiques relevant de la réglementation européenne. Dans un premier temps, cet indice de référence aligné sur l'Accord de Paris a donné lieu à une réduction de 50 % des émissions de carbone des fonds d'entreprises, qui sera suivie d'une nouvelle diminution constante d'au moins 7 % par an au cours des prochaines années. La BCE continuera d'examiner la possibilité d'étendre les indices à faible émission de carbone à d'autres catégories d'actifs à revenu fixe au sein de son fonds de pension, de manière à contribuer davantage encore à la réduction de son empreinte carbone. À la BCE, la gouvernance et la gestion des questions liées aux pensions sont approuvées par le directoire, qui est conseillé par le comité d'investissement inclus dans la composition de son fonds de pension.

Dans son portefeuille de fonds propres, la BCE applique une stratégie d'investissement durable et responsable thématique qui vise à accroître la part des titres verts. En 2021, cette part est passée à 7,6 % grâce à des achats bilatéraux de titres verts et à des investissements dans le fonds d'obligations vertes en euros pour les banques centrales lancé en janvier 2021 par la Banque des règlements internationaux (BISIP G2) ¹⁴⁹. Fin septembre 2021, le BISIP G2 a investi dans des obligations vertes, le produit de ces placements servant à financer des projets dans les principales catégories suivantes : 30 % dans le transport propre, 21 % dans la gestion de l'eau et des eaux usées et 20 % dans l'énergie renouvelable.

On estime que l'impact environnemental correspondant à la part de la BCE dans le fonds équivaut à éviter les émissions de dioxyde de carbone de 49 401 voitures particulières pendant un an, tandis que les économies d'énergie et la production d'énergie renouvelable pourraient alimenter 23 392 logements.

¹⁴⁹ Cf. « [La BCE va investir dans le fonds d'obligations vertes de la Banque des règlements internationaux](#) », communiqué de presse, BCE, 25 janvier 2021.

12 Faisons connaissance

Les chapitres précédents du rapport annuel de la BCE fournissent une vue d'ensemble détaillée et factuelle des principales activités de la BCE et des résultats obtenus en 2021 dans les domaines relevant de sa compétence. Très souvent, ces accomplissements ont été rendus possibles par la collaboration entre des collègues de différentes unités organisationnelles, au sein de l'Eurosystème et du SEBC voire plus largement. Plusieurs collègues se présentent ci-dessous pour donner un aperçu de cette collaboration et de leur contribution concrète aux réussites de la BCE.

Ursel Baumann, cheffe de division adjointe, Direction générale Politique monétaire



Pendant toute l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, en 2020-2021, j'ai été détachée auprès du Bureau de projet pour l'évaluation stratégique, une équipe de petite taille mais très efficace, composée de collègues dotés de compétences variées (économiques, rédactionnelles, dans la coordination, la gestion de projets, l'informatique et la communication), et mise en place pour coordonner et préparer les activités liées à l'évaluation.

Celle-ci a entraîné une vaste collaboration entre plus de 650 membres du personnel de l'Eurosystème, issus des rangs de la BCE et des BCN de la zone euro. Une grande partie des travaux analytiques sous-jacents sur les questions économiques et monétaires ont été menés dans le cadre de groupes de travail communs. Les résultats ont par la suite été publiés dans des *Occasional Paper Series* consacrés à l'évaluation stratégique de la BCE. Co-diriger à distance les activités du groupe de travail sur les anticipations d'inflation a été un défi difficile à relever, mais nous sommes parvenus à le surmonter grâce à la motivation infaillible des collègues et à leur détermination à réaliser la meilleure analyse possible dans un délai serré.

Dans l'ensemble, le caractère collaboratif et inclusif de l'évaluation a permis d'atteindre (au moins) deux objectifs : d'une part, les résultats analytiques, sur lesquels repose la nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE, sont plus robustes grâce aux différents points de vue exprimés ; d'autre part, la confiance des membres du personnel et des responsables au sein du Conseil des gouverneurs a été renforcée. Assister à l'élaboration progressive des décisions et à l'approbation à l'unanimité de la nouvelle stratégie a été extrêmement valorisant.

Alexandra Calmuc, experte senior de la capacité de résistance opérationnelle, Secrétariat général des services, Risque opérationnel et continuité des activités



S'adapter à l'évolution continue de la pandémie a été difficile pour de nombreuses organisations. La réponse apportée à la BCE a pu être coordonnée grâce à une collaboration transversale fructueuse au sein de l'équipe d'intervention en cas d'incidents (*Incident Response Team, IRT*)¹⁵⁰.

