

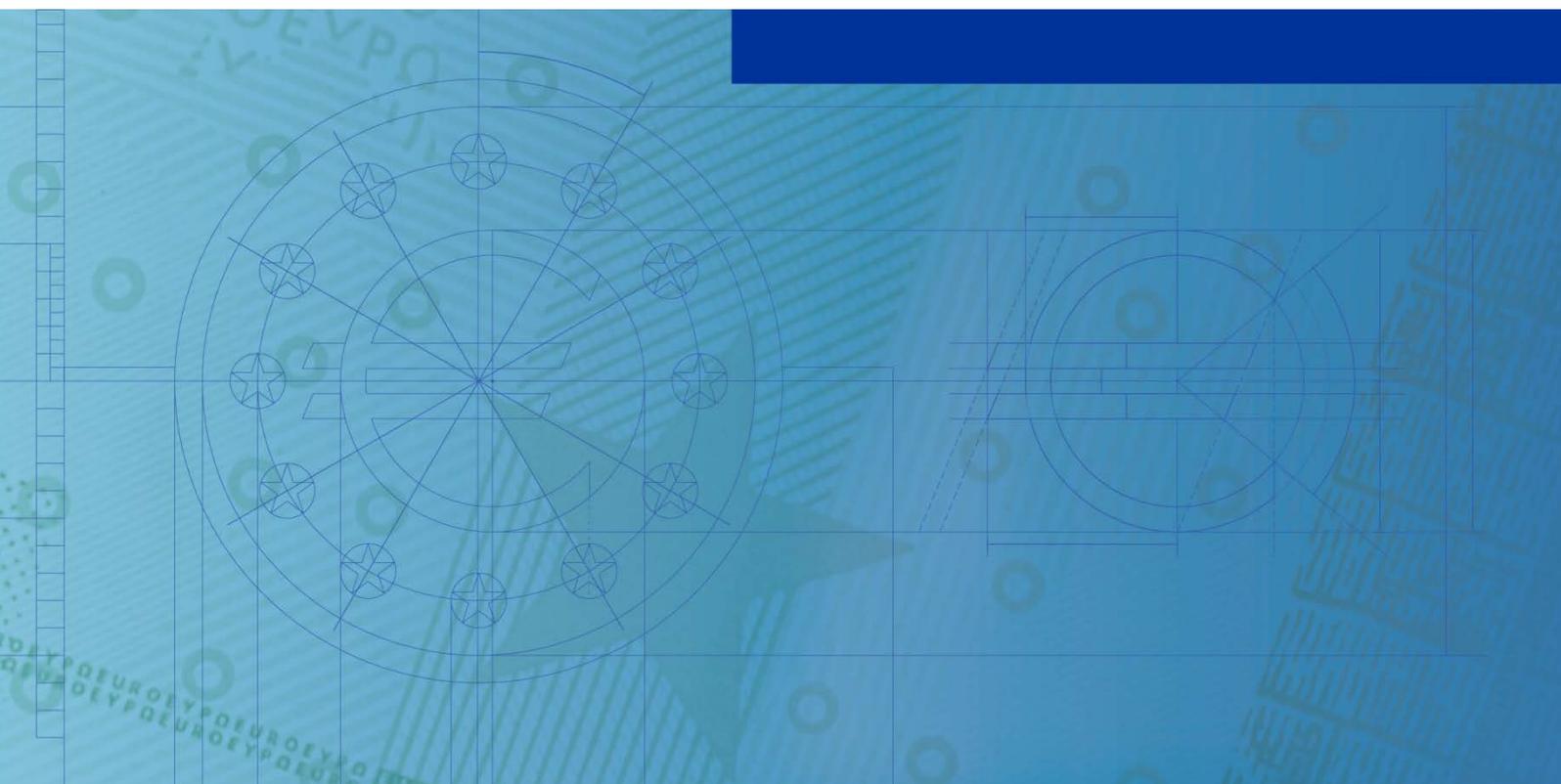


BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

# Rapport annuel

2016



# Sommaire

<b>Préface</b>	<b>4</b>
<b>L'économie de la zone euro, la politique monétaire de la BCE et le secteur financier européen en 2016</b>	<b>6</b>
<b>1 L'économie de la zone euro</b>	<b>6</b>
1.1 L'environnement macroéconomique mondial	6
1.2 Les évolutions financières	12
Encadré 1 L'impact du bas niveau des taux d'intérêt sur les banques et sur la stabilité financière	17
1.3 Une reprise généralisée	19
Encadré 2 Les facteurs soutenant la reprise actuelle	22
1.4 Les évolutions des prix et des coûts	26
Encadré 3 Les tendances de l'inflation sous-jacente : le rôle de la dynamique des salaires	30
1.5 Les évolutions de la monnaie et du crédit	33
1.6 La politique budgétaire et les réformes structurelles	37
Encadré 4 Priorités de réforme dans la zone euro concernant le climat des affaires et les marchés des biens et des services	44
<b>2 La politique monétaire à l'appui de la reprise économique dans la zone euro et d'une accélération de l'inflation</b>	<b>46</b>
2.1 La nécessité de nouvelles mesures de politique monétaire en 2016	46
Encadré 5 L'effet redistributif de la politique monétaire	51
2.2 La transmission de la politique monétaire aux conditions économiques et financières	56
Encadré 6 Taille et composition du bilan de l'Eurosystème	61
<b>3 Le secteur financier européen : améliorer la résistance dans un contexte de faible rentabilité</b>	<b>63</b>
3.1 Les risques et les vulnérabilités du système financier de la zone euro	64

Encadré 7	Diversité des modèles d'activité des banques et ajustement à l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt	67
3.2	La fonction macroprudentielle de la BCE	70
3.3	La fonction microprudentielle de la BCE	73
3.4	Les contributions de la BCE aux initiatives réglementaires	74
Encadré 8	Les créances douteuses dans la zone euro	78
	<b>Les autres tâches et activités</b>	<b>81</b>
1	<b>Les infrastructures de marché et les paiements</b>	<b>81</b>
1.1	Consolidation de TARGET2 et T2S	81
1.2	Services de règlement visant à soutenir les paiements instantanés	82
1.3	Les futures infrastructures de marché et la technologie des grands livres distribués de l'Eurosystème	83
1.4	Des infrastructures des marchés financiers sûres	83
2	<b>Les services financiers offerts aux autres établissements</b>	<b>84</b>
2.1	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt	84
2.2	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	85
3	<b>Les billets et pièces</b>	<b>85</b>
3.1	La circulation des billets et pièces	85
3.2	Un nouveau billet de 50 euros	87
3.3	La contrefaçon des billets	88
4	<b>Les statistiques</b>	<b>88</b>
4.1	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	89
4.2	Les autres évolutions statistiques	90
5	<b>La recherche économique</b>	<b>91</b>
5.1	Les priorités de la recherche et les noyaux de recherche	91
5.2	Les réseaux de recherche Eurosystème/SEBC	92

5.3	Les conférences et les publications	94
<b>6</b>	<b>Les activités et obligations juridiques</b>	<b>94</b>
6.1	La participation de la BCE à des procédures judiciaires au niveau de l'UE	95
6.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	97
6.3	Les évolutions juridiques liées au mécanisme de surveillance unique	100
6.4	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	100
<b>7</b>	<b>Les relations internationales et européennes</b>	<b>102</b>
7.1	Les relations européennes	102
7.2	Les relations internationales	105
	Encadré 9 Brexit – implications et perspectives	108
<b>8</b>	<b>La communication externe</b>	<b>109</b>
	<b>Annexes</b>	<b>111</b>
1	Le cadre institutionnel	111
2	Les comités de l'Eurosystème/du SEBC	122
3	Les évolutions relatives à l'organisation et aux ressources humaines	123
	<b>Comptes annuels</b>	<b>A1</b>
	<b>Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2015</b>	<b>C1</b>
	<b>Section statistiques (disponible uniquement en anglais)</b>	<b>S1</b>

# Préface



Difficile à maints égards, l'année 2016 s'est aussi caractérisée par des signes d'améliorations. Elle a commencé dans un contexte économique incertain mais s'est achevée avec une économie consolidée au niveau le plus élevé depuis la crise.

Cependant, si l'incertitude s'est estompée sur le plan économique, elle s'est accrue au niveau politique. Nous avons été confrontés à un ensemble d'événements géopolitiques qui vont déterminer le paysage politique des années à venir. Le présent rapport annuel explique comment la Banque centrale européenne (BCE) a affronté ces eaux agitées.

L'année 2016 a débuté sur fond de craintes d'un nouveau ralentissement économique mondial, illustrées par la forte volatilité des marchés financiers. Le retour de l'inflation vers un niveau conforme à notre objectif menaçait d'être encore retardé et les risques de déflation étaient importants étant donné le niveau déjà très bas de l'inflation. Comme en 2015, le Conseil des gouverneurs est resté déterminé à utiliser tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

Ainsi, nous avons introduit au mois de mars une série de nouvelles mesures en vue de renforcer la relance monétaire, parmi lesquelles une baisse supplémentaire de nos taux d'intérêt directeurs, la hausse du volume d'achats mensuels au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*), de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros, l'acquisition, pour la première fois, d'obligations d'entreprises ainsi que le lancement de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

Comme l'explique le présent rapport, ces mesures se sont révélées très efficaces : les conditions de financement ont été assouplies, la reprise soutenue et, *in fine*, les taux d'inflation ont pu remonter progressivement vers des niveaux plus proches de notre objectif.

Notre politique portant ses fruits, le programme d'achats d'actifs a été prolongé de neuf mois en décembre afin d'apporter un soutien plus long aux conditions de financement et d'assurer un retour durable de l'inflation vers un niveau proche de, mais inférieur à 2 %. Le volume d'achats a cependant été ramené à son niveau initial de 60 milliards d'euros par mois. Cette décision a mis en évidence le succès des mesures que nous avons adoptées plus tôt dans l'année, qui s'est traduit par une confiance grandissante dans l'économie de la zone euro et la disparition des risques de déflation.

Outre ces effets bénéfiques, la politique monétaire s'est toutefois accompagnée, comme toujours, d'effets secondaires, qui ont souvent retenu l'attention en 2016. Dans le présent rapport, nous examinons quelques-unes des questions et des préoccupations relatives aux retombées non souhaitées de nos actions.

Une d'entre elles concerne leurs effets distributifs, notamment en termes d'inégalités. Nous montrons qu'à moyen terme, la politique monétaire a des effets distributifs positifs en réduisant le chômage, les ménages moins aisés étant ceux qui en bénéficient le plus. Après tout, donner un travail est l'un des plus puissants facteurs de réduction des inégalités.

Un autre sujet d'inquiétude a trait à la rentabilité des banques, des sociétés d'assurance et des fonds de pension. Nous expliquons comment les établissements financiers ont pâti de l'environnement de faibles taux d'intérêt et comment ils y ont fait face. Nous montrons que la capacité d'adaptation des banques dépend de leurs modèles d'activité spécifiques.

Le présent rapport rend compte d'autres défis auxquels le secteur financier a été confronté en 2016. Nous nous penchons notamment sur le problème des créances douteuses, sur ce qu'il convient d'entreprendre pour y remédier et sur les obstacles qui subsistent. Nous consacrons également une partie du présent rapport aux nouvelles technologies et à l'innovation dans le secteur, examinant comment celles-ci sont susceptibles d'influer sur sa structure et son fonctionnement et envisageant les implications pour les autorités de surveillance et les régulateurs.

Une revue de l'année 2016 ne saurait être complète sans évoquer les séismes politiques qui l'ont traversée, en particulier la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne. Le rapport évalue donc le Brexit du point de vue de la BCE. Nous soulignons avant tout l'importance de préserver l'intégrité du marché unique ainsi que l'homogénéité de ses règles et de leur application.

L'incertitude politique devrait persister en 2017. Nous restons toutefois confiants dans la poursuite de la reprise économique, soutenue par notre politique monétaire. La BCE agit dans le cadre d'un mandat clair, qui consiste à maintenir la stabilité des prix. Celui-ci nous a permis de remplir notre mission en 2016 et nous guidera cette année encore.

Francfort-sur-le-Main, avril 2017

Mario Draghi  
Président

# L'économie de la zone euro, la politique monétaire de la BCE et le secteur financier européen en 2016

## 1 L'économie de la zone euro

### 1.1 L'environnement macroéconomique mondial

En 2016, l'économie de la zone euro a été confrontée à un environnement extérieur difficile. La croissance dans les économies de marché avancées et émergentes a été modeste au regard des évolutions passées et il y a eu des épisodes d'incertitude accrue ainsi que des pics de volatilité de courte durée sur les marchés financiers, en particulier à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE en juin et après l'élection présidentielle américaine en novembre. L'inflation mondiale a été modérée en raison de l'effet des baisses antérieures des prix du pétrole – qui s'atténue progressivement – et de la persistance d'importantes capacités de production non utilisées dans le monde.

#### La croissance économique mondiale est demeurée modeste

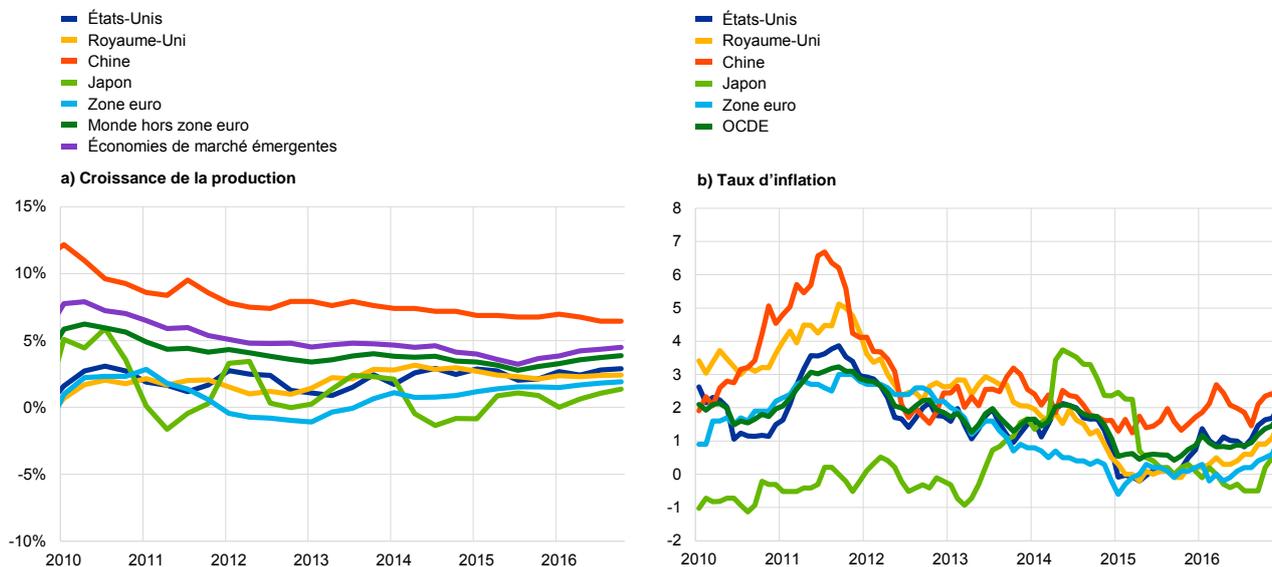
L'économie mondiale a poursuivi sa reprise progressive en 2016, mais à un rythme légèrement plus lent que l'année précédente en raison du ralentissement des économies avancées. L'activité économique ne s'est accélérée qu'au second semestre de l'année, en particulier dans les économies de marché émergentes. Globalement, la croissance du PIB mondial est demeurée inférieure à ses niveaux d'avant la crise (cf. graphique 1).

L'année 2016 a été marquée par des événements politiques importants qui ont assombri les perspectives économiques mondiales. En juin 2016, le résultat du référendum organisé au Royaume-Uni a fait naître de l'incertitude s'agissant des perspectives économiques de ce pays, mais l'impact financier et économique immédiat a été de courte durée et modeste. Plus tard dans l'année, le résultat des élections américaines a entraîné une modification des anticipations relatives aux politiques futures de la nouvelle administration américaine, ce qui a conduit à un autre épisode d'incertitude accrue sur la politique économique.

## Graphique 1

### Principales évolutions dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et données nationales.

Notes : Les chiffres du PIB sont corrigés des variations saisonnières. IPCH pour la zone euro et le Royaume-Uni, IPC pour les États-Unis, la Chine et le Japon.

Les économies avancées ont poursuivi leur croissance, mais à un rythme moins élevé que l'année précédente. Des conditions de financement toujours accommodantes et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail ont soutenu l'activité économique. La croissance dans les économies de marché émergentes a également été modérée pour l'ensemble de l'année, les perspectives s'améliorant nettement au second semestre. Deux facteurs ont exercé une influence particulière : le ralentissement graduel continu de l'économie chinoise et l'atténuation progressive des profondes récessions dans les principales économies exportatrices de matières premières. Cela dit, la croissance est restée freinée par les tensions géopolitiques, un effet de levier excessif, la vulnérabilité au risque d'un retournement des flux de capitaux et, dans le cas des exportateurs de matières premières, la lenteur de l'ajustement à une baisse des revenus.

La croissance du commerce mondial a été faible en 2016, le volume des importations mondiales n'augmentant que de 1,7 % en rythme annuel, après une croissance de 2,1 % l'année précédente. Des éléments indiquent que certaines évolutions structurelles qui ont dopé le commerce dans le passé, tels que la baisse des coûts de transport, la libéralisation des échanges, le développement des chaînes de valeur mondiales et l'approfondissement financier, ne le soutiendront pas dans les mêmes proportions à moyen terme. En conséquence, le commerce mondial ne devrait probablement pas croître plus rapidement que l'activité économique dans un avenir proche.

Les conditions de financement sont restées favorables au niveau mondial tout au long de l'année. Dans les principales économies avancées, les banques centrales ont maintenu une orientation accommodante de la politique monétaire, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la BCE poursuivant leurs politiques monétaires

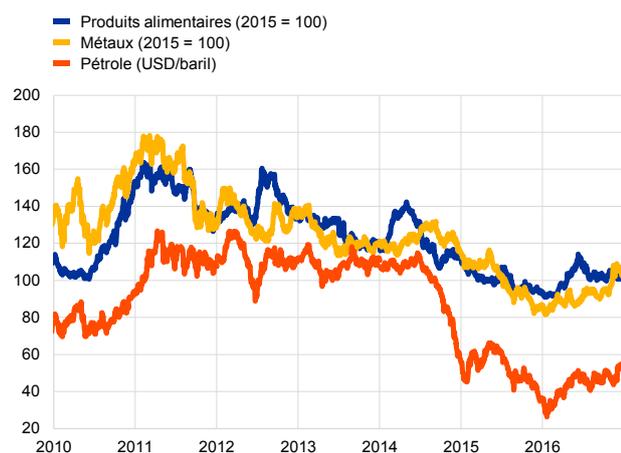
expansionnistes. Le Système fédéral de réserve des États-Unis a repris la normalisation de sa politique monétaire en relevant la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base en décembre 2016. Globalement, les marchés financiers ont fait preuve de résistance, malgré des épisodes d'incertitude élevée déclenchés par les événements politiques. Vers la fin de l'année, les rendements des obligations à long terme aux États-Unis ont sensiblement augmenté. On ne sait pas encore avec certitude si cette progression reflète les anticipations d'une croissance et d'une inflation plus élevées ou plutôt un pic des primes de terme sur ces obligations à long terme. La plupart des marchés émergents ont bénéficié d'une amélioration des conditions de financement externe jusqu'aux élections américaines qui ont eu lieu en novembre. Par la suite, toutefois, les augmentations antérieures des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes ont commencé à s'atténuer, les écarts de rendement des emprunts publics s'accroissant et les tensions sur les monnaies s'intensifiant dans plusieurs pays.

## Une importante sous-utilisation des capacités de production a continué de peser sur l'inflation mondiale.

En 2016, l'inflation mondiale a continué à être influencée par le bas niveau des prix du pétrole et une sous-utilisation toujours importante des capacités de production (cf. graphique 2). Dans les pays de l'OCDE, l'inflation totale annuelle s'est accélérée progressivement vers la fin de l'année et a atteint 1,1 % sur l'ensemble de l'année, contre 0,6 % en 2015. L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est légèrement accentuée, à 1,8 % (cf. graphique 1).

### Graphique 2 Cours des matières premières

(données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et Institut de recherche économique de Hambourg.

Les prix du pétrole se sont redressés, passant d'un point bas de 33 dollars le baril fin janvier 2016 à 55 dollars le baril fin décembre. La réduction de l'investissement opérée par les sociétés pétrolières américaines et une hausse soudaine des perturbations de l'offre de pétrole mondiale durant le premier semestre de l'année ont entraîné un accroissement des prix<sup>1</sup>. Vers la fin de l'année, les prix du pétrole ont été fortement affectés par la stratégie d'offre de l'OPEP. Après la décision prise le 30 novembre de mettre en œuvre, au premier semestre 2017, une réduction au sein de l'OPEP (à hauteur de 1,2 million de barils par jour), le cours du *Brent* s'est inscrit en hausse. Ce mouvement à la hausse a également été soutenu par un accord conclu le 10 décembre entre l'OPEP et certains producteurs extérieurs à l'OPEP, portant sur une nouvelle baisse de la production (à hauteur de 0,6 million de barils par jour).

<sup>1</sup> Pour plus d'informations, cf. le site [US Energy Information Administration](http://www.eia.doe.gov).

En 2016, les prix des matières premières non pétrolières se sont redressés ; toutefois, les cotations ont affiché des dynamiques opposées dans les secteurs des produits alimentaires et de la métallurgie. Le prix des matières premières agricoles s'est inscrit en hausse au cours de la première partie de l'année, du fait de problèmes liés aux conditions météorologiques, puis ont reculé durant l'été, en raison de l'abondance des récoltes de céréales. Les prix des métaux sont restés à des niveaux faibles au cours de la première partie de l'année, la Chine ayant annoncé des politiques environnementales restreignant la consommation de métaux. Les perspectives de demande future s'étant améliorées en lien avec d'éventuels nouveaux investissements dans les infrastructures en Chine et aux États-Unis, les prix des métaux se sont ensuite partiellement redressés.

Globalement, la lente réduction des écarts de production entre les économies avancées, la légère diminution des importantes capacités inutilisées dans plusieurs économies de marché émergentes et la dissipation des effets des baisses passées des prix du pétrole et d'autres matières premières ont exercé une légère pression haussière sur l'inflation mondiale au second semestre 2016.

## La croissance s'est poursuivie dans les principales économies

**Aux États-Unis**, l'activité économique s'est ralentie en 2016. Après une modeste expansion au premier semestre de l'année, la croissance du PIB en volume a rebondi au second semestre. La croissance s'explique principalement par les dépenses de consommation, les créations d'emplois et le renforcement des bilans des ménages. Le frein exercé sur la croissance au premier semestre par l'ajustement des stocks et par le fléchissement de l'investissement dans l'énergie s'est desserré vers la fin de l'année, contribuant à renforcer l'activité. Globalement, la croissance du PIB a reculé, de 2,6 % en 2015 à 1,6 % en 2016. La dynamique sous-jacente du marché du travail est restée robuste, avec une nouvelle baisse du taux de chômage, à 4,7 %, et un redressement de la croissance des salaires à la fin de l'année. L'inflation est demeurée nettement inférieure à l'objectif du Comité fédéral de l'*open market*. Globalement, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 2,1 % en 2016 et celle de l'indice sous-jacent (hors produits alimentaires et énergie) est ressortie à 2,2 %.

La politique monétaire est restée très accommodante en 2016. En décembre, le Comité a décidé de relever la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base, à 0,5-0,75 %, une initiative largement anticipée par les marchés financiers. L'orientation budgétaire a été légèrement expansionniste pour l'exercice 2016, le déficit budgétaire s'accroissant légèrement, à 3,2 % du PIB, en raison de la hausse des dépenses liée aux coûts des soins de santé et de l'augmentation des paiements d'intérêts nets.

**Le Japon** a enregistré une croissance robuste en 2016, soutenue par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, des conditions financières plus souples et une accentuation des tensions sur le marché du travail. En moyenne, la croissance du PIB en volume s'est légèrement ralentie, ressortant à 1 % en 2016, après 1,2 %

l'année précédente. Le taux de chômage est revenu à 3,1 %, mais la croissance des salaires est demeurée atone. La variation annuelle des prix à la consommation (IPC) est devenue négative en 2016, à – 0,1 %, reflétant essentiellement la baisse des prix des matières premières au niveau mondial et l'appréciation du yen. La mesure privilégiée de l'inflation sous-jacente de la Banque du Japon, à savoir l'IPC hors produits alimentaires frais et énergie, a légèrement reculé par rapport à l'année précédente, s'établissant à 0,6 % en 2016. En septembre, la Banque du Japon a introduit un assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements. Elle s'est également engagée à accroître la base monétaire jusqu'à ce que le taux d'inflation observé dépasse son objectif de stabilité des prix et demeure durablement supérieur à celui-ci.

**Au Royaume-Uni**, l'économie est demeurée robuste malgré l'incertitude liée au résultat du référendum concernant l'appartenance de ce pays à l'UE. En 2016, le PIB en volume a augmenté de 2,0 % selon des estimations provisoires, principalement soutenu par la vigueur de la consommation privée <sup>2</sup>. Sur les marchés financiers, la réaction la plus notable au résultat du référendum a été une forte dépréciation de la livre sterling. L'inflation s'est redressée à partir de très bas niveaux. La politique monétaire est demeurée accommodante en 2016. En août, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a abaissé son principal taux directeur de 25 points de base, à 0,25 %, étendu son programme d'achats d'actifs et mis en place le dispositif de financement à terme (*Term Funding Scheme*) afin de soutenir la transmission des évolutions de taux d'intérêt à l'économie. En novembre, le gouvernement a annoncé un nouveau mandat budgétaire et des mesures de politique ciblées, en particulier dans les domaines du logement et de l'investissement dans les infrastructures, afin de soutenir l'économie durant la phase de transition.

**En Chine**, la croissance s'est stabilisée en 2016, soutenue par la vigueur de la consommation et des dépenses d'infrastructures. La croissance annuelle du PIB s'est inscrite à 6,7 % en 2016, contre 6,9 % l'année précédente. L'investissement manufacturier est demeuré faible, mais l'investissement immobilier s'est inscrit en légère hausse. La demande d'importations s'est redressée après avoir atteint un point bas en 2015, tout en demeurant plus faible que par le passé. La relative atonie de la demande étrangère a pesé sur les exportations, ce qui a ensuite affecté négativement les importations *via* les importations destinées à être réexportées après assemblage. La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 2 %, tandis que la variation annuelle des prix à la production, qui est négative depuis mars 2012, est ressortie à – 1,4 %.

---

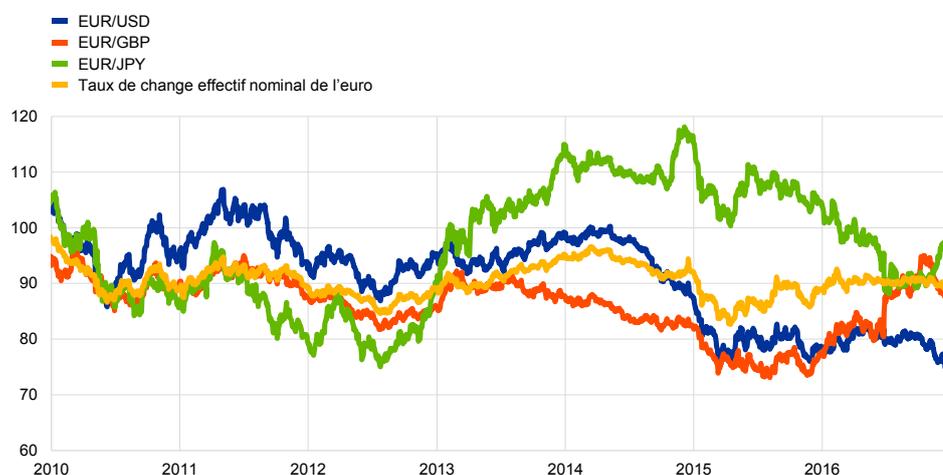
<sup>2</sup> Cf. également l'encadré intitulé « [Évolutions économiques au lendemain du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

## Le taux de change effectif de l'euro est demeuré globalement stable.

En 2016, le taux de change de l'euro a été globalement stable en termes effectifs nominaux (cf. graphique 3). En termes bilatéraux, toutefois, l'euro a évolué par rapport à certaines autres grandes devises. Vis-à-vis du dollar, il est demeuré remarquablement stable durant la majeure partie de 2016, les rendements de part et d'autre de l'Atlantique étant restés largement inchangés, mais il a fléchi vers la fin de l'année. Une dépréciation de l'euro vis-à-vis du yen a été en partie compensée par une appréciation par rapport à la livre sterling.

**Graphique 3**  
Taux de change de l'euro

(données quotidiennes)



Source : BCE.

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

La couronne danoise est actuellement l'unique devise participant au mécanisme de change européen II (MCE II). Elle s'est échangée à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II, alors que la Danmarks Nationalbank a relevé ses taux directeurs en janvier 2016 et, en termes nets, a acquis des devises contre des couronnes danoises en 2016. La Česká národní banka a continué de procéder à des achats de devises, conformément à son engagement d'intervenir sur les marchés des changes afin d'empêcher la couronne tchèque de s'apprécier au-delà d'un certain niveau. De même, la Hrvatska narodna banka a continué d'intervenir sur les marchés des changes dans le cadre de son régime de change flottant administré. Le lev bulgare est resté ancré à l'euro. L'euro est également demeuré globalement stable vis-à-vis du franc suisse, du forint hongrois et du leu roumain, tandis qu'il s'est apprécié par rapport à la couronne suédoise et, dans une moindre mesure, au zloty polonais.

## 1.2 Les évolutions financières

En 2016, les marchés financiers de la zone euro ont continué d'être influencés, dans une large mesure, par le nouvel assouplissement de la politique monétaire mis en œuvre par la BCE, qui a contribué à une baisse progressive des rendements des emprunts publics dans la zone euro au cours des trois premiers trimestres de l'année. Toutefois, vers la fin 2016, des facteurs mondiaux ont permis aux rendements des emprunts publics de la zone euro de récupérer une partie de la baisse enregistrée plus tôt dans l'année. Les taux du marché monétaire et le coût du financement externe pour les sociétés non financières ont poursuivi leur baisse, atteignant des points bas historiques. Les sociétés non financières et les ménages ont enregistré de nouvelles améliorations de leurs conditions de financement.

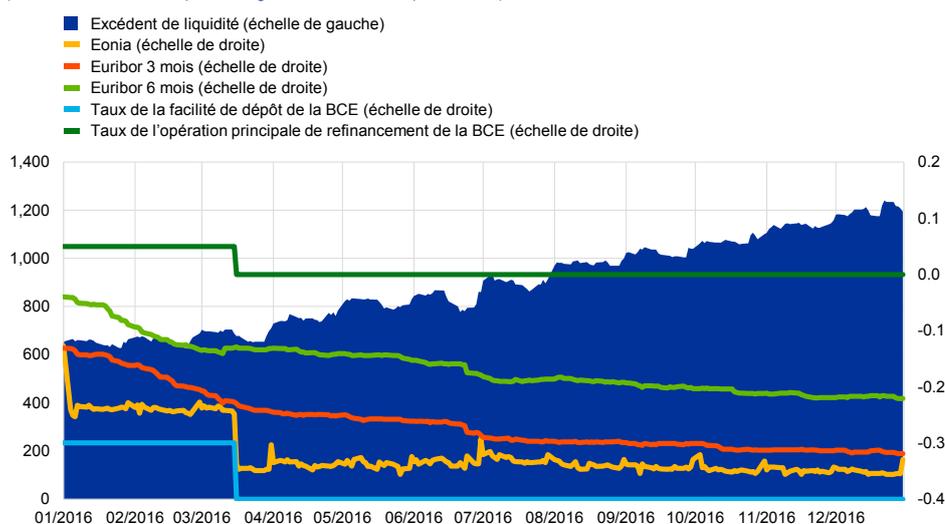
### Les taux du marché monétaire de la zone euro ont fléchi

Les taux du marché monétaire ont continué de fléchir en 2016, en raison essentiellement d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE.

Ces mesures d'assouplissement sont expliquées de façon plus détaillée dans la section 2.1. La baisse du taux de la facilité de dépôt s'est rapidement et entièrement transmise à l'Eonia, qui s'est ensuite stabilisé autour de – 35 points de base (cf. graphique 4). Conformément à son profil historique, l'Eonia a augmenté momentanément lors des fins de mois, mais ces hausses ont été moins prononcées que celles observées début 2015, avant que la mise en œuvre du programme d'achat d'actifs (APP) n'augmente fortement l'excédent de liquidité.

**Graphique 4**  
Taux du marché monétaire et excédent de liquidité

(en milliards d'euros ; en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Bloomberg.

Note : Les dernières observations se rapportent au 30 décembre 2016.

L'Euribor 3 mois et l'Euribor 6 mois sont devenus encore plus négatifs. La baisse des taux Euribor a suivi le nouvel assouplissement de la politique monétaire, des pressions supplémentaires à la baisse résultant de la tendance haussière de l'excédent de liquidité. La hausse de l'excédent de liquidité de plus de 500 milliards d'euros tout au long de l'année s'explique essentiellement par les achats effectués dans le cadre de l'APP et, dans une moindre mesure, par la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II). L'excédent de liquidité a atteint 1 200 milliards d'euros à la fin de l'année (cf. graphique 4).

Sur le marché monétaire garanti, les taux des pensions ont également continué de diminuer, entraînés par les baisses des taux directeurs de la BCE, l'abondance des conditions de la liquidité et la recherche de garanties de qualité élevée. Les taux de pension appliqués aux garanties émises par certains pays de la zone euro sont ressortis à un niveau inférieur au taux de la facilité de dépôt pendant la plus grande partie de l'année, reflétant la demande de garanties fortement liquides.

Les taux à terme du marché monétaire en euros ont atteint un point bas après le référendum organisé fin juin par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, dans un contexte de hausse des anticipations par le marché d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Cependant, à la fin de l'année, les taux à terme s'étaient inversés, les anticipations par le marché de nouvelles baisses des taux directeurs ayant diminué et la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'étant pentifiée. La pentification de cette courbe et la progression des rendements des obligations souveraines de la zone euro ont reflété les évolutions des rendements mondiaux à plus long terme, les plus fortes hausses ayant été observées aux États-Unis.

## Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont augmenté vers la fin de l'année

### Graphique 5

#### Rendements des emprunts souverains à dix ans

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

Notes : Les données de la zone euro se rapportent à la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans. La dernière observation se rapporte au 30 décembre 2016.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont été globalement plus faibles en 2016 qu'en 2015, ce qui traduit la persistance du soutien de la BCE (achats d'emprunts publics de la zone euro et autres mesures de politique monétaire). Les rendements dans la zone euro et aux États-Unis ont subi un ajustement significatif en raison des évolutions mondiales (cf. graphique 5). La hausse de l'incertitude relative aux perspectives de croissance mondiale en début d'année a entraîné une forte diminution des taux d'intérêt sans risque. Le résultat du référendum au Royaume-Uni a encore réduit les rendements, avant que des perspectives mondiales plus optimistes et le résultat de l'élection présidentielle américaine n'entraînent une augmentation des rendements à la fois dans la zone euro et aux États-Unis. Globalement, la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a baissé de 30 points de base environ en 2016, s'inscrivant autour

de 0,9 % à la fin de l'année. Les évolutions des écarts de rendement des emprunts publics au sein de la zone euro ont été relativement modérées, mais font apparaître une certaine hétérogénéité entre les pays.

## Les cours des actions de la zone euro sont restés globalement stables après des baisses temporaires

### Graphique 6

#### Indices boursiers pour la zone euro et les États-Unis

(indice : 1er janvier 2016 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters.

Notes : L'indice EuroStoxx est utilisé pour la zone euro ; l'indice S&P 500 est utilisé pour les États-Unis. Les indices sont normalisés à 100 au 1<sup>er</sup> janvier 2016. La dernière observation se rapporte au 30 décembre 2016.

L'année 2016 a démarré par une baisse importante sur les marchés boursiers mondiaux, les évolutions en Chine ayant suscité des inquiétudes pour la croissance mondiale (cf. graphique 6). Les inquiétudes se sont apaisées et les marchés boursiers ont retrouvé vers le mois d'avril les niveaux observés en début d'année. Le même scénario s'est produit lors du référendum au Royaume-Uni, le recul sensible constaté dans les jours suivant le référendum s'étant inversé au cours des mois suivants. Au second semestre, les marchés boursiers de la zone euro ont sensiblement augmenté grâce à l'amélioration des perspectives. Malgré les mouvements relativement importants observés en cours d'année, les marchés boursiers de la zone euro sont restés globalement inchangés, l'indice EuroStoxx large augmentant de 1 % environ. La légère hausse de l'indice global masque un fléchissement des actions bancaires, qui ont été affectées de façon négative, notamment, par le stock de créances douteuses et par la persistance de la faible rentabilité des banques.

Aux États-Unis, les actions ont suivi un scénario comparable au cours de l'année, mais ont réalisé de meilleures performances dans l'ensemble et ont enregistré une augmentation de près de 10 % en 2016. En décembre 2016, les principaux indices boursiers aux États-Unis ont atteint un nouveau pic historique.

## Les sociétés non financières ont bénéficié d'une baisse du coût du financement externe

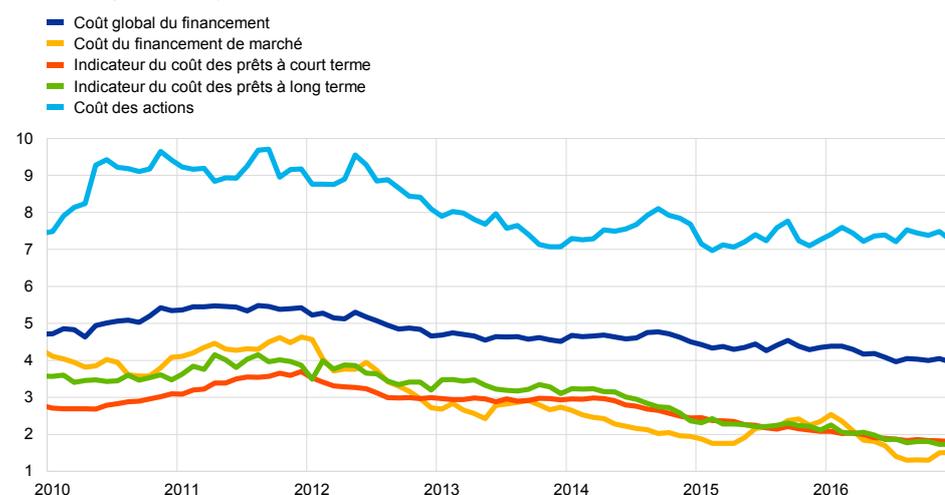
Les mesures de politique monétaire prises en 2016 ont également été transmises au coût nominal global du financement externe pour les sociétés non financières (SNF), qui a atteint un point bas historique à l'été 2016 (cf. graphique 7). En particulier, les taux négatifs de la facilité de dépôt et les nouvelles opérations TLTRO II annoncées en mars ont contribué à réduire encore davantage le coût des prêts bancaires pour les SNF. L'introduction des achats d'obligations bien notées libellées en euros émises par les sociétés non bancaires établies dans la zone euro, en plus des autres éléments de l'APP, a fait revenir le coût de l'endettement de marché à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux enregistrés l'année précédente et également

aux taux débiteurs bancaires. Cependant, comme la prime de risque sur actions est restée élevée, le coût des actions n'a que faiblement diminué en 2016. L'orientation extrêmement accommodante de la politique monétaire a contribué à réduire le coût du financement externe, ainsi que l'hétérogénéité des coûts du financement externe d'un pays à l'autre de la zone euro et entre les entreprises de tailles différentes.