Depuis le début de la pandémie, l'IRT suit attentivement l'évolution de la situation à Francfort, en Allemagne et en Europe, et recommande des dispositifs d'organisation du travail et des mesures de protection en phase avec cette évolution et avec les orientations émises par les autorités. Toutes les personnes concernées ont fait bénéficier les membres du personnel et la BCE dans son ensemble de leur expertise.

Dans le cadre de mes fonctions, j'ai coordonné les sous-groupes de l'IRT et rédigé des projets de recommandations communes soumises au directoire. Dès le tout début de la pandémie, nous avons compris que nous allions courir un marathon plutôt qu'un sprint. Je suis infiniment reconnaissante à tous les membres de l'IRT, qui ont su se montrer à la hauteur. Malgré l'organisation à distance, nous sommes parvenus à rester en contact et à bien travailler ensemble. Nous sommes fiers d'annoncer que, à ce jour, nous avons organisé plus de 111 réunions de l'IRT et formulé 270 recommandations. Nous continuons de faire preuve d'un engagement et d'un enthousiasme sans faille.

¹⁵⁰ L'équipe d'intervention en cas d'incidents (IRT) est une équipe transversale dépendant de la section Risque opérationnel et continuité des activités (ORM/BCM), dont la composition est variable et qui fait partie de la structure de traitement de la BCE pour la gestion des incidents critiques. Pendant la pandémie de COVID-19, l'IRT était composée de représentants de la Direction générale Ressources humaines, y compris les conseillers médicaux, du comité de sécurité et de santé au travail, de la Direction Administration, de la Direction générale Systèmes d'information, de la Direction générale Communication, de la Direction générale Affaires juridiques, de la section ORM/BCM, de la Direction générale Opérations de marché, de la Direction générale Infrastructure de marché et paiements et du mécanisme de surveillance unique.

Guy-Charles Marhic, représentant de la BCE à Londres, Direction générale Relations internationales et européennes



J'ai pris mes fonctions en tant que représentant de la BCE à Londres le 1^{er} février 2021. Malgré le Brexit, le Royaume-Uni reste un des plus grands partenaires économiques et financiers de l'Union européenne, et, pour remplir son mandat, la BCE doit suivre l'évolution de la situation dans ce pays. Le Bureau de représentation de la BCE vise principalement à se tenir informés des évolutions réglementaires et politiques qui concernent le Royaume-Uni, à surveiller le secteur financier et les perspectives économiques du pays, à recueillir des informations sur les prises de position politiques des autorités nationales et à expliquer les politiques de la BCE et les réformes de l'UE à nos homologues britanniques.

Depuis mon arrivée à Londres, j'ai noué des contacts variés, à la fois avec des entités et des représentants du secteur public (Banque d'Angleterre, Trésor et représentants de banques centrales nationales de l'UE et de banques centrales étrangères, par exemple) et avec des organisations du secteur privé (banques, associations professionnelles et groupes de réflexion, par exemple). Je rends compte à la BCE et échange régulièrement avec les responsables et les membres du personnel de nombreuses unités organisationnelles chargées des relations internationales, des paiements, de la stabilité financière et de la supervision bancaire.

Le Bureau de la BCE se situe dans les locaux de la Délégation de l'Union européenne auprès du Royaume-Uni, ce qui me donne l'occasion de travailler avec de nouveaux collègues et d'organiser des réunions, dans la mesure du possible. Cette collaboration est importante car plusieurs membres du personnel de la Délégation de l'UE s'intéressent également aux évolutions réglementaires, macroéconomiques et politiques du Royaume-Uni.

María Soledad Ramos Possenti, analyste en matière de conformité et de gouvernance, bureau de conformité et de gouvernance, Direction générale Secrétariat



En tant que membre de l'équipe Éthique professionnelle et intégrité du bureau de conformité et de gouvernance et que secrétaire de la Conférence sur l'éthique et la conformité (*Ethics and Compliance Conference*, ECC), je travaille en étroite collaboration avec mes homologues au sein de l'Eurosystème et du mécanisme de surveillance unique (MSU). Les réunions (maintenant virtuelles) de l'ECC constituent une excellente occasion de garder le contact avec les collègues des autres institutions, de partager des expériences pratiques pour apprendre les uns des autres et de collaborer à l'élaboration de nouvelles normes en matière d'éthique professionnelle et de conformité.