### Graphique 7

#### Coût nominal global du financement externe pour les sociétés non financières dans la zone euro

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le coût global du financement pour les sociétés non financières se calcule comme une moyenne pondérée du coût des crédits bancaires, du coût de l'endettement de marché et du coût des actions, sur la base de leurs encours respectifs calculés à partir des comptes de la zone euro. Le coût des actions est mesuré par un modèle d'actualisation des dividendes en trois phases qui utilise les informations tirées de l'indice Datastream du marché des actions non financières. La dernière observation se rapporte à décembre 2016.

### Les flux de financement externe se sont stabilisés en 2016

Au cours des trois premiers trimestres 2016, les flux de financement externe des SNF se sont stabilisés à un niveau proche du niveau moyen enregistré en 2015 (cf. graphique 8). Dans une perspective à plus long terme, le redressement de ces flux par rapport aux points bas observés au premier trimestre 2014 est encore soutenu par : (a) la nouvelle baisse des coûts de financement ; (b) un assouplissement des contraintes du crédit ; (c) la poursuite de l'expansion de l'activité économique ; et (d) le renforcement de l'activité de fusion-acquisition. En outre, le caractère accommodant de la politique monétaire de la BCE a également contribué à créer des conditions favorables à l'accès des SNF au financement de marché. En particulier, l'extension en juin 2016 de l'APP en vue d'inclure des obligations du secteur privé a favorisé l'émission de titres de créance au cours de l'année. L'amélioration des conditions du crédit<sup>3</sup> et la baisse des taux d'intérêt ont

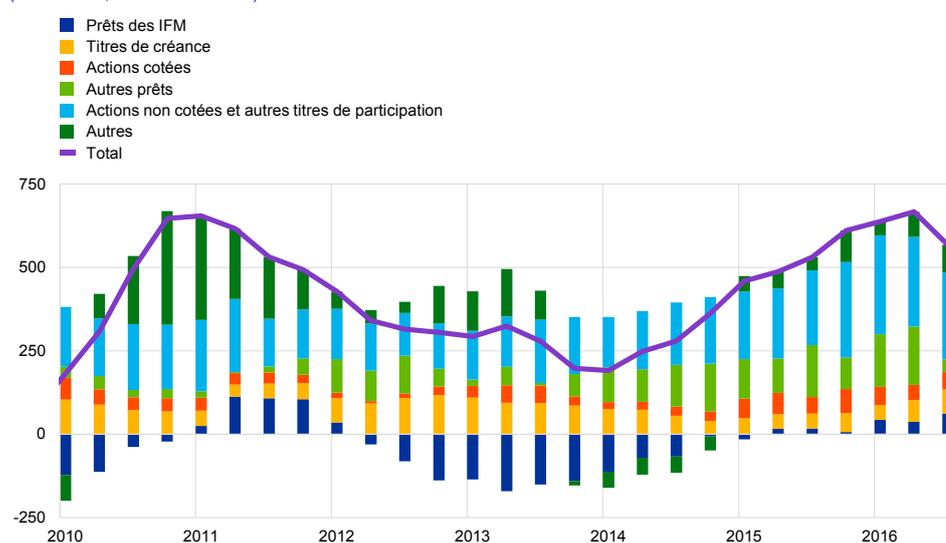
<sup>3</sup> Pour de plus amples informations concernant l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire, cf. également la section 1.5 du chapitre 1, qui analyse les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

provoqué une légère augmentation du recours des SNF au financement bancaire, tandis que les prêts des non-IFM et du reste du monde ont sensiblement diminué sur l'année. Les actions non cotées et les autres actions sont restées la composante la plus importante des flux de financement externe des SNF, favorisées par l'importance des bénéfiques non distribués. Les émissions d'actions cotées ont été freinées par le coût relativement élevé des actions. En outre, l'amélioration générale de l'accès des SNF au financement externe a ralenti la dynamique des crédits commerciaux et des prêts inter-entreprises.

### Graphique 8

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

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les « autres prêts » incluent les prêts des non-IFM (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension) et du reste du monde. Les prêts des IFM et des non-IFM sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments considérés dans le graphique. Elle comprend les prêts inter-entreprises et les crédits commerciaux. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

### La croissance du patrimoine net des ménages s'est accélérée

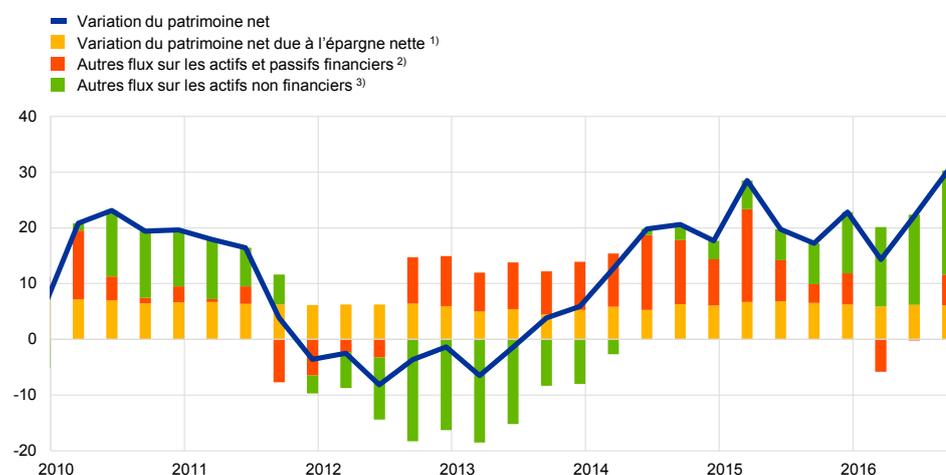
Au cours des trois premiers trimestres 2016, le patrimoine net des ménages a continué de progresser à un rythme plus rapide (cf. graphique 9). En particulier, la hausse ininterrompue des prix des logements a provoqué d'importantes plus-values du patrimoine immobilier des ménages. La hausse des prix des actions en 2016 a entraîné des augmentations de la valeur du patrimoine financier des ménages et a apporté une contribution positive à la croissance du patrimoine net.

Le coût d'emprunt pour les ménages de la zone euro a atteint un point bas historique, mais a continué de varier selon les pays et les échéances, le coût des emprunts à long terme diminuant davantage que celui des emprunts à court terme. Les emprunts des ménages auprès des banques ont continué de se redresser en 2016.

## Graphique 9

### Variation du patrimoine net des ménages

(flux annuels ; en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les données relatives aux actifs non financiers sont des estimations de la BCE. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

1) Cette rubrique comprend l'épargne nette, les transferts nets en capital reçus et l'écart entre les comptes non financiers et les comptes financiers.

2) Essentiellement plus-values et moins-values sur les actions et autres titres de participation.

3) Essentiellement plus-values et moins-values sur l'immobilier (y compris les terrains).

## Encadré 1

### L'impact du bas niveau des taux d'intérêt sur les banques et sur la stabilité financière

Le bas niveau des taux d'intérêt observé tout au long de 2016 a résulté de facteurs mondiaux et d'autres facteurs spécifiques à la zone euro. Certains facteurs à long terme concernaient des évolutions structurelles, comme les évolutions démographiques en cours et le ralentissement de la hausse de la productivité, tandis que d'autres étaient liés au processus de désendettement ayant suivi la crise financière ainsi qu'à l'excédent de l'épargne prévue par rapport à l'investissement prévu et aux dépenses de consommation. La politique monétaire accommodante de la BCE, dont l'objectif principal est de préserver la stabilité des prix, a constitué l'un des facteurs de cet environnement. En soutenant la croissance nominale dans la zone euro, la politique monétaire de la BCE vise à atteindre cet objectif, ce qui devrait finalement entraîner une hausse des taux d'intérêt, quand la reprise économique se confirmera.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit des éléments permettant d'établir que le programme d'achats d'actifs de la BCE, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le taux négatif de la facilité de dépôt ont contribué à rendre les modalités et conditions attachées aux prêts plus favorables en 2016, ce qui a entraîné un redressement de l'activité de prêt<sup>4</sup>. À côté de ces éléments positifs, le contexte de bas niveau des taux d'intérêt a également exercé des pressions sur les institutions financières<sup>5</sup>. La BCE, conjointement avec le Comité européen du risque systémique, a identifié les risques pesant sur les banques, les sociétés d'assurance et les fonds de pension du point de vue de la viabilité de leurs modèles d'activité et de

<sup>4</sup> Cf. *The euro area bank lending survey*, BCE, octobre 2016.

<sup>5</sup> Il apparaît que les mesures non conventionnelles de politique monétaire n'ont exercé qu'une incidence limitée sur la rentabilité des banques ; cf. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, encadré 4.

leur prise de risques. Certains de ces risques devront probablement être contenus au moyen de mesures macroprudentielles et microprudentielles spécifiques <sup>6</sup>.

Un bas niveau de taux d'intérêt sur une période prolongée, en particulier s'il s'accompagne d'une faible croissance économique, peut exercer des tensions sur la rentabilité et sur la solvabilité des établissements qui offrent des contrats à rendement garanti sur le long terme. Au-delà du système bancaire, un bas niveau de taux d'intérêt pourrait rendre non viables les produits à rendement garanti classiques des sociétés d'assurance-vie et des fonds de pension. Des éléments montrent que les secteurs de l'assurance et des fonds de pension sont déjà en train de passer de modèles d'activité fondés sur des contrats à rendement garanti vers des modèles fondés sur des contrats en unités de compte afin de réduire leurs éléments de passif garantis sur le long terme. En conséquence, le secteur financier réduit son offre de contrats à rendement garanti sur le long terme. De plus, l'environnement de faibles taux d'intérêt peut également contribuer à une baisse du produit net d'intérêts des banques, notamment sous l'effet d'une réduction des marges nettes d'intérêts, les taux des dépôts pouvant être limités par un plancher effectif, et diminuer la rentabilité. Si le produit net d'intérêts est la principale source de revenu pour la plupart des banques, d'autres facteurs, comme les produits nets de commissions ou l'efficacité relative en termes de coûts des différents établissements, influent également sur leur rentabilité.

Afin de rétablir leurs marges bénéficiaires, les institutions financières ont eu recours à d'autres sources de revenu et ajustent progressivement leurs modèles d'activité. La part des frais et commissions dans le revenu total est inférieure pour les banques qui se spécialisent dans l'activité de prêt et plus élevée pour celles offrant des services de conservation <sup>7</sup>. En particulier, des éléments récents indiquent que certaines banques ont renforcé les activités générant des frais et commissions. Les frais de remboursement anticipé et de renégociation de prêts hypothécaires ont été une source importante de revenu pour les prêteurs au cours des dernières années. Les emprunteurs ont tiré profit de la baisse progressive des taux d'intérêt à long terme, en particulier dans les pays où les prêts hypothécaires à taux fixe sont prépondérants. Les revenus provenant des frais de remboursement anticipé et de renégociation devraient jouer un rôle moins important dans le futur, ces frais n'étant supportés qu'une seule fois au moment de la renégociation. Les banques doivent donc poursuivre l'ajustement de leurs modèles d'activité et de leur efficacité en termes de coûts pour conserver leur rentabilité. De fait, les banques ont également envisagé des mesures de réduction des coûts, telles que la restructuration, la réduction de leur effectifs, les fermetures d'agences et la digitalisation des processus, mais les progrès accomplis sur le plan de l'efficacité en termes de coûts demeurent inégaux d'un pays et d'un établissement à l'autre <sup>8</sup>.

La baisse des revenus d'intérêts dans le contexte de bas niveau des taux d'intérêt et les progrès limités en matière d'amélioration de la rentabilité renforcent la possibilité d'une prise de risque généralisée par les institutions financières, en particulier de la part de celles dont le produit net d'intérêts représentait auparavant une part prépondérante du revenu. Les investissements dans des catégories d'actifs plus risqués peuvent comporter le risque d'une plus grande exposition à des

---

<sup>6</sup> Cf. *Macprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, Comité européen du risque systémique, novembre 2016.

<sup>7</sup> Cf. Kok (C.), Mirza (H.), Móri (C.) et Pancaro (C.), « *Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, Special Feature C.

<sup>8</sup> Cf. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, Section 3.

instruments financiers illiquides, ce qui expose les institutions financières à des risques de réévaluation accrus et crée un risque de contagion.

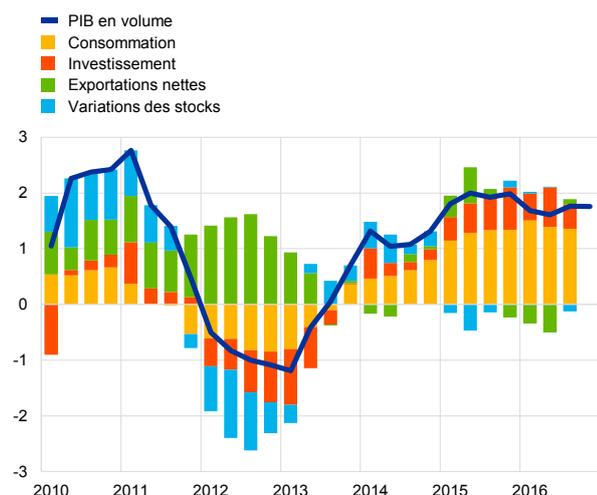
La BCE surveille attentivement l'ajustement par les institutions financières de leurs modèles d'activité dans le cadre de son rôle d'autorité de surveillance des banques et d'autorité macroprudentielle chargée de garantir la stabilité financière dans les pays couverts par la supervision bancaire européenne. Dans ce contexte, la BCE peut prendre des mesures prudentielles et mettre en œuvre des politiques macroprudentielles pour le secteur bancaire afin de garantir la stabilité financière, condition préalable pour garantir une reprise économique durable en contenant les risques systémiques.

### 1.3 Une reprise généralisée

#### Graphique 10

##### PIB en volume de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La croissance annuelle du PIB pour le quatrième trimestre 2016 correspond à l'estimation rapide provisoire.

La reprise économique tirée par la demande intérieure, qui s'était amorcée début 2013 dans la zone euro, s'est poursuivie en 2016. S'agissant des facteurs moteurs de l'activité économique, la dynamique de croissance actuelle affiche une plus grande résistance (cf. l'encadré 2 pour plus de détails). Cela étant, l'activité économique de la zone euro a été freinée par une croissance toujours faible de la demande étrangère dans un contexte de renforcement de l'incertitude mondiale. Par conséquent, la croissance annuelle moyenne s'est établie à 1,7 % en 2016 (cf. graphique 10). Ce chiffre n'est que légèrement inférieur à celui de 2,0 % enregistré en 2015, qui avait été dopé par une croissance particulièrement forte du PIB en Irlande. La consommation privée a augmenté à un rythme comparable à celui de 2015, alimentée une fois encore par la hausse du revenu disponible, tandis que l'investissement a progressé à un rythme légèrement plus faible que l'année précédente, malgré le redressement du secteur de la construction. Dans le

même temps, la consommation publique a augmenté à un rythme plus soutenu qu'en 2016, contribuant ainsi positivement à la croissance économique (cf. la section 1.6 du chapitre 1). La reprise économique a été relativement généralisée dans les pays de la zone euro.

#### L'économie de la zone euro a poursuivi son expansion

L'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE a continué de se transmettre à l'économie réelle et de soutenir la demande intérieure.

L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables ont de nouveau favorisé un redressement de l'investissement. De plus, la

poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, a continué d'apporter un soutien à la reprise. La persistance d'un niveau relativement faible des prix du pétrole a encore stimulé la croissance en 2016. En revanche, l'endettement des secteurs public et privé, qui s'est maintenu à des niveaux élevés dans certains pays, et les besoins de désendettement associés ont freiné la demande intérieure. En outre, la lente progression dans la mise en œuvre des réformes structurelles a continué de peser sur la croissance.

La consommation privée de la zone euro s'est encore renforcée en 2016, affichant un taux de croissance annuel moyen de 2,0 % environ, globalement comparable à celui de l'année précédente. Les principaux facteurs à l'origine de la hausse de la consommation privée ont été la faiblesse des prix du pétrole, notamment au début de l'année, et les améliorations sur les marchés du travail de la zone euro ainsi que la progression des revenus du travail qui en a résulté. À cet égard, c'est essentiellement la croissance de l'emploi, plutôt qu'une hausse des salaires, qui a contribué à la croissance des revenus nominaux totaux du travail en 2016. La faiblesse des taux d'intérêt a continué de soutenir la consommation privée, l'emprunt devenant moins cher et l'épargne moins rémunératrice. De plus, bien que le revenu net d'intérêts moyen des ménages de la zone euro ait légèrement fléchi en 2016, la baisse des taux d'intérêt a essentiellement redistribué les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets, qui ont généralement une propension à consommer plus forte<sup>9</sup>.

Les mesures de politique monétaire mises en œuvre par la BCE au cours des dernières années, notamment le programme d'achats de titres du secteur des entreprises annoncé en mars 2016, ont stimulé la demande et par là même favorisé l'investissement. Par conséquent, en 2016, l'investissement a continué d'apporter une contribution majeure à la croissance, reflétant également l'amélioration de la rentabilité des entreprises, une demande moins contrainte et une augmentation de l'utilisation des capacités de production. En outre, les mesures de politique monétaire ont dopé la confiance des chefs d'entreprise, réduit les paiements d'intérêt nets des entreprises et assoupli les conditions de financement, y compris celles des PME, ce qui a renforcé encore l'investissement des entreprises. L'investissement en matériel de transport a contribué tout particulièrement à la reprise de l'investissement des entreprises. Toutefois, certains facteurs ont probablement pesé sur l'activité d'investissement des entreprises, comme la baisse prolongée des anticipations de croissance à long terme de la zone euro, les ajustements en cours des bilans des entreprises liés à leur fort endettement et le recul des échanges mondiaux.

L'investissement dans la construction s'est également amélioré, mais à partir de niveaux bas, parallèlement à la reprise sur les marchés de l'immobilier de la zone euro. Cette reprise reflète une hausse de la demande, qui a été soutenue par la croissance du revenu réel, et par des taux hypothécaires et des conditions de crédit favorables sous l'effet des mesures de politique monétaire, ainsi que par des

---

<sup>9</sup> Cf. Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *Fiscal policy and MPC heterogeneity* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4, 2014, p. 107-136.

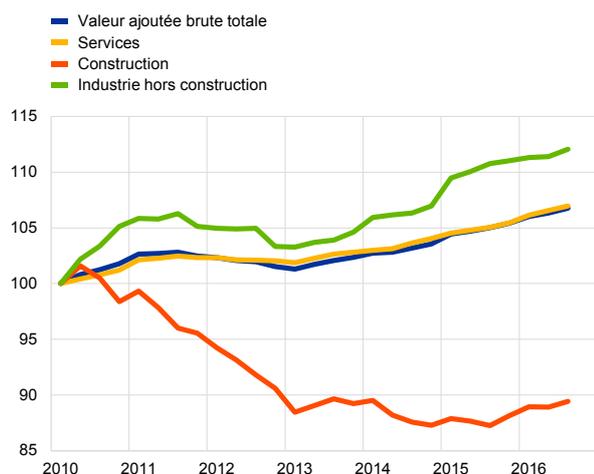
incitations fiscales dans certains pays. Par ailleurs, les rendements des formes alternatives d'investissement des ménages sont demeurés faibles, encourageant encore davantage l'investissement résidentiel. La reprise sur le marché de l'immobilier a été généralisée dans les pays de la zone euro.

La dynamique de la croissance économique a continué d'être freinée par un environnement externe atone en 2016, qui a largement contrebalancé les répercussions des effets décalés de la forte dépréciation de l'euro en 2014-2015 (cf. la section 1.1 du chapitre 1). Les exportations de la zone euro à destination des États-Unis, de l'Asie (à l'exception de la Chine) et des économies de marché émergentes sont demeurées atones en 2016. Cela étant, les partenaires commerciaux en Europe et la Chine ont résisté à ces évolutions défavorables et ont davantage contribué aux exportations de la zone euro. Les échanges au sein de la zone euro se sont renforcés en 2016 et ont reflété la dynamique de fond de la demande intérieure.

### Graphique 11

#### Valeur ajoutée brute réelle de la zone euro par activité économique

(indice : T1 2010 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

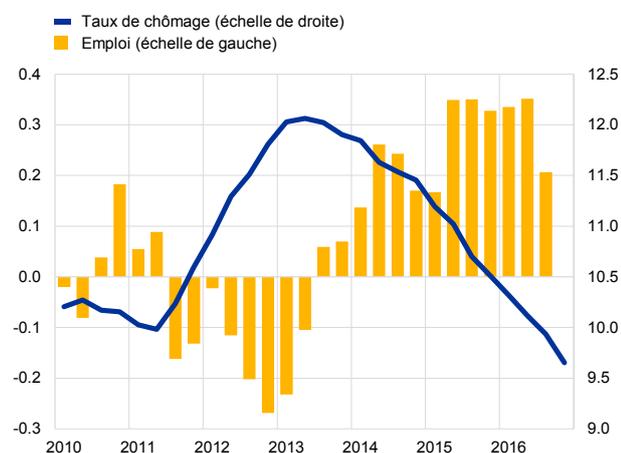
D'un point de vue sectoriel, la hausse de la production a été généralisée en 2016 (cf. graphique 11). La valeur ajoutée brute totale, qui au deuxième trimestre 2015 avait dépassé son point culminant d'avant la crise (enregistré au premier trimestre 2008), a augmenté de 1,7 % environ en moyenne en 2016. La croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) s'est ralentie pour s'inscrire à 1,6 % environ en 2016, tandis que le secteur des services a progressé de 1,8 %, soit un rythme légèrement supérieur à celui de 2015. Dans le même temps, la valeur ajoutée dans la construction, bien qu'encore nettement inférieure à son niveau d'avant la crise, est plus dynamique, affichant une progression de 2,0 % environ, le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis 2006. Cela confirme que les évolutions du secteur de la construction deviennent de plus en plus positives après la période prolongée de contraction ou de faible croissance qui avait démarré en 2008.

## L'emploi de la zone euro a continué de s'inscrire en hausse

### Graphique 12

#### Indicateurs du marché du travail

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



Source : Eurostat.

Les marchés du travail ont poursuivi leur redressement en 2016 (cf. graphique 12). Au troisième trimestre 2016 le nombre de personnes occupant un emploi dans la zone euro s'est établi 1,2 % au-dessus du niveau observé pour le trimestre correspondant de 2015, ou plus de 3 % au-dessus du dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013. Toutefois, l'emploi s'est établi 0,5 % environ au-dessous de son pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. S'agissant de la ventilation sectorielle, l'emploi a principalement augmenté dans le secteur des services et, dans une moindre mesure, dans l'industrie hors construction, tandis qu'il restait globalement stable dans le secteur de la construction.

Sur les trois premiers trimestres de 2016, le nombre total d'heures travaillées a enregistré une hausse comparable à celle des effectifs employés. La

croissance annuelle de la productivité par personne employée est demeurée faible, ressortant en moyenne à 0,4 % environ par trimestre au cours des trois premiers trimestres de 2016, par rapport à une hausse annuelle de 1,0 % en 2015 (qui était cependant largement imputable à la révision du PIB en Irlande).

Le taux de chômage a poursuivi son recul en 2016 pour s'inscrire à 9,6 % en décembre, son taux le plus faible depuis mi-2009. La baisse du chômage, qui s'est amorcée au second semestre 2013, a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de leur sexe ou de la tranche d'âge à laquelle ils appartiennent. Pour l'ensemble de l'année 2016, le taux de chômage s'est établi à 10,0 % en moyenne, contre 10,9 % en 2015 et 11,6 % en 2014. Toutefois, les mesures élargies des capacités inutilisées sur le marché du travail restent élevées.

### Encadré 2

#### Les facteurs soutenant la reprise actuelle

La croissance économique dans la zone euro s'est poursuivie en 2016, en dépit d'une incertitude élevée au niveau mondial. Le redressement du PIB depuis le deuxième trimestre 2013 a résulté dans une large mesure de la croissance de la consommation privée. De fortes créations d'emplois ont favorisé une progression régulière du revenu disponible réel qui a soutenu à la fois la robuste dynamique de la consommation et le processus en cours de désendettement des ménages. Ces facteurs impliquent une certaine résistance de la dynamique de la croissance. En outre, l'élargissement des facteurs déterminants de la croissance économique de la zone euro, dopée par la politique monétaire très accommodante de la BCE, témoigne également du caractère durable de la reprise.

Près de la moitié de la croissance cumulée du PIB de la zone euro depuis le deuxième trimestre 2013 s'explique par la contribution de la consommation (cf. graphique A, partie

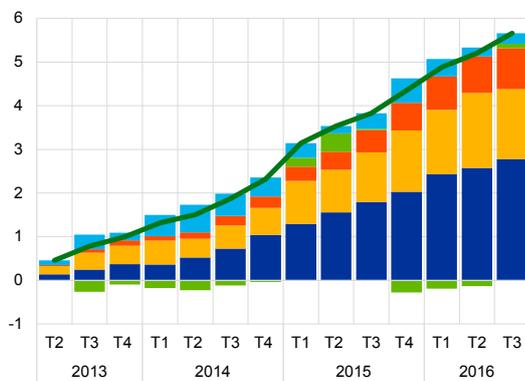
gauche)<sup>10</sup>. Dans une certaine mesure, cela peut être considéré comme normal puisque la consommation est la principale composante de la dépense (55 % environ du PIB de la zone euro). Cependant, ce profil se démarque nettement de celui de la reprise de 2009-2011, où 11 % seulement de la croissance cumulée du PIB s'expliquait par la consommation (cf. graphique A, partie droite). La reprise actuelle a beaucoup moins résulté des exportations nettes que l'épisode précédent, mais elle s'est également avérée plus progressive et plus durable.

## Graphique A Contributions au PIB

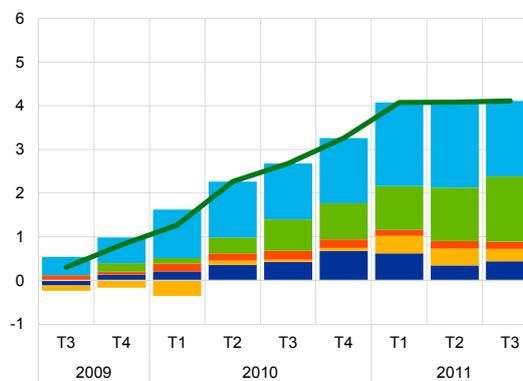
(en points de pourcentage cumulés)

- consommation privée
- FBCF
- Consommation publique
- Exportations nettes
- Variations des stocks
- PIB

T2 2013-T3 2016



T3 2009-T3 2011



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

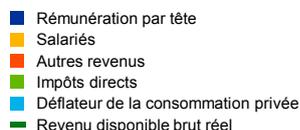
Un facteur essentiel contribuant au caractère durable de la reprise en cours a trait à la composition de la croissance du revenu disponible brut, qui est sensiblement différente dans l'épisode actuel de celle de la période comprise entre le troisième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2011 (cf. graphique B). Au cours de la reprise actuelle, la croissance du revenu disponible a été soutenue par des créations d'emploi relativement fortes. En revanche, lors de la reprise précédente, la croissance du revenu disponible résultait presque entièrement de la hausse des salaires, tandis que l'emploi avait, en fait, diminué. De plus, bien que la croissance du revenu nominal ait été en partie érodée par l'inflation, c'est dans une bien moindre mesure qu'au cours de la reprise précédente, la baisse des prix du pétrole depuis le deuxième semestre 2014 ayant procuré des gains exceptionnels aux ménages en termes de pouvoir d'achat réel.

<sup>10</sup> La conclusion selon laquelle la reprise actuelle découle principalement de la consommation ne dépend pas de la façon dont on détermine le rôle de la consommation dans la reprise. Une mesure possible repose sur la contribution de la consommation à la croissance totale du PIB ; une autre mesure compare le taux de croissance de la consommation à celui du PIB. Le présent encadré utilise la première mesure afin que le caractère cyclique plus marqué de l'investissement (c'est-à-dire une croissance plus forte pendant la reprise) ne brouille pas l'analyse.

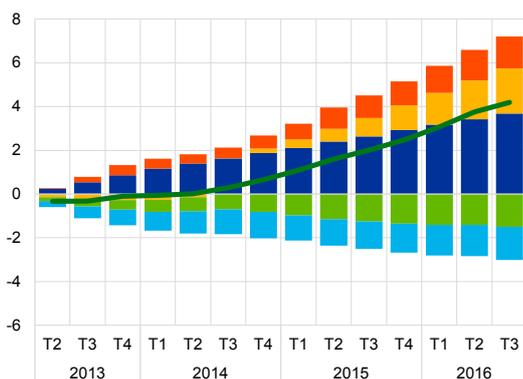
## Graphique B

### Contributions au revenu disponible réel

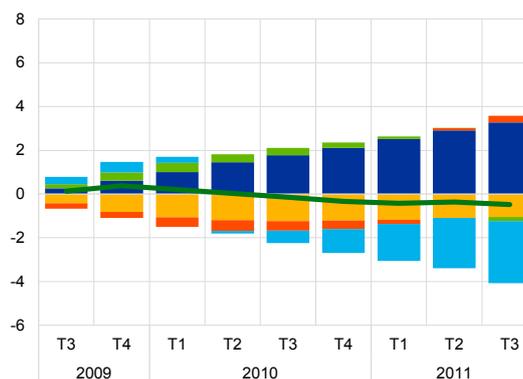
(en points de pourcentage cumulés)



T2 2013-T3 2016



T3 2009-T3 2011



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La théorie économique donne à penser que la consommation des ménages devrait réagir plus fortement à la croissance de l'emploi qu'aux augmentations des salaires réels, notamment parce que la croissance de l'emploi est plus persistante<sup>11</sup>. Une hausse de l'emploi peut donc signaler une augmentation du revenu permanent plus forte qu'une hausse similaire des salaires. Cela contribue à expliquer pourquoi les consommateurs réagissent plus fortement aux fluctuations de la croissance actuelle de l'emploi qu'à celles de la croissance actuelle des salaires<sup>12</sup>. En outre, des données microéconomiques suggèrent que les chômeurs ou les inactifs ont une plus forte propension à consommer que les personnes occupant un emploi<sup>13</sup>. Les hausses des revenus du travail agrégés résultant des fluctuations de l'emploi sont, dans une large mesure, concentrées sur les chômeurs et les inactifs, ce qui contribue également à expliquer pourquoi, au niveau agrégé, la réponse simultanée de la consommation aux fluctuations de l'emploi est plus importante que la réponse aux fluctuations de la croissance salariale. La plus forte contribution de l'emploi au revenu disponible réel dans la phase actuelle de reprise est donc cohérente avec une accélération de la croissance de la consommation.

La baisse des prix de l'énergie a également contribué à la robuste croissance de la consommation au cours de la reprise actuelle. Le fléchissement global des prix du pétrole depuis le second semestre 2014 a procuré aux ménages des gains exceptionnels en termes de pouvoir d'achat réel qui ont contribué à la fois à la croissance régulière de la consommation et à une hausse modérée

<sup>11</sup> Tandis que la croissance trimestrielle de l'emploi est fortement autocorrélée positivement (c'est-à-dire persistante), l'autocorrélation de la croissance trimestrielle des salaires est très faible. La croissance annuelle de l'emploi est également légèrement plus persistante que la croissance annuelle des salaires.

<sup>12</sup> Campbell (J.) et Deaton (A.), « *Why is consumption so smooth?* », *Review of Economic Studies*, vol. 56, p. 357-373, 1989.

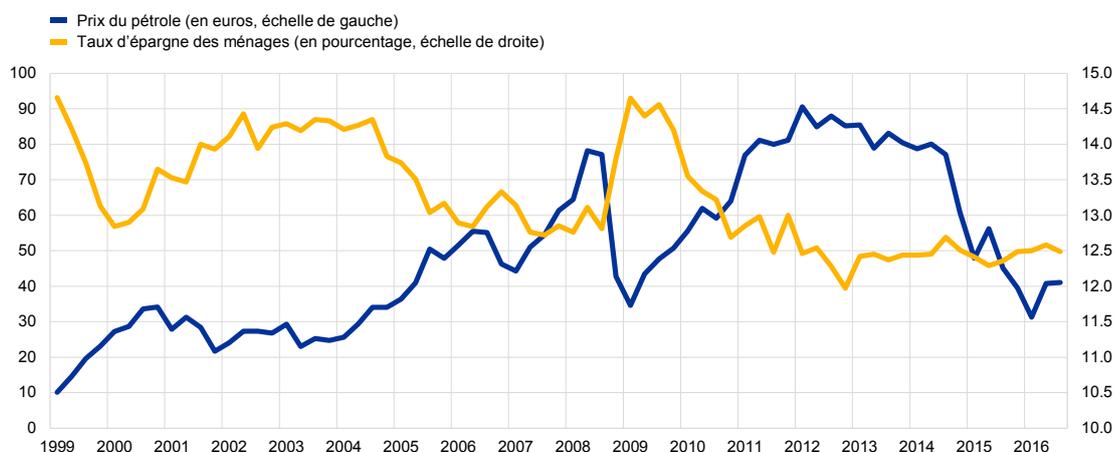
<sup>13</sup> Pour d'autres éléments, cf. par exemple, Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *Fiscal policy and MPC heterogeneity* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4, 2014, p. 107-136 ; Casado (J. M.) et Cuenca (J. A.), « *La recuperación del consumo en la UEM* », *Boletín Económico*, Banco de España, novembre 2015 ; et *Annual Report 2015*, Banco de España.

du taux d'épargne des ménages. Néanmoins, le soutien apporté par la baisse des prix de l'énergie à la croissance de la consommation commence à se dissiper, ces gains exceptionnels ayant à présent été en grande partie dépensés. Généralement, dans une perspective historique, la consommation réagit aux variations des prix du pétrole avec un certain décalage. Cependant, la consommation a récemment réagi plus rapidement au recul des prix du pétrole que lors des épisodes de baisse précédents, ainsi que l'illustre la réponse relativement modérée du taux d'épargne des ménages à ces gains exceptionnels (cf. graphique C).

### Graphique C

#### Taux d'épargne et prix du pétrole

(euros et pourcentages)

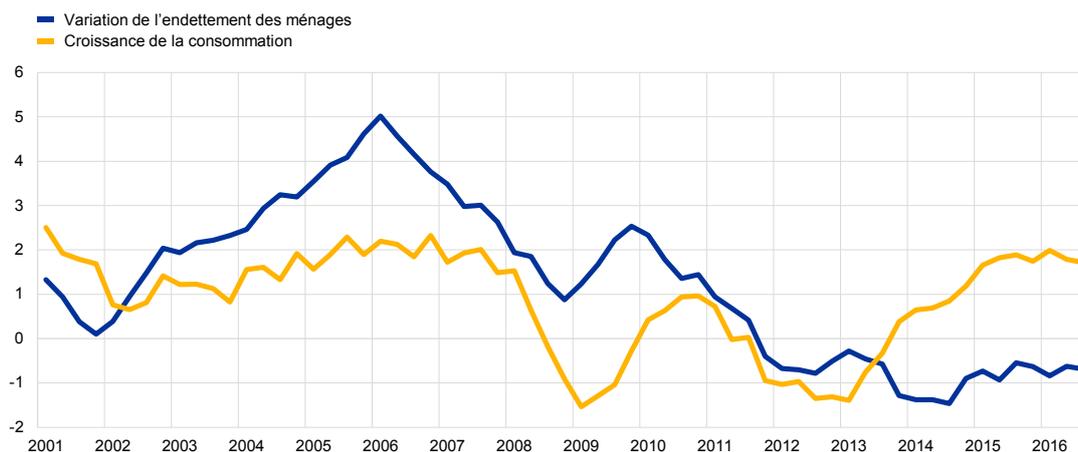


Sources : Bloomberg Finance L. P., Eurostat et calculs de la BCE.

### Graphique D

#### Endettement et consommation des ménages

(points de pourcentage et pourcentages ; variations en glissement annuel à partir de données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : L'endettement des ménages est défini par le ratio des prêts accordés aux ménages rapportés à leur revenu disponible nominal brut.

Un autre facteur contribuant au caractère durable de la reprise en cours a trait au fait que la croissance actuellement tirée par la consommation n'est pas stimulée par une hausse de l'endettement des ménages (défini par le ratio des prêts accordés aux ménages rapportés à leur revenu disponible nominal brut). Contrairement à la période qui a précédé la crise, la croissance de

la consommation dans la zone euro est allée de pair avec une baisse graduelle du ratio d'endettement des ménages (cf. graphique D). Cela souligne le caractère durable et la résilience de la reprise économique tirée par la consommation.

De même qu'elle est par essence largement tirée par la consommation, la reprise économique prend un tour de plus en plus généralisé, le soutien de l'investissement intérieur, stimulé par l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, se renforçant progressivement. Les évolutions de la FBCF ont contribué pour près d'un tiers à la croissance cumulée du PIB entre le deuxième trimestre 2013 et le troisième trimestre 2016.

Dans le même temps, la croissance des exportations a ralenti en 2016, la demande extérieure restant modérée dans un contexte de renforcement de l'incertitude au niveau mondial, tandis que les effets positifs de la dépréciation passée de l'euro se sont effacés. Le soutien global apporté à l'activité économique par les prix relativement bas du pétrole et la dépréciation de l'euro au cours de la période 2014-2015 s'est atténué en 2016 dans un contexte de stabilité du taux de change effectif de l'euro. Néanmoins, compte tenu des indications d'une reprise mondiale légèrement plus soutenue, les exportations hors zone euro devraient s'accélérer en ligne avec le renforcement de la demande extérieure et contribuer ainsi à la robustesse de l'expansion économique.

Globalement, le caractère durable de la reprise actuelle est soutenu par la croissance du revenu des ménages sous l'effet de la hausse de l'emploi, du désendettement en cours des ménages et de l'élargissement des facteurs de la croissance économique.

---

## 1.4 Les évolutions des prix et des coûts

En 2016, le profil d'évolution de l'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a reflété principalement l'influence des prix de l'énergie. Cette influence explique le niveau bas, voire négatif, des taux d'inflation au cours des premiers mois de 2016, mais également la tendance à la hausse observée par la suite, au fur et à mesure de la diminution des contributions négatives des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente, mesurée par la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, n'a montré aucun signe de tendance à la hausse, oscillant entre 0,7 % et 1,0 % durant l'année.