J'ai récemment travaillé sur un projet très exigeant qui visait à renforcer et aligner les normes d'intégrité au niveau des institutions de l'Eurosystème et du MSU. L'approbation des résultats de ces travaux par le Conseil des gouverneurs, qui a

adopté, en novembre 2021, des orientations révisées concernant l'éthique professionnelle, mettant fin à un long processus de discussions parfois difficiles, a été très gratifiante. Nous sommes parvenus à un consensus sur la nature publique de notre mandat, qui nous oblige à être dotés d'un cadre d'éthique professionnelle perfectionné pour préserver la confiance de la population des pays participant à l'Eurosystème et au MSU. Grâce à la créativité et à l'esprit collaboratif de l'ECC ainsi qu'au soutien reçu des collègues de la BCE, nous avons pu travailler ensemble et parvenir à des résultats probants. Je me réjouis de continuer à travailler avec l'ECC en vue de la mise en œuvre des orientations révisées, qui se traduira à la BCE par une révision de notre cadre d'éthique professionnelle.

Fabio Tamburrini, économiste, centre du changement climatique



Début 2021, la BCE a créé un centre du changement climatique afin de coordonner les travaux sur les questions climatiques menés dans différentes unités de la banque. Après avoir travaillé plus de quatre ans sur le sujet de la finance durable à mon ancien poste au sein de la Direction générale Relations internationales et européennes, j'avais très envie de participer à cette nouvelle initiative et d'aider la nouvelle équipe à concevoir et piloter le programme d'action de la BCE pour le climat. Compte tenu du caractère transversal du sujet, le centre est organisé en six axes de travail, couvrant les différentes activités de la banque liées au climat. Je gère les questions relatives aux politiques et à la réglementation financière européennes et internationales, notamment la coordination des contributions de la BCE aux politiques climatiques de l'UE, de la réglementation et des initiatives en matière de finance durable au sein d'instances internationales comme le G7 et le G20. J'échange donc beaucoup avec les autres institutions de l'UE et les organisations internationales. Par exemple, je suis membre de la plateforme de l'UE sur la finance durable, qui conseille la Commission européenne au sujet de la taxonomie de l'UE et du calendrier européen sur la finance durable. Travailler au centre du changement climatique est une expérience très enrichissante, qui permet d'allier la souplesse et l'esprit d'équipe d'une entreprise *start-up* et la conscience que nous œuvrons pour relever un des plus grands défis sociaux de notre époque.

Gijsbert ter Kuile, chef d'équipe, conseiller juridique, secrétariat du conseil de surveillance prudentielle et président du conseil d'administration du réseau *Rainbow* de la BCE



En tant que conseiller juridique au sein de la supervision bancaire de la BCE, je contribue à la sécurité et à la solidité des établissements de crédit. Ce travail est très intéressant parce qu'il permet de bâtir un avenir meilleur pour l'Europe et les générations futures. Mes fonctions au sein du réseau *Rainbow*, dont j'assume la présidence, sont tout aussi passionnantes. Avec les autres membres du conseil d'administration, nous cherchons à instaurer un environnement de travail dans lequel les collègues appartenant à la communauté LGBT+ se sentent les bienvenus et acceptés, grâce à des politiques et des règles inclusives.

Nous faisons également en sorte que notre lieu de travail mette à l'honneur la diversité sous toutes ses formes. Pour y parvenir, nous travaillons avec les autres réseaux de la BCE consacrés à la diversité (handicap, ethnicité et culture, parents et femmes), le comité du personnel et la Direction générale Ressources humaines. Nous nous réunissons régulièrement et œuvrons de concert pour sensibiliser nos collègues aux différents aspects de la diversité, parce que nous sommes tous différents. Pour ma part, je suis un homme cis gay, un Néerlandais avec des origines indonésiennes, un citoyen européen, un avocat et un parent.

Le réseau *Rainbow* va à la rencontre des collègues des banques centrales nationales et des autorités de surveillance. Tous les membres du personnel de la BCE, du SEBC et du MSU, qu'ils appartiennent ou non à la communauté LGBT+, peuvent le rejoindre. Tous ensemble, nous construisons un avenir plein de fiertés, de couleurs et d'Europe.

Comptes annuels

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2021~5130ce3be2.fr.html>

Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2021

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2021~f9edd2ff57.fr.html>

© Banque centrale européenne, 2022

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site Internet www.ecb.europa.eu

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

La date d'arrêt des données figurant dans le présent Rapport est le 24 février 2022 (les exceptions sont explicitement indiquées).

Veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) pour toute question terminologique.

PDF ISBN 978-92-899-5129-6, ISSN 1725-289X, doi:10.2866/667504, QB-AA-22-001-FR-N
HTML ISBN 978-92-899-5058-9, ISSN 1725-289X, doi:10.2866/595102, QB-AA-22-001-FR-Q