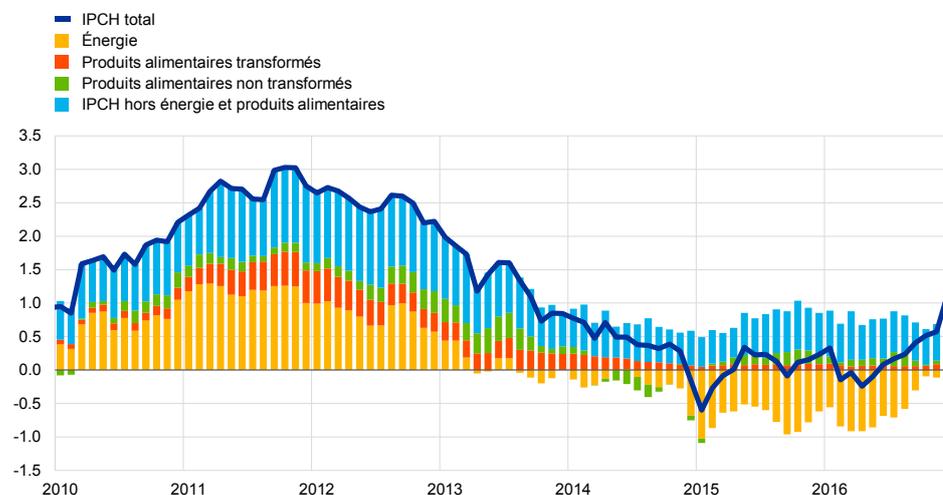
### L'inflation totale résulte dans une large de mesure de l'évolution des prix de l'énergie

En 2016, la hausse de l'IPCH total dans la zone euro s'est établie à 0,2 %, en moyenne, contre 0,0 % en 2015. Le profil d'évolution de l'IPCH s'explique essentiellement par les évolutions des prix de l'énergie (cf. graphique 13). L'inflation totale a été négative au printemps, mais a progressivement augmenté par la suite. En décembre, elle avait enregistré une hausse de plus de 1,25 point de pourcentage par rapport au point bas observé en avril.

### Graphique 13

#### Hausse de l'IPCH et contributions par composantes

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



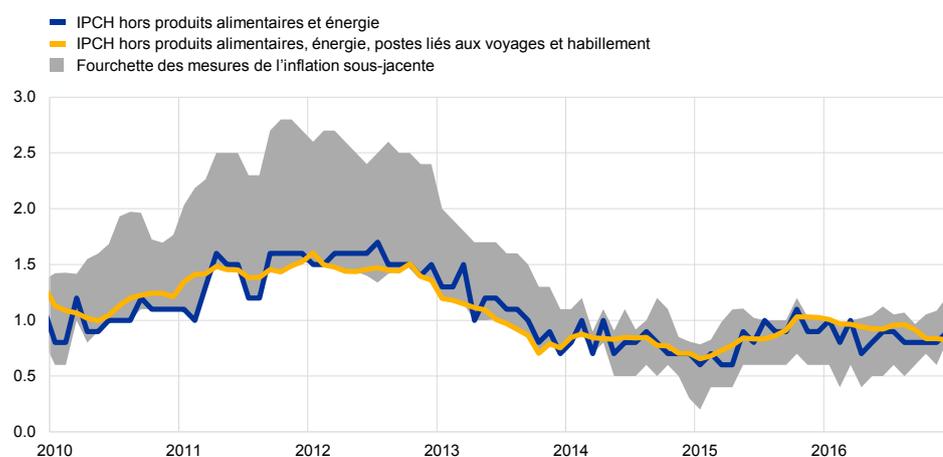
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

En revanche, plusieurs mesures alternatives de l'inflation sous-jacente ne donnent pas d'indication nette d'une tendance haussière (cf. graphique 14). La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a oscillé entre 0,7 % et 1,0 % tout au long de 2016. L'absence d'une dynamique haussière de l'inflation sous-jacente est due, en partie, aux effets baissiers indirects exercés par les fortes baisses antérieures des prix du pétrole et des autres matières premières, qui se font sentir avec un décalage. Plus fondamentalement, les tensions d'origine interne sur les coûts – en particulier celles résultant de la hausse des salaires – sont également restées modérées (pour plus de détails, cf. l'encadré 3).

### Graphique 14

#### Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'éventail des mesures de l'inflation sous-jacente inclut les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et une mesure fondée sur le modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à novembre 2016.

Si l'on examine plus en détail les principales composantes de l'IPCH, la hausse des prix de l'énergie a apporté une contribution négative, de – 0,5 point de pourcentage en moyenne, à l'inflation totale en 2016, sous l'effet essentiellement de l'évolution des prix du pétrole libellés en euros, qui influe en premier lieu sur les prix à la consommation des combustibles liquides. Elle se transmet également aux prix à la consommation du gaz, mais de façon moins directe et moins prononcée, et avec un plus grand décalage <sup>14</sup>.

La hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 1,0 % en moyenne en 2016, après avoir affiché une tendance haussière en 2015 pour s'inscrire à 1,4 % au quatrième trimestre 2015. Cette baisse, ainsi que les fluctuations observées au cours de l'année, sont principalement imputables à l'évolution des prix des produits alimentaires non transformés, en particulier des fruits et des légumes, reflétant pour l'essentiel des effets temporaires comme les fortes hausses de prix liées aux conditions météorologiques en juillet et en août, et l'importante correction à la baisse observée par la suite en septembre et en octobre. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée globalement stable tout au long de l'année.

Le taux de variation annuel des prix des produits manufacturés hors énergie a atteint 0,7 % en janvier et en février, avant de diminuer pour s'établir à 0,3 % d'août à décembre. Cette baisse a résulté des prix des biens durables et semi-durables, les deux composantes des produits manufacturés hors énergie au contenu en importations le plus élevé, sur lesquelles l'appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro observée depuis le début du printemps 2015 a donc probablement eu le plus d'effet. La hausse des prix des biens non-durables est demeurée globalement stable.

À cet égard, les tensions en amont de la chaîne des prix sont restées faibles en 2016. Le taux de variation annuel des prix des importations a fortement diminué en 2015 pour s'établir à un niveau négatif depuis début 2016, reflétant principalement l'impact direct de l'appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro (cf. graphique 15). Au plan intérieur, la hausse des prix à la production dans les secteurs des biens de consommation hors produits alimentaires a oscillé autour de niveaux proches de zéro tout au long de l'année. L'évolution des prix à la production dans les secteurs des biens intermédiaires dénote un impact notable des prix du pétrole brut et des autres matières premières en amont de la chaîne des prix et d'une incidence également par la suite en aval (telle que mesurée par les prix des biens de consommation).

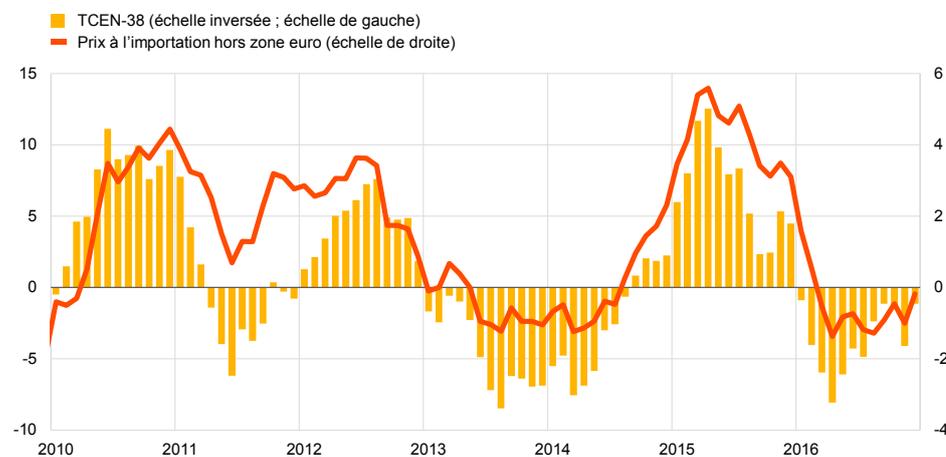
---

<sup>14</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Cours du pétrole et prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

## Graphique 15

### Évolutions des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et des taux de change

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2016 pour le TCEN-38 et à octobre 2016 pour les prix à l'importation. Le TCEN-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

La hausse des prix des services a oscillé autour de 1,1 % tout au long de 2016, c'est-à-dire à un niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme. Les postes de la composante services de l'IPCH ont tendance à être produits localement, ce qui signifie que les prix des services devraient être plus étroitement liés aux évolutions de la demande intérieure et des coûts de main-d'œuvre. Il est donc probable que les évolutions modérées reflètent l'existence de capacités excédentaires encore importantes sur les marchés de biens et de services et du travail de la zone euro.

## Les tensions d'origine interne sur les coûts sont demeurées faibles

Les tensions d'origine interne sur les coûts résultant des coûts de main-d'œuvre sont restées contenues au cours des trois premiers trimestres de 2016.

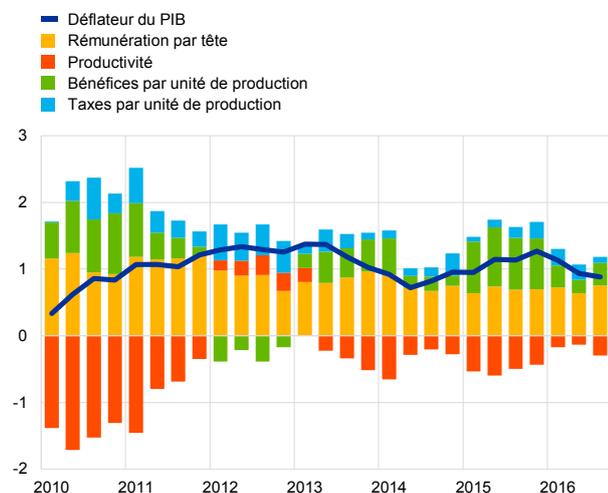
La hausse de la rémunération par tête et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la zone euro est ressortie en moyenne à 1,3 % et 0,9 %, respectivement, au cours des trois premiers trimestres de 2016 (cf. graphique 16). Le léger redressement des coûts unitaires de main-d'œuvre observé en 2016 par rapport à 2015 reflète essentiellement une croissance moins élevée de la productivité du travail, tandis que la hausse de la rémunération par tête est restée faible. Parmi les facteurs expliquant les faibles tensions salariales, on note le niveau encore important de capacités excédentaires sur le marché du travail, les réformes structurelles menées sur ce marché au cours des dernières années, qui ont abouti à une plus importante flexibilité à la baisse des salaires dans certains pays de la zone euro et la faiblesse de l'inflation <sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

## Graphique 16

### Ventilation du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les tensions d'origine interne sur les coûts résultant de l'évolution des bénéfices (mesurés en termes d'excédent brut d'exploitation) se sont légèrement atténuées en 2016 par rapport à 2015. Cela pourrait indiquer que les effets haussiers exercés sur les bénéfices par l'amélioration des termes de l'échange liée à la faiblesse des prix du pétrole, qui a été le principal facteur à l'origine de la hausse des bénéfices en 2015, se sont atténués au fur et à mesure que les prix du pétrole ont continué de se redresser par rapport aux points bas enregistrés début 2016<sup>16</sup>. Les bénéfices par unité produite ont donc été le principal moteur de la légère baisse du taux de variation annuel du déflateur du PIB entre le quatrième trimestre 2015 et le troisième trimestre 2016.

## Les anticipations d'inflation à long terme se sont stabilisées

Les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes se sont stabilisées en 2016. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels a fait apparaître des anticipations d'inflation à cinq ans à 1,8 % lors des quatre campagnes menées en 2016. Les anticipations d'inflation à long terme ressortant de l'enquête d'octobre 2016 du Consensus économique ont été légèrement supérieures, à 1,9 %. Après avoir atteint un point bas historique en juillet, les anticipations d'inflation extraites du taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans se sont redressées. Cependant, tout au long de l'année, les anticipations d'inflation à long terme tirées des marchés sont restées plus faibles que celles tirées d'enquêtes.

## Encadré 3

### Les tendances de l'inflation sous-jacente : le rôle de la dynamique des salaires

L'inflation sous-jacente n'a toujours pas affiché une tendance haussière convaincante en 2016. Le présent encadré examine certains des facteurs susceptibles d'avoir freiné la dynamique et s'attache en particulier au rôle des salaires pour expliquer le caractère modéré des tendances de l'inflation.

En 2016, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a continué d'osciller entre 0,7 % et 1,0 %, bien en deçà de sa moyenne historique (cf. graphique A). Cette évolution a reflété, notamment, la modération persistante de la hausse des prix des services, mais elle a également été accentuée par le nouveau ralentissement de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, après une légère reprise de 2015 à début 2016. Ces évolutions modérées peuvent

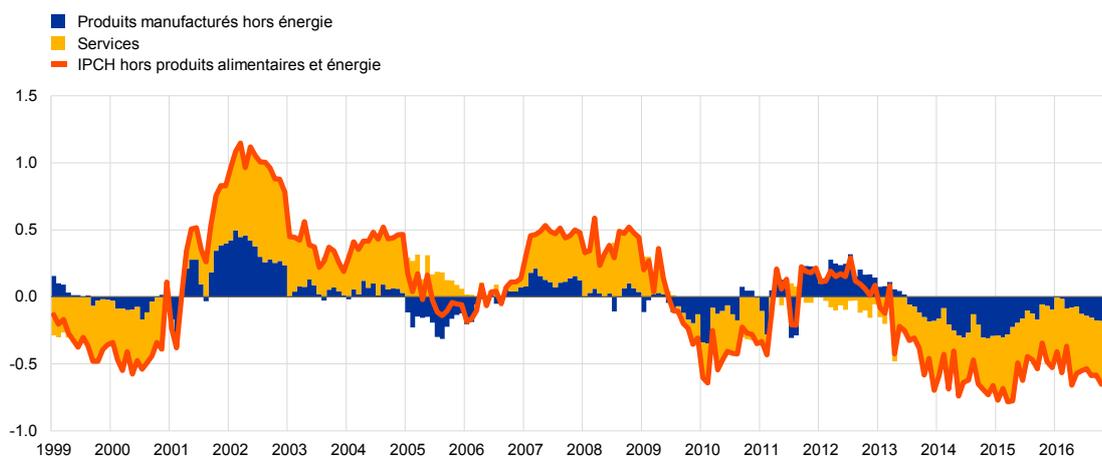
<sup>16</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

s'expliquer en partie par les effets baissiers indirects exercés par le bas niveau des prix du pétrole et des autres matières premières sur les prix des consommations intermédiaires pour la production de services spécifiques (par exemple les transports) et de biens de consommation (par exemple les produits pharmaceutiques). De plus, la dynamique des prix modérée à l'échelle mondiale a pesé sur les prix des biens de consommation directement importés.

## Graphique A

### Écart de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie par rapport à sa moyenne de long terme et contributions des principales composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne rouge représente l'écart du taux de croissance annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé hors produits alimentaires et énergie par rapport à sa moyenne de long terme depuis 1999 qui se situe à 1,4 %. Les contributions sont présentées comme des écarts par rapport à leur moyenne de long terme.

Toutefois, les principaux facteurs à l'origine de la faiblesse de l'inflation sous-jacente sont liés aux évolutions modérées des prix et des coûts intérieurs. Les salaires représentent une large part des coûts des consommations intermédiaires, notamment dans le secteur des services où l'intensité en main-d'œuvre est généralement plus forte. Cependant, une variation de la croissance nominale des salaires n'exerce pas nécessairement une pression sur les entreprises pour qu'elles modifient leurs prix, par exemple si la variation résulte d'une évolution de la productivité du travail. Par conséquent, lors de l'évaluation des tensions sur les coûts, il est souvent utile d'analyser les évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont calculés comme la différence entre la croissance nominale des salaires et le taux de variation de la productivité du travail. De plus, les entreprises peuvent choisir d'ajuster leurs marges bénéficiaires plutôt que leurs prix en réponse à une variation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Abstraction faite des mouvements à court terme liés aux évolutions de la productivité, la dynamique des coûts unitaires de main-d'œuvre semble avoir évolué conformément à la dynamique des salaires dans le passé récent <sup>17</sup>.

Les différents indicateurs montrent que la croissance des salaires est restée modérée en 2016. En particulier, la croissance des salaires négociés a oscillé autour de taux annuels historiquement bas,

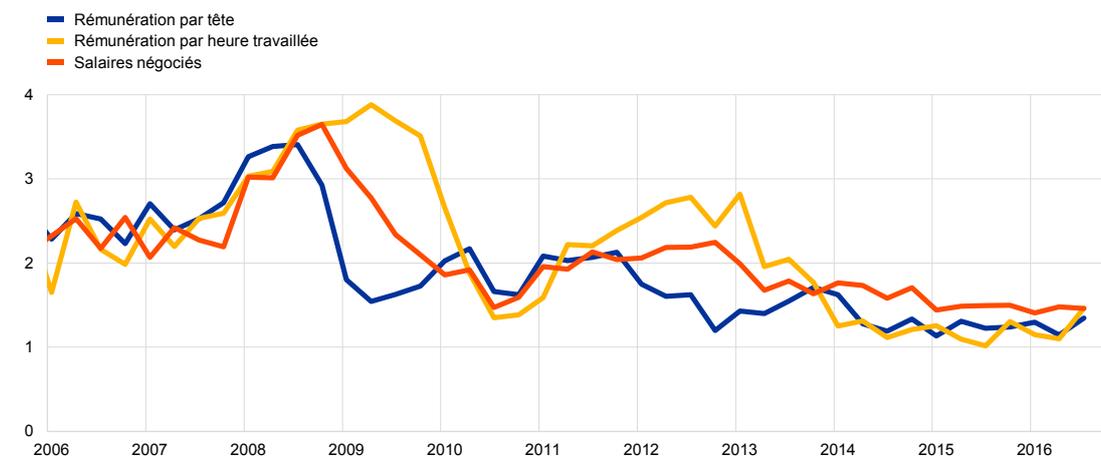
<sup>17</sup> Le taux de variation annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre a augmenté au cours des trois premiers trimestres de 2016 par rapport à 2015, reflétant principalement un ralentissement de la croissance de la productivité du travail. Cela étant, la croissance annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée bien inférieure à la moyenne historique. Toutefois, dans l'environnement actuel de faible inflation, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre a été amortie par un ajustement des marges bénéficiaires.

tandis que la progression de la rémunération par tête ou par heure travaillée a été encore plus faible (cf. graphique B). L'écart entre la croissance des salaires négociés et celle des salaires effectifs suggère une dérive salariale négative, qui peut être considérée comme un indicateur de pressions à la baisse sur les salaires. Au niveau sectoriel, la croissance des salaires s'est fortement ralentie tant dans le secteur des services marchands que dans l'industrie hors construction. Par conséquent, qu'est-ce qui a maintenu la croissance des salaires à un niveau aussi faible ?

## Graphique B

### Croissance des salaires dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Une façon naturelle d'évaluer la croissance des salaires consiste à l'examiner au travers d'un modèle classique de la courbe de Phillips. Dans un modèle de ce type, les salaires sont déterminés par les anticipations d'inflation (ici des anticipations rétrospectives<sup>18</sup>), la productivité et le taux de chômage (cf. graphique C). La ventilation de la croissance des salaires entre ces facteurs montre que la progression des salaires inférieure à la moyenne observée en 2016 s'explique principalement par la contribution inférieure à la moyenne de l'inflation antérieure ainsi que par le chômage élevé. La nécessité de réduire le chômage ainsi que les réformes du marché du travail dans plusieurs pays ont eu pour conséquence des négociations salariales privilégiant davantage l'emploi et moins la rémunération. Des éléments montrent également que les rigidités à la baisse des salaires se sont globalement atténuées dans la zone euro, en particulier dans les pays ayant subi un choc macroéconomique négatif important<sup>19</sup>. La faiblesse des chiffres de l'inflation au cours des dernières années peut avoir influencé la croissance des salaires de différentes manières. En effet, les pressions peuvent avoir été moins fortes lors des négociations salariales, le bas niveau des prix du pétrole ayant accru le pouvoir d'achat des salaires perçus par les salariés. La croissance de la productivité a également apporté récemment une contribution négative à la hausse des salaires par rapport aux profils de long terme.

<sup>18</sup> La prise en compte d'anticipations d'inflation faisant abstraction de la composante rétrospective n'ajoute qu'une faible valeur explicative.

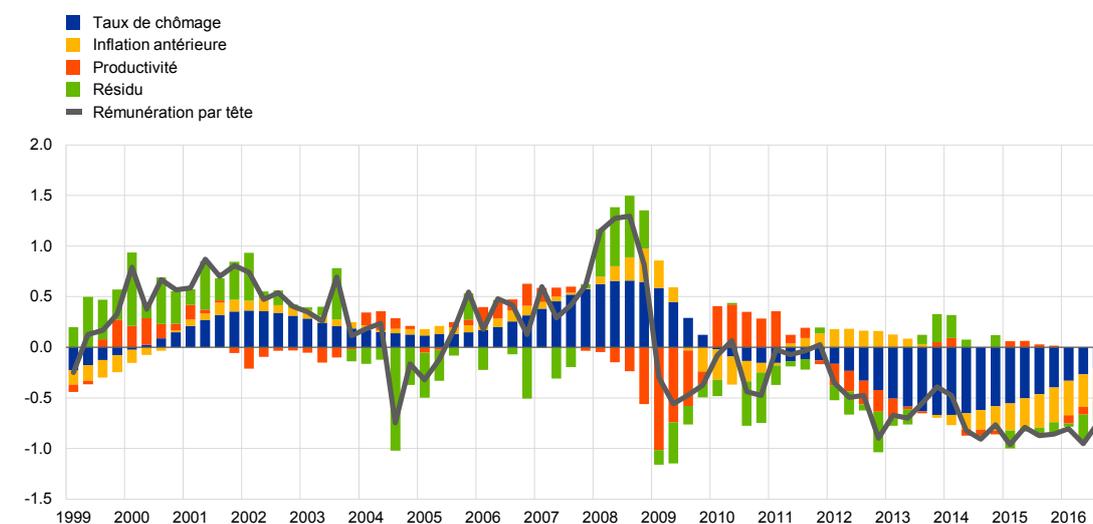
<sup>19</sup> Cf. l'article intitulé « [Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013](#) », *Bulletin économique*, numéro 5, BCE, 2016, et Anderton (R.) et Bonthuis (B.), « [Downward Wage Rigidities in the Euro Area](#) », *Research Paper Series*, n° 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

À l'avenir, le frein exercé sur la croissance des salaires par tous les facteurs que nous venons d'examiner devrait progressivement se dissiper. Premièrement, les capacités excédentaires sur le marché du travail devraient encore diminuer, à la faveur de la poursuite de la reprise économique et à mesure que les réformes du marché du travail contribueront à créer de l'emploi. Deuxièmement, l'impact des baisses antérieures des prix du pétrole semble avoir disparu, entraînant une nouvelle remontée de l'inflation et une atténuation de l'effet restrictif exercé sur les accords salariaux. Globalement, le renforcement attendu des tensions sur les salaires devrait alors se transmettre également à l'inflation sous-jacente.

## Graphique C

### Décomposition de la croissance des salaires d'après un modèle de la courbe de Phillips

(variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; valeurs en termes d'écart par rapport à leur moyenne de long terme)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne grise représente les écarts de la croissance annuelle de la rémunération par tête par rapport à sa moyenne de long terme. Les contributions (y compris les résidus) sont également présentées comme des écarts par rapport à leur moyenne de long terme. Elles sont calculées en se fondant sur une équation dans laquelle la rémunération par tête (le taux de croissance trimestriel annualisé des séries corrigées des variations saisonnières) est régressée sur son propre décalage, sur l'inflation décalée, sur la productivité par salarié, sur le taux de chômage décalé et sur une constante.

## 1.5 Les évolutions de la monnaie et du crédit

Le bas niveau des taux d'intérêt et les effets des mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. La croissance monétaire s'est stabilisée à un niveau élevé en 2016, tandis que le redressement graduel de la croissance du crédit s'est poursuivi.

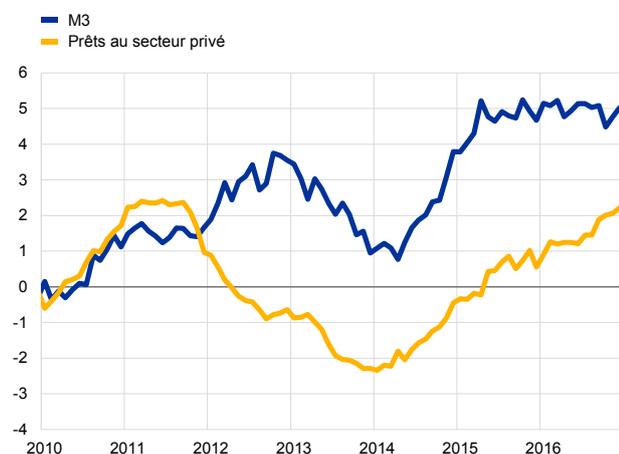
### La croissance monétaire est demeurée globalement stable

En 2016, la croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable, même si la dynamique de M3 s'est légèrement affaiblie au second semestre 2016 (cf. graphique 17). En décembre 2016, la croissance annuelle de M3

est ressortie à 5,0 %, contre 4,7 % fin 2015. La croissance de M3 a continué d'être alimentée par ses composantes les plus liquides, en raison du faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et de profil plat de la courbe des rendements. Les mesures non conventionnelles de la BCE, notamment son programme d'achats d'actifs (APP), ont constitué des déterminants supplémentaires importants des évolutions monétaires dans la zone euro. La croissance de M1, qui a bénéficié de la progression élevée des dépôts à vue détenus par les ménages et les sociétés non financières (SNF), a été forte, se ralentissant toutefois par rapport à son pic de mi-2015. Il s'établissait à 8,8 % en décembre 2016, contre 10,7 % en décembre 2015.

### Graphique 17 M3 et prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

S'agissant des autres principales composantes de M3, la faible rémunération des actifs monétaires moins liquides a contribué à la contraction en cours des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1), qui a continué de peser sur la croissance de M3. Le taux de croissance des instruments négociables (M3-M2), qui ont un poids faible dans M3, s'est légèrement redressé, soutenu par une solide progression des parts de fonds de placement monétaires et les avoirs accrus des banques en titres de créance à court terme.

### La création monétaire a de nouveau résulté de sources d'origine interne

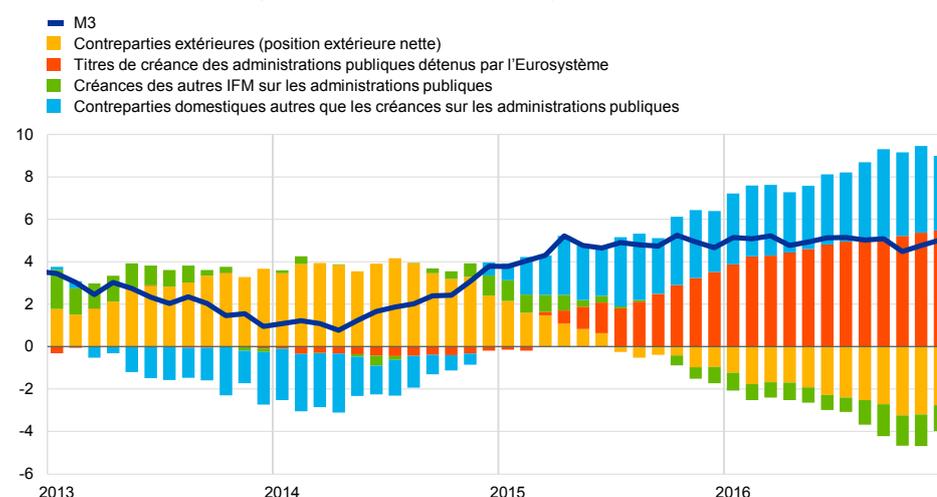
Les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques ont eu des effets positifs sur la croissance de M3 en 2016 (cf. les barres bleues du graphique 18). D'une part, cela reflète le redressement progressif de la croissance des concours au secteur privé. D'autre part, le taux de variation annuel fortement négatif des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a continué de soutenir la croissance de M3. Cette évolution s'explique en partie par le profil relativement plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt, pour les investisseurs, de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires. L'attrait des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés a également joué un rôle.

Les achats de titres de créance réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) ont eu un effet positif considérable sur la croissance de M3 (cf. les barres rouges du graphique 18). En revanche, la contribution des créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystem sur les administrations publiques a été négative (cf. les barres vertes du graphique 18). Dans le même temps, la position créditrice nette des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (qui est la contrepartie de la position débitrice nette des non-IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents réglée par l'intermédiaire des banques)

est restée le principal frein à la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 18). Cette évolution reflète notamment la persistance de sorties de capitaux de la zone euro ainsi que le rééquilibrage des portefeuilles au profit d'instruments hors zone euro. Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre du PSPP, ont apporté une contribution importante à cette tendance, car leurs produits ont été investis essentiellement en instruments hors zone euro.

### Graphique 18 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Note : Les « contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques » incluent les engagements financiers à long terme des IFM (y compris le capital et les réserves), les concours des IFM au secteur privé et les autres contreparties.

### La croissance du crédit a poursuivi son redressement à un rythme modéré

Le redressement progressif de la croissance du crédit reflète les évolutions des prêts au secteur privé (cf. graphique 17). Le rythme annuel de croissance des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) a progressé en 2016, pour s'établir à 4,7 % en décembre, après 2,3 % en décembre 2015. L'amélioration de la dynamique a été notable, en particulier pour les prêts aux sociétés non financières (SNF). La croissance des prêts aux SNF s'est considérablement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette évolution a été facilitée par de fortes baisses des taux débiteurs bancaires sous l'effet d'une nouvelle réduction des coûts de financement des banques, permise notamment par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Toutefois, l'assainissement des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

Par ailleurs, comme le montre l'enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les modifications de la demande de crédit dans toutes

les catégories ont favorisé un redressement de la croissance des prêts, tandis que les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont globalement stabilisés. L'enquête a identifié la faiblesse générale des taux d'intérêt, les activités de fusion-acquisition, la restructuration des entreprises et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel comme les principaux facteurs à l'origine de la hausse de la demande de crédit. Dans ce contexte, l'APP a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi et notamment sur les modalités et conditions attachées aux crédits. Les banques ont également indiqué que la liquidité supplémentaire issue de l'APP et des TLTRO était utilisée pour accorder des prêts et pour remplacer d'autres sources de financement. En outre, elles ont déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE a exercé un effet positif sur les volumes de prêts, tout en contribuant à resserrer les marges sur les prêts.

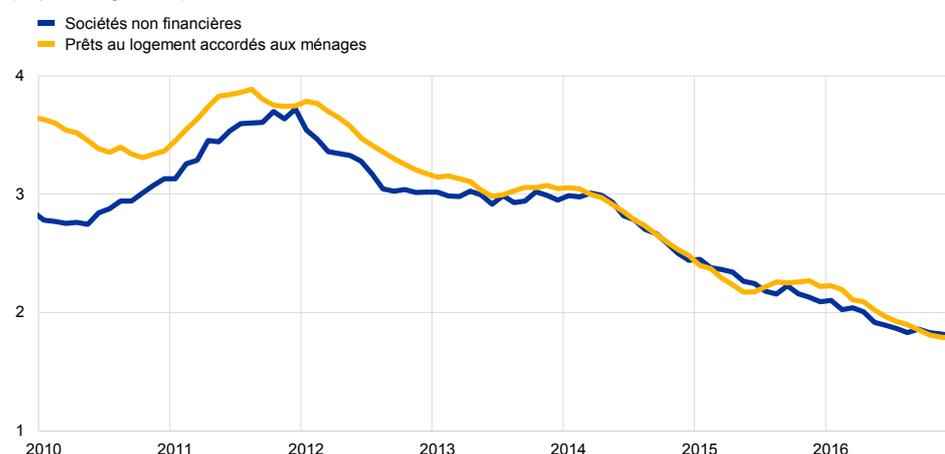
## Les taux débiteurs appliqués par les banques aux ménages et aux sociétés non financières ont atteint des points bas historiques

L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, une consolidation de la situation bilancielle et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers en général ont contribué à une réduction des coûts composites de financement des banques, qui ont atteint des niveaux proches de leurs points bas historiques. Depuis juin 2014, les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs (cf. graphique 19), qui sont également revenus à leurs points bas historiques. Entre début juin 2014 (début de l'assouplissement du crédit) et décembre 2016, les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages ont diminué de quelque 110 points de base. En outre, les taux débiteurs appliqués par les banques aux SNF et aux ménages ont continué de présenter une dispersion réduite entre les différents pays.

### Graphique 19

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Note : L'indicateur relatif aux taux débiteurs bancaires composites est calculé 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.

## 1.6 La politique budgétaire et les réformes structurelles

Le déficit budgétaire de la zone euro a continué de diminuer en 2016, en raison essentiellement de la baisse des paiements d'intérêts et d'une situation conjoncturelle favorable, tandis que l'orientation budgétaire de la zone était expansionniste. Le ratio de dette publique de la zone euro a continué de baisser. Toutefois, dans un certain nombre de pays, le niveau de la dette demeure élevé, ce qui nécessite de nouveaux efforts budgétaires et une politique budgétaire plus propice à la croissance en vue d'orienter fermement à la baisse les ratios de dette publique. L'accélération de la mise en œuvre des réformes en matière d'environnement des entreprises et d'environnement réglementaire permettrait d'accroître le potentiel de croissance de la zone euro. En outre, des réformes globales du marché du travail sont nécessaires pour stimuler l'emploi.

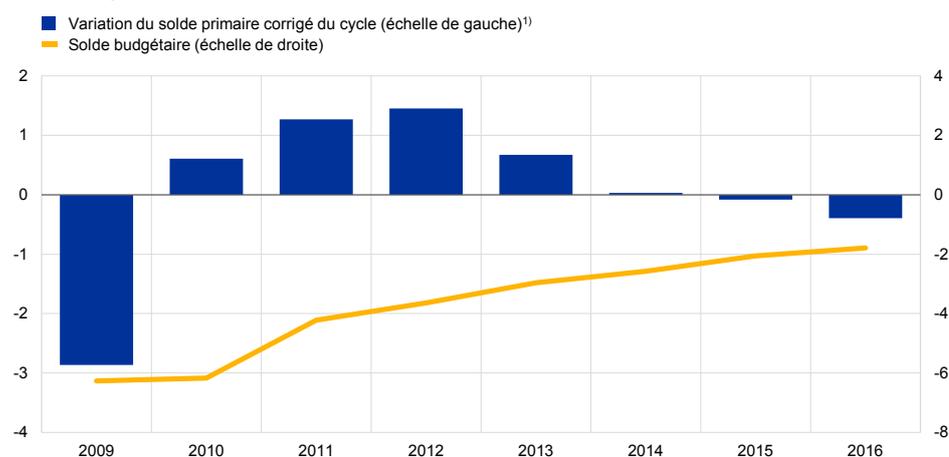
### Les déficits budgétaires ont continué de diminuer en 2016

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro a diminué, revenant de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,8 % du PIB en 2016 (cf. graphique 20). Cette évolution est globalement similaire aux prévisions économiques de l'hiver 2017 de la Commission européenne. La baisse du déficit s'explique par la réduction des paiements d'intérêts et par une situation conjoncturelle favorable, qui ont plus que compensé la détérioration du solde primaire corrigé du cycle. L'amélioration du déficit budgétaire agrégé de la zone euro reflète l'amélioration des situations budgétaires dans la plupart des pays de la zone.

#### Graphique 20

##### Solde budgétaire et orientation budgétaire

(en pourcentage du PIB)



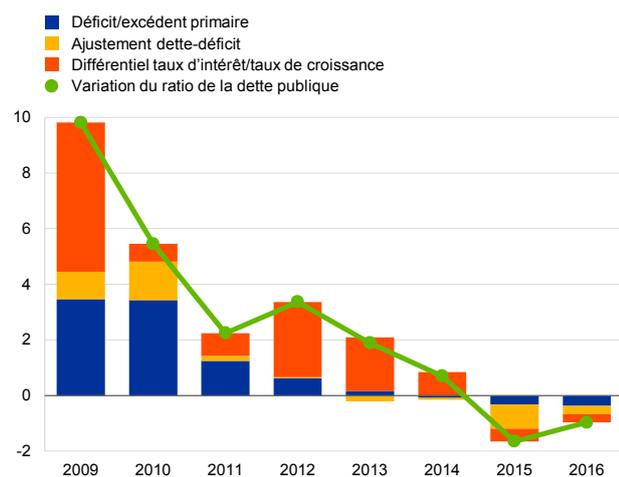
Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème.  
1) Variation du solde primaire corrigé du cycle net de l'incidence budgétaire de l'aide publique au secteur financier.

L'orientation budgétaire de la zone euro, qui se mesure par la variation du solde primaire corrigé du cycle net de l'incidence budgétaire de l'aide publique au secteur financier, a été expansionniste en 2016 (cf. graphique 20)<sup>20</sup>. Cette évolution résulte essentiellement de mesures budgétaires discrétionnaires du côté des recettes, telles que des baisses des impôts directs dans un certain nombre de pays de la zone euro. Elle a également été favorisée par une croissance relativement dynamique des prestations sociales et de la consommation intermédiaire. Il semble qu'un certain nombre de pays aient utilisé une partie des économies réalisées sur les paiements d'intérêts pour accroître les dépenses primaires plutôt que pour réduire leurs niveaux de dette publique ou pour constituer des coussins. Les entrées de réfugiés ont eu un impact plus faible sur les finances publiques que l'année précédente.

## Le ratio de dette publique de la zone euro a continué de baisser

**Graphique 21**  
Déterminants de la dette des administrations publiques

(variation en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème.

Le ratio dette des administrations publiques/PIB a continué de fléchir progressivement par rapport à son pic de 2014. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio dette des administrations publiques/PIB a diminué, revenant de 90,4 % en 2015 à 89,4 % en 2016. L'amélioration observée en 2016 est imputable, à parts presque égales, à trois facteurs : (a) les évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance, dans le contexte de bas niveau des taux d'intérêt et de reprise économique ; (b) de légers excédents primaires ; et (c) des ajustements négatifs déficit/dette (cf. graphique 21).

Toutefois, les niveaux de la dette publique sont encore élevés et même en augmentation dans quelques pays. Cette situation est d'autant plus inquiétante qu'un poids élevé de la dette publique rend l'économie plus vulnérable aux chocs macroéconomiques et à

l'instabilité sur les marchés financiers et limite la possibilité pour la politique budgétaire d'agir comme absorbeur de choc<sup>21</sup>. Par conséquent, les pays ayant notamment des ratios dette/PIB élevés doivent fermement orienter à la baisse leurs ratios de dette publique, dans le respect intégral du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). La maîtrise des risques pesant sur la soutenabilité de la dette est également essentielle dans une perspective à plus long terme, compte tenu des défis majeurs que pose le vieillissement de la population qui se traduit par

<sup>20</sup> Pour une analyse du concept de l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016. L'évaluation du caractère approprié de l'orientation budgétaire de la zone euro n'est pas aisée. Cette évaluation impose d'équilibrer différents objectifs, tels que la soutenabilité et les besoins de stabilisation, et elle doit tenir compte des problèmes liés aux mesures, notamment par rapport à l'écart de production.

<sup>21</sup> Cf. l'article intitulé « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

l'augmentation des coûts liés aux retraites, à la santé et aux soins de longue durée. Le rapport 2016 sur la santé de la Commission européenne a identifié des besoins essentiels de réformes dans les pays de l'UE afin de limiter les tensions sur les dépenses dans les domaines de la santé et des soins de longue durée <sup>22</sup>.

## La marge budgétaire a été variable selon les pays

Tandis que de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire sont indispensables dans plusieurs pays de la zone euro afin d'assurer la soutenabilité budgétaire, d'autres pays disposent d'une marge budgétaire qu'ils pourraient utiliser tout en respectant intégralement le PSC. Le PSC autorise une certaine flexibilité, qui permet éventuellement de faire face aux besoins de stabilisation au niveau national. C'est ainsi que le PSC offre une certaine liberté en ce qui concerne les investissements publics et les coûts des réformes structurelles.

Le niveau de la marge budgétaire et son utilisation ont été variables selon les pays de la zone euro. Certains pays, comme l'Allemagne, ont utilisé leur marge de manœuvre budgétaire pour tenir compte de l'impact budgétaire considérable des entrées de réfugiés, par exemple. En revanche, des pays sans marge budgétaire ont dû mettre en place des mesures budgétaires afin de garantir le respect des exigences du PSC. Certains pays, comme l'Italie, la Lettonie et la Lituanie, ont également bénéficié de la possibilité d'enregistrer des déficits plus élevés permise par la flexibilité des dispositions du PSC en matière d'investissement public, de réformes des retraites et de réformes structurelles.

Afin d'utiliser au mieux la marge de manœuvre budgétaire, les pays doivent orienter leurs mesures vers des dépenses d'investissement public bien adaptées, dont on peut attendre une contribution durable à la croissance économique à moyen terme. Même si l'importance des effets macroéconomiques est incertaine, les investissements publics devraient avoir des effets positifs sur la demande et augmenter la production potentielle en accroissant le stock de capitaux publics <sup>23</sup>.

En outre, pour soutenir la stabilisation économique, les pays doivent également s'efforcer de combiner les politiques budgétaires d'une façon plus propice à la croissance. Sur le plan des dépenses, les revues de dépenses constituent une piste intéressante pour identifier les prestations qui n'entraînent pas nécessairement un accroissement des dépenses sociales et permettraient de garantir une utilisation plus efficace de l'argent public. Du côté des recettes, l'amélioration du système fiscal pour le rendre plus propice à la croissance et la réduction de l'évasion fiscale constituent d'importants axes de réforme dans un certain nombre de pays. En particulier, la diminution du coin fiscal sur le travail, c'est-à-dire la charge fiscale

---

<sup>22</sup> Cf. le « *Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability* », Institutional Paper 37, Commission européenne, octobre 2016.

<sup>23</sup> Cf. l'article intitulé « *L'investissement public en Europe* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

pesant sur les revenus du travail résultant de l'impôt sur le revenu et des cotisations sociales, peut avoir des effets positifs sur la croissance et sur l'emploi <sup>24</sup>.

## Un tableau nuancé du respect des règles budgétaires de l'UE

Les pays doivent garantir le strict respect des dispositions du PSC et la correction rapide des risques pesant sur la soutenabilité de la dette. En 2016, le respect des exigences du PSC par les pays de la zone euro a été relativement inégal, tandis que du côté de la mise en œuvre, une application plus vigoureuse des règles budgétaires aurait été la bienvenue pour permettre au PSC de rester totalement crédible.

L'assainissement budgétaire progresse, ce qui a également aidé plusieurs pays à sortir de leurs procédures de déficit excessif (PDE). En 2016, les PDE ont été clôturées en respectant l'échéance pour l'Irlande et la Slovaquie, ainsi que pour Chypre, qui y est même parvenue un an avant la date butoir. Parmi les pays de la zone euro, seuls la France, l'Espagne et le Portugal restaient soumis au volet correctif du PSC début 2017 <sup>25</sup>.

Néanmoins, pour un certain nombre de pays de la zone euro, la Commission européenne a identifié pour 2016 et au-delà d'importants écarts en matière d'assainissement par rapport aux exigences du PSC, mais ce constat n'a pas entraîné de renforcement notable des procédures concernées dans le PSC <sup>26</sup>. Ainsi, par rapport aux recommandations par pays publiées en mai 2016, la Commission a examiné la violation du critère de la dette en Belgique, en Italie et en Finlande en 2015. Toutefois, sur la base de l'évaluation de la référence numérique pour la dette et/ou des facteurs pertinents décrits dans le PSC, elle a décidé de ne pas lancer de PDE. En outre, malgré l'échec de l'Espagne et du Portugal à prendre des mesures efficaces, le Conseil a suivi en août 2016 la recommandation de la Commission de ne pas imposer d'amendes. À la place, l'Espagne s'est vue accorder une prolongation de deux ans de la date butoir de la PDE, jusqu'en 2018, ainsi qu'une réduction significative de l'ajustement exigé. Pour le Portugal, qui a souffert des coûts budgétaires du soutien au secteur financier en 2015, la date butoir de la PDE a été prolongée d'une année, jusqu'en 2016. De plus, la Commission n'a pas fait de proposition en vue de suspendre une partie des fonds structurels et d'investissement européens.

La Commission européenne a publié le 16 novembre 2016 son évaluation des projets de plans budgétaires pour 2017. Elle a conclu que six pays relevant du volet préventif, à savoir la Belgique, l'Italie, Chypre, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande,

<sup>24</sup> Cf., par exemple, Attinasi *et al.*, « *Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries* », *Discussion Paper* n° 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

<sup>25</sup> La Grèce est soumise à un programme d'assistance financière et n'est donc pas couverte par les évaluations de surveillance budgétaire relatives au respect du PSC.

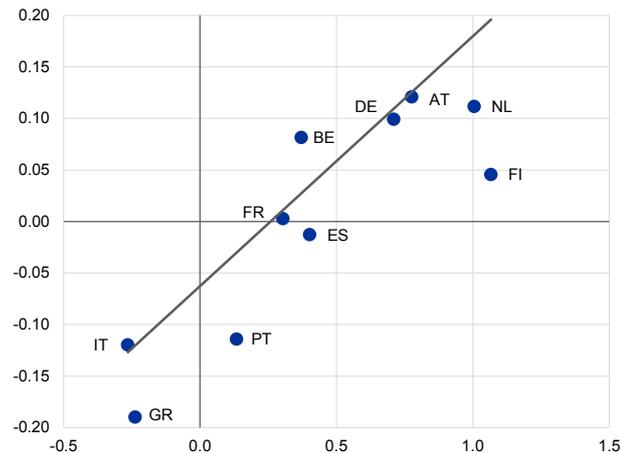
<sup>26</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

présentaient un risque de non-conformité avec les exigences du PSC <sup>27</sup>. Parmi les pays relevant du volet correctif, la France et (après avoir présenté une actualisation de son projet de plan budgétaire) également l'Espagne ont été jugées comme respectant globalement les dispositions du PSC. En ce qui concerne le Portugal, l'écart prévu était supérieur au seuil fixé pour un écart important, bien que seulement avec une marge très étroite. L'Eurogroupe a déclaré le 5 décembre 2016 que les États membres restant soumis au volet correctif du PSC devaient garantir une correction rapide de leur déficit excessif, ensuite une convergence appropriée vers l'objectif à moyen terme et le respect de la règle en matière de dette <sup>28</sup>.

## L'amélioration des institutions est essentielle pour augmenter la croissance potentielle

**Graphique 22**  
Relation entre les institutions et la croissance en Europe

(axe des abscisses : qualité institutionnelle en 1999 ; axe des ordonnées : croissance réelle – croissance attendue 1999-2016)



Sources : Eurostat, Banque mondiale et calculs de la BCE.

Notes : La qualité institutionnelle se mesure comme la moyenne des six indicateurs mondiaux de la gouvernance élaborés par la Banque mondiale (voix citoyenne et responsabilité, efficacité des pouvoirs publics, État de droit, qualité de la réglementation, maîtrise de la corruption, et stabilité politique et absence de violence). Sur l'axe des ordonnées, la croissance attendue est le résultat d'une simple régression de rattrapage, où la croissance moyenne du PIB par habitant entre 1999 et 2016 dépend uniquement du niveau du PIB par habitant en 1999 et d'une constante.

Bien que la reprise économique se poursuive, la croissance de la zone euro continue de se heurter à des difficultés structurelles à moyen et long terme. La faible progression de la productivité, les niveaux élevés de la dette et le chômage structurel empêchent une croissance économique plus vigoureuse et appellent à une nouvelle impulsion provenant des politiques de l'offre. Il est largement démontré que la faible croissance tendancielle du PIB et de l'emploi est associée à une qualité médiocre des institutions nationales (comme le contrôle de la corruption et l'État de droit), ainsi qu'à la rigidité des structures des marchés du travail et des biens et services <sup>29</sup>. En effet, des institutions et des structures économiques solides sont essentielles pour la résilience et la prospérité à long terme de la zone euro (cf. graphique 22) <sup>30</sup>.

Un certain nombre d'indicateurs suggèrent que la dynamique de la réforme dans la zone euro s'est considérablement affaiblie après 2013 et que les taux de mise en œuvre des réformes sont revenus à leurs niveaux d'avant la crise <sup>31</sup>. Ce ralentissement des réformes est regrettable : en effet, quelques exemples

<sup>27</sup> Cf. la [communication](#) de la Commission européenne publiée le 16 novembre 2016. Pour une analyse de l'évaluation de la Commission, cf. l'encadré intitulé « [Examen des projets de plans budgétaires pour 2017 et situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

<sup>28</sup> Cf. la [déclaration](#) de l'Eurogroupe publiée le 5 décembre 2016.

<sup>29</sup> Cf. par exemple Masuch *et al.*, « [Institutions, public debt and growth in Europe](#) », *Working Paper Series*, n° 1963, BCE, septembre 2016.

<sup>30</sup> Cf. également l'article intitulé « [Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

<sup>31</sup> Cf., par exemple, le [Rapport provisoire : Objectif croissance](#), OCDE, 2016.

montrent que la mise en œuvre, lors de la crise, de réformes crédibles et bien ciblées a entraîné des bénéfices considérables pour les pays de la zone euro concernés <sup>32</sup>.

La lenteur de la mise en œuvre des réformes soulève des inquiétudes quant aux perspectives de croissance et d'emploi de la zone euro et freine les nouvelles améliorations nécessaires de la capacité d'absorption des chocs de l'Union monétaire. Le tableau 1 illustre les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations par pays de 2016 de la Commission européenne. Il apparaît clairement que la mise en œuvre des réformes a été relativement limitée dans les pays de la zone euro. Par exemple, aucune des recommandations n'a été parfaitement suivie, tandis que des progrès substantiels n'ont été enregistrés que pour deux d'entre elles. Cependant, certains progrès ont pu être observés en 2016 dans la majorité des pays de la zone euro en ce qui concerne les conditions-cadres (par exemple, l'amélioration de l'efficacité des dispositifs relatifs à l'insolvabilité, le renforcement de la restructuration de la dette du secteur privé et la progression de l'accès des petites et moyennes entreprises au financement). S'agissant des réformes budgétaires structurelles, les actions ont continué de se concentrer sur la réduction du coin fiscal sur le travail, tandis que certains pays de la zone euro ont également essayé d'améliorer l'efficacité de l'administration publique et de la collecte des impôts. En ce qui concerne les réformes du marché du travail ou les mesures visant à accroître la concurrence dans le secteur des services, les progrès ont été beaucoup plus limités, ou même inexistants, dans la plupart des pays de la zone euro. Là où des réformes ont été réalisées, elles l'ont généralement été de façon fragmentaire. Cela signifie que des complémentarités potentiellement importantes entre différents domaines de réformes ont été négligées et que des opportunités ont été manquées d'intégrer totalement les effets stimulant la demande, qui apparaissent en raison de la hausse des anticipations de revenus futurs plus élevés <sup>33</sup>.

---

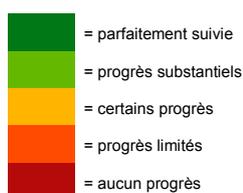
<sup>32</sup> Cf., par exemple, l'encadré intitulé « La dynamique récente de l'emploi et les réformes structurelles » dans l'article « [La relation entre emploi et PIB depuis la crise](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016, qui montre que les pays réformateurs ont connu une réactivité plus forte de l'emploi au PIB lors de la reprise ; ou l'encadré intitulé « Épisodes de baisse du chômage dans la zone euro et rôle des réformes structurelles » dans l'article « [Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016, qui montre que des épisodes de résorption du chômage sont souvent associés à une période préalable de réformes structurelles.

<sup>33</sup> Cf., par exemple, Fernández-Villaverde (J.), Guerrón-Quintana (P.) et Rubio-Ramírez (J. F.), « [Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound](#) », *Revue économique du FMI*, vol. 62(2), 2014, p. 248-260.

**Tableau 1**

Évaluation par la Commission européenne de la mise en œuvre des recommandations par pays de 2016

Recommandations de réforme	BE	DE	EE	IE	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	
1	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Vert clair	Orange	Orange	Orange	Orange	Vert clair	Orange												
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange



Source : Commission européenne.

Notes : La Grèce n'a pas été incluse dans le Semestre européen en 2016 car ce pays est engagé dans un programme d'ajustement économique et n'a donc pas reçu de recommandations spécifiques. Les catégories suivantes sont utilisées pour évaluer les progrès réalisés en termes de mise en œuvre des recommandations de 2016 : Aucun progrès : l'État membre n'a ni annoncé de façon crédible ni adopté de mesures visant à mettre en œuvre la recommandation. Progrès limités : l'État membre a annoncé des mesures, mais elles ne répondent à la recommandation que dans une mesure limitée ; et/ou il a proposé des actes législatifs à un organisme gouvernemental ou législatif, mais ils n'ont pas encore été adoptés et des travaux complémentaires importants doivent être réalisés avant que la recommandation ne soit mise en œuvre ; et/ou il a proposé des actes non législatifs, encore sans suite en termes de mise en œuvre nécessaire au respect de la recommandation. Certains progrès : l'État membre a adopté des mesures qui répondent partiellement à la recommandation et/ou a adopté des mesures pour mettre en œuvre la recommandation, mais un travail important reste nécessaire pour appliquer parfaitement la recommandation, puisque seules quelques-unes des mesures adoptées ont été mises en œuvre. Progrès substantiels : l'État membre a adopté des mesures qui contribuent largement à l'application de la recommandation, dont la plupart ont été mises en œuvre. Parfaitement suivie : l'État membre a mis en œuvre l'ensemble des mesures nécessaires pour respecter la recommandation de façon appropriée. Ce tableau est une vue d'ensemble ; pour plus de détails sur les recommandations par pays dans les différents domaines, cf. la [page web](#) du Semestre européen de la Commission européenne.

Dans l'ensemble, les États doivent renforcer la mise en œuvre de réformes favorables aux affaires. Comme illustré précédemment, quelques efforts ont été fournis en 2016 pour améliorer l'environnement des entreprises et l'environnement réglementaire, mais les progrès de ces dernières années ont été bien trop limités pour permettre aux pays de la zone euro de s'aligner sur les meilleures pratiques mondiales. Comme nous l'avons montré dans l'encadré 4, le potentiel inexploité des réformes permettant de favoriser la productivité et l'emploi reste substantiel. À côté de mesures visant à améliorer les infrastructures publiques, des actions en vue de renforcer l'efficacité des dispositifs relatifs à l'insolvabilité et d'accroître la concurrence sur les marchés des biens et services contribueraient également à favoriser l'investissement et, au final, la demande agrégée. En complément de ces priorités, il est nécessaire de réformer en profondeur le marché du travail afin d'accroître sa flexibilité, de réduire la segmentation entre les différents types de contrats de travail et de traiter le problème de l'inadaptation des qualifications. Les politiques visant au développement du capital humain et à la mobilité de la main-d'œuvre, de même que des programmes actifs sur le marché du travail, doivent également être renforcées afin de résoudre le problème du niveau élevé du chômage. Une plus grande efficacité de l'administration publique stimulerait également la croissance de la productivité et bénéficierait au secteur privé.

Une nouvelle impulsion de la mise en œuvre des réformes est également indispensable au niveau de l'UE. La nouvelle structure de gouvernance économique incluse dans le Semestre européen de la Commission doit favoriser la mise en œuvre des réformes dans la zone euro, mais le caractère limité des progrès indiqués précédemment montre l'importance de la tâche qui reste à accomplir. Par exemple,

comme l'a souligné le Rapport des cinq présidents <sup>34</sup> publié en 2015, un processus de convergence plus contraignant en vue d'aboutir à des structures économiques résilientes est nécessaire à moyen et long terme. En parallèle, les initiatives permettant les progrès du marché unique, la création d'une véritable union des marchés de capitaux et l'achèvement de l'union bancaire contribueront également à bâtir une zone euro plus résistante et plus propice à la croissance.

#### Encadré 4

##### Priorités de réforme dans la zone euro concernant le climat des affaires et les marchés des biens et des services

---

Il existe une marge importante pour des réformes dans la zone euro en vue de la création d'un climat plus favorable aux entreprises, de l'amélioration des cadres d'insolvabilité et du renforcement de la concurrence sur les marchés des biens et des services. Ces réformes sont essentielles pour renforcer la productivité, attirer les investissements directs étrangers, accroître le dynamisme des entreprises et stimuler l'investissement dans la zone euro. L'importance de pratiques favorables aux entreprises a également été soulignée dans le plan d'investissement pour l'Europe <sup>35</sup>. Afin de compléter et de développer encore certaines des idées présentées dans le corps du texte de ce rapport, le présent encadré s'intéresse aux domaines prioritaires de réforme pour la zone euro, fait un point de la situation et étudie l'étalonnage (*benchmarking*) comme un éventuel facteur de motivation dans le processus de mise en œuvre des réformes.

Dans un certain nombre d'économies de la zone euro, les conditions d'activité demeurent défavorables en raison de marchés des biens et du travail très réglementés et de cadres d'insolvabilité inefficients. Dans le rapport *Doing Business 2017* de la Banque mondiale <sup>36</sup>, aucun pays de la zone euro ne figure parmi les dix pays les plus performants dans le monde tous secteurs confondus. De même, les pratiques commerciales de la zone euro sont toujours relativement éloignées de celles des pays les plus performants au niveau mondial. À titre d'exemple, les procédures d'insolvabilité prennent en moyenne un peu moins de deux ans dans la zone euro, ce qui est trois fois plus long que la moyenne des trois pays les plus performants dans le monde. En outre, plus de 600 jours en moyenne sont nécessaires pour exécuter un contrat dans la zone euro, contre seulement 200 jours environ dans les trois pays les plus performants au niveau mondial. De plus, les pratiques commerciales continuent d'être très hétérogènes d'un pays à l'autre de la zone euro. Par exemple, il faut moins de quatre jours pour créer une entreprise en Estonie, tandis qu'il faut presque un mois à Malte (cf. graphique A). En Nouvelle-Zélande, le plus performant dans ce domaine au niveau mondial, il faut moins d'un jour. Dans le même temps, il y a en moyenne cinq procédures à mettre en œuvre pour créer une entreprise dans la zone euro, ce nombre allant de trois en Belgique, en Estonie, en Finlande et en Irlande à neuf en Allemagne et à Malte (cf. graphique B), tandis que le pays le plus performant à l'échelle mondiale a une seule procédure.

---

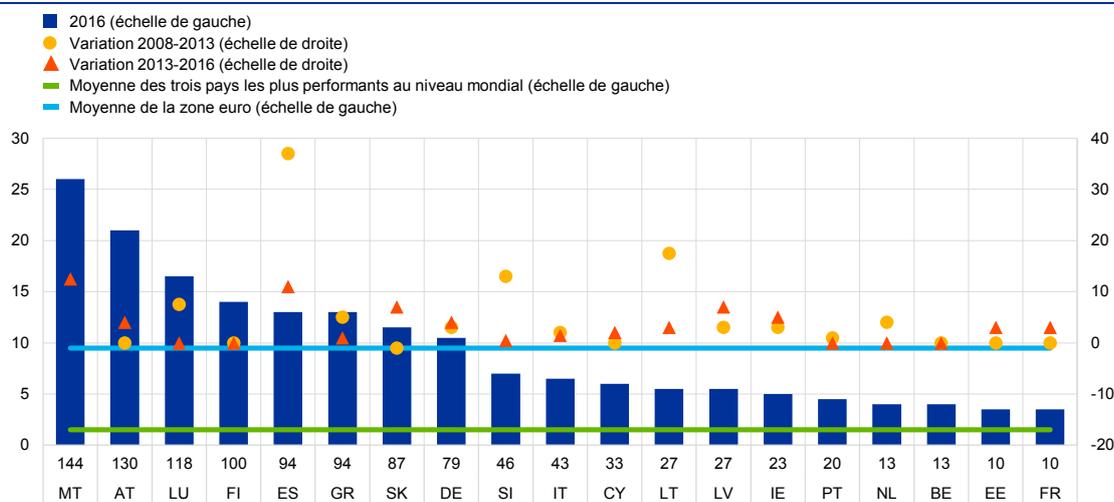
<sup>34</sup> Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), « *Completing Europe's Economic and Monetary Union* », Commission européenne, juin 2015.

<sup>35</sup> Cf. également les conclusions du Conseil de l'UE sur le troisième pilier du plan d'investissement pour l'Europe, qui identifient un certain nombre d'obstacles à l'investissement.

<sup>36</sup> À titre d'illustration, une synthèse des indicateurs dans quelques domaines spécifiques couverts par le rapport *Doing Business 2017* de la Banque mondiale est présentée. Des conclusions analogues peuvent également être tirées de différents autres indicateurs (comme les indicateurs de réglementation sectorielle de l'OCDE ou les indices de compétitivité globale du Forum économique mondial).

## Graphique A

### Nombre de jours nécessaires à la création d'une entreprise

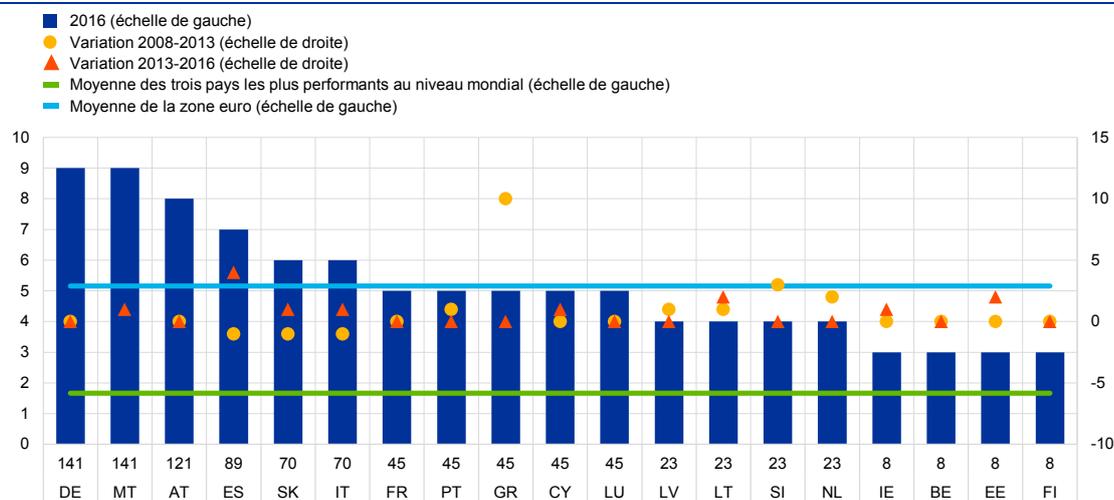


Sources : *Doing Business 2017*, Banque mondiale, et calculs de la BCE.

Notes : Sur l'échelle de gauche, plus la valeur est élevée, plus la création d'entreprise est coûteuse en temps. Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite montre l'évolution du nombre de jours nécessaires à la création d'une entreprise sur les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation de la mise en œuvre des réformes supérieure (inférieure) à zéro signifie qu'un pays se rapproche (s'éloigne) des meilleures pratiques. Le chiffre figurant au-dessous du graphique correspond au classement mondial actuel du pays. Concernant Malte, aucun chiffre n'est disponible pour 2008.

## Graphique B

### Nombre de procédures nécessaires à la création d'une entreprise



Sources : *Doing Business 2017*, Banque mondiale, et calculs de la BCE.

Notes : Sur l'échelle de gauche, plus la valeur est élevée, plus la création d'entreprise est coûteuse en nombres de procédures à suivre lors de la création d'une entreprise. Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite montre l'évolution du nombre de procédures à suivre lors de la création d'une entreprise sur les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation de la mise en œuvre des réformes supérieure (inférieure) à zéro signifie qu'un pays se rapproche (s'éloigne) des meilleures pratiques. Le chiffre figurant au-dessous du graphique correspond au classement mondial actuel du pays. Concernant Malte, aucun chiffre n'est disponible pour 2008.

Les réformes visant à renforcer l'environnement réglementaire et l'État de droit, à rendre plus efficace la résolution des créances douteuses et à supprimer les barrières à l'entrée et à la sortie des entreprises, ainsi que les mesures permettant de corriger les procédures administratives trop compliquées et les cadres d'insolvabilité inefficients, doivent être une priorité du calendrier des réformes de la zone euro. Comme indiqué dans le corps du texte, la mise en œuvre de réformes

favorables aux entreprises a été particulièrement réduite au cours des dernières années, ce qui appelle à donner un nouvel élan à ce type de politiques <sup>37</sup>. Outre les différentes mesures destinées à relancer les réformes dans la zone euro mises en évidence dans le corps du texte, le *benchmarking* pourrait également contribuer à la mise en œuvre de réformes concernant le climat des affaires et les marchés des biens. Les indicateurs structurels doivent être considérés essentiellement comme des exemples fournissant une illustration du climat des affaires dans un pays donné, mais ils peuvent également permettre d'identifier les meilleures pratiques et de fixer des objectifs, et sont donc utiles dans le processus de *benchmarking*.

---

## 2 La politique monétaire à l'appui de la reprise économique dans la zone euro et d'une accélération de l'inflation

### 2.1 La nécessité de nouvelles mesures de politique monétaire en 2016

#### La détérioration des conditions économiques et financières a nécessité un suivi attentif au début de l'année

Les mesures de politique monétaire prises par la BCE au cours des dernières années ont visé à soutenir la reprise économique dans la zone euro et un retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Ces mesures, qui incluent les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), le programme d'achat d'actifs (APP) et le taux négatif appliqué à la facilité de dépôt, ont été introduites en plusieurs étapes et se sont révélées très efficaces pour soutenir la reprise et écarter les tensions désinflationnistes. Toutefois, en 2016, des évolutions défavorables ont retardé la convergence de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs, nécessitant de nouvelles mesures de politique monétaire au cours de l'année.

Début 2016, les conditions économiques et financières se sont détériorées dans un contexte d'incertitude accrue, de risques géopolitiques et de volatilité plus prononcée sur les marchés financiers et de matières premières. En particulier, les inquiétudes concernant l'orientation de l'économie mondiale se sont accentuées à la lumière du ralentissement des marchés émergents, surtout en Chine. De plus, la dynamique de l'inflation est restée plus faible que prévu, en raison essentiellement de la nouvelle baisse prononcée des prix du pétrole et du caractère modéré de la croissance des salaires. Conjointement avec la baisse des anticipations d'inflation à court et moyen terme, cela reflétait une accentuation des risques d'effets de second tour, la faiblesse des anticipations d'inflation étant susceptible d'inciter les partenaires sociaux à différer les augmentations de salaires.

---

<sup>37</sup> Cf. également « Indicateurs structurels du climat des affaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé en janvier son engagement concernant la trajectoire future des taux d'intérêt en soulignant qu'il prévoyait que les taux directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. De plus, l'intensité et la persistance des évolutions défavorables étant incertaines, le Conseil des gouverneurs a jugé nécessaire d'examiner et, éventuellement, de reconsidérer l'orientation de politique monétaire lors de la réunion de la politique monétaire de mars 2016 lorsque davantage d'informations, y compris les nouvelles projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE, seraient disponibles.

Au premier trimestre, la perspective d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme s'est amenuisée. En particulier, les conditions financières se sont durcies, notamment sur les marchés boursiers et de change, ce qui présentait le risque de se traduire par un resserrement des conditions financières pour l'économie réelle. Les informations disponibles indiquaient également que la reprise économique s'était ralentie et que l'inflation était à nouveau revenue en territoire négatif. Si une grande partie de ce recul était due à la baisse des prix du pétrole, les tensions sous-jacentes sur les prix étaient également plus faibles que prévu précédemment. Les anticipations d'inflation à moyen terme extraites des instruments de marché ont également baissé, accroissant encore les risques d'effets de second tour. Les projections d'inflation de mars établies par les services de la BCE ont été fortement révisées à la baisse, impliquant un nouveau report de la date à laquelle l'inflation devrait retrouver un niveau conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs de taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

## Des perspectives plus moroses ont nécessité une réponse de politique monétaire vigoureuse en mars

Dans ce contexte, de solides arguments militaient pour que le Conseil des gouverneurs reconsidère son orientation de politique monétaire et fournisse une nouvelle relance monétaire substantielle pour contrecarrer les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a introduit un vaste ensemble de mesures de politique monétaire en mars 2016.

Lors de sa réunion de mars, le Conseil des gouverneurs a décidé : (a) de réduire les taux directeurs, et en particulier d'abaisser le taux de la facilité de dépôt à - 0,40 %<sup>38</sup> ; (b) de porter les achats mensuels au titre de l'APP à 80 milliards d'euros à compter d'avril 2016 et de relever les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les achats de certaines catégories de titres ;

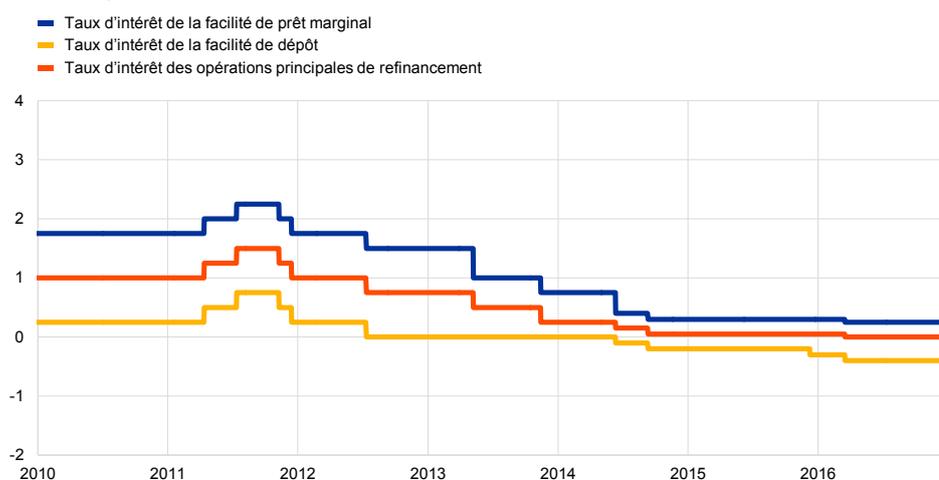
<sup>38</sup> Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'abaisser le taux des opérations principales de refinancement et celui de la facilité de prêt marginal de 5 points de base chacun (à 0 % et 0,25 %, respectivement).

(c) d'inclure un nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) dans l'APP, pour l'achat d'obligation bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro ; et (d) de lancer une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) d'une durée de quatre ans à compter de juin 2016. De plus, le Conseil des gouverneurs a de nouveau précisé, dans ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt, qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs, et a réaffirmé que les achats devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Ce vaste ensemble de mesures visait à assouplir encore les conditions d'emprunt et à stimuler l'offre de crédit pour le secteur privé, renforçant ainsi la dynamique du redressement de la zone euro et accélérant le retour de l'inflation aux niveaux souhaités. Ces mesures ont également contribué à atténuer les tensions observées sur le marché financier en début d'année et à les empêcher de compromettre la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire (cf. la section 2.2 du chapitre 1). La baisse du taux de la facilité de dépôt visait à induire un nouvel assouplissement des conditions du crédit (cf. graphique 23). Autrement dit, les banques détenant des montants de liquidité supérieurs aux obligations de constitution de réserves seraient incitées à utiliser cette liquidité pour acheter d'autres actifs ou consentir davantage de prêts à l'économie réelle. Ainsi, le taux négatif appliqué à la facilité de dépôt a renforcé le programme d'achat d'actifs en accroissant les effets de rééquilibrage des portefeuilles.

**Graphique 23**  
Taux directeurs de la BCE

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 7 décembre 2016.

Le programme TLTRO II a été conçu comme un élément important d'assouplissement du crédit et de création de crédit, favorisant la transmission de la

politique monétaire par le canal du crédit bancaire. Tandis que le taux maximum pouvant être appliqué était fixé au taux des opérations principales de refinancement au moment de l'adjudication, le taux d'intérêt effectivement appliqué pouvait être aussi bas que celui de la facilité de dépôt si le volume de prêts d'une banque en particulier dépassait le seuil de référence <sup>39</sup>.

L'introduction du CSPP a encore renforcé la répercussion des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème à l'économie réelle. Pour être utile au plus grand nombre d'entreprises et de secteurs possible, un large éventail d'actifs éligibles a été maintenu <sup>40</sup>. En principe, il était possible d'effectuer les achats dans le cadre du CSPP sur les marchés tant primaire que secondaire <sup>41</sup>.

## La zone euro a fait preuve de résilience au second semestre 2016, mais la faiblesse de l'inflation sous-jacente s'est prolongée

Le train de mesures décidé en mars 2016, conjugué à la relance monétaire substantielle déjà en place, ont apporté un soutien essentiel à la résilience de l'économie de la zone euro face à l'incertitude mondiale et politique. À l'issue du référendum sur son appartenance à l'UE organisé mi-2016 par le Royaume-Uni, la volatilité sur les marchés financiers a commencé par s'accroître, mais ces marchés ont toutefois affiché globalement une résilience encourageante et ont retrouvé leur calme relativement rapidement. Le fait que les banques centrales dans le monde entier se soient tenues prêtes à fournir des liquidités, si nécessaire, l'existence d'un cadre de réglementation et de surveillance robuste s'appliquant aux banques de la zone euro et les mesures de politique monétaire accommodante de la BCE ont favorisé cette résilience.

Dans le même temps, l'incidence potentielle future du résultat du référendum au Royaume-Uni et d'autres incertitudes géopolitiques, conjuguée à l'atonie des perspectives de croissance des marchés émergents, ont continué de peser sur la demande étrangère et ont été initialement perçus comme présentant des risques à la baisse pour les perspectives économiques de la zone euro au second semestre de l'année. Cela s'est également reflété dans les projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, qui ont légèrement révisé à la baisse les prévisions de croissance pour la zone euro par rapport à l'exercice de juin. De plus, les tensions sous-jacentes sur les prix n'indiquaient toujours pas de véritable tendance à la hausse et restaient source de préoccupation. En particulier, les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro dépendaient toujours

---

<sup>39</sup> Contrairement à la première série de TLTRO, aucune obligation de remboursement anticipé n'a été introduite au titre de la nouvelle série d'opérations TLTRO II. Pour plus de détails, cf. l'annexe I de la [Décision \(UE\) 2016/810](#) et le [communiqué de presse](#) relatif au programme TLTRO II du 10 mars 2016.

<sup>40</sup> Le dispositif de garanties de l'Eurosystème constitue la base pour déterminer l'éligibilité des titres du secteur des entreprises pouvant être acquis dans le cadre du CSPP, tout comme la définition précise des sociétés non bancaires. Pour plus de détails, cf. [Décision \(UE\) 2016/948](#).

<sup>41</sup> Plusieurs garde-fous concernant l'interdiction du financement monétaire ont été intégrés au dispositif du CSPP. Par exemple, s'agissant des instruments de dette émis par des entités considérées comme des entreprises publiques, les achats ont été limités au marché secondaire uniquement.

du maintien de conditions de financement très favorables, qui reflétaient dans une large mesure l'orientation accommodante de la politique monétaire.

À l'automne, le Conseil des gouverneurs a par conséquent continué de suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et a souligné son engagement à préserver le soutien monétaire très significatif indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. De plus, afin d'accroître sa disponibilité et sa capacité à agir le cas échéant, le Conseil des gouverneurs a chargé les comités compétents de l'Eurosystème d'étudier les options permettant de garantir de bonnes conditions de mise en œuvre de l'APP jusqu'en mars 2017 ou au-delà si nécessaire.

Vers la fin de l'année, le redressement de l'activité dans la zone euro a continué de bien résister face aux incertitudes, soutenu par la poursuite de la forte transmission des mesures de politique monétaire à l'économie réelle. Ce redressement s'est poursuivi à un rythme modéré mais tendant à se raffermir, sous l'effet pour l'essentiel du renforcement de la demande intérieure, de la croissance du revenu disponible réel, de la vigueur des créations d'emplois et des conditions de financement toujours très favorables. L'inflation s'est également accélérée, en raison du renchérissement de l'énergie, et semblait appelée à poursuivre sa hausse.

## Le train de mesures décidé en décembre visait à préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire

Le scénario d'une hausse progressive de l'inflation reposait toujours, dans une large mesure, sur le soutien apporté par la politique monétaire accommodante. Compte tenu de la faiblesse prolongée de l'inflation sous-jacente, une convergence durable de l'inflation vers les niveaux souhaités a été jugée peu susceptible d'être atteinte avec un degré de confiance suffisant. Dans ce contexte, préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire au-delà de mars 2017 a été jugé nécessaire.

Par conséquent, lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé : (a) d'étendre l'horizon fixé pour ses achats nets d'actifs au-delà de mars 2017 en annonçant la poursuite de l'APP – parallèlement au réinvestissement des titres arrivant à échéance<sup>42</sup> – au rythme mensuel de 60 milliards d'euros d'avril 2017 à fin décembre 2017, ou au-delà, si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ; et (b) d'ajuster les paramètres de l'APP à compter de janvier 2017 afin de garantir la poursuite de son bon déroulement, en réduisant la durée résiduelle minimale des titres éligibles dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public de deux ans à un an et en permettant les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE

<sup>42</sup> En décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres acquis en vertu du programme APP à leur échéance, aussi longtemps que nécessaire. Cf. la [déclaration introductive](#) à la conférence de presse de la BCE de décembre 2015.

dans la mesure nécessaire <sup>43</sup>. Les taux directeurs de la BCE ont été laissés inchangés, le Conseil des gouverneurs continuant de penser qu'ils devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. De plus, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé son engagement de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et d'agir, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif. En particulier, le Conseil des gouverneurs a souligné que si, entre-temps, les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, il envisagerait d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme.

Ces décisions visaient à garantir le maintien de conditions financières très favorables dans la zone euro, ce qui restait crucial pour atteindre l'objectif de stabilité des prix de la BCE. En particulier, l'extension des achats au titre de l'APP sur un horizon plus long visait à garantir un soutien plus durable aux conditions financières et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures visant à soutenir la reprise modérée, mais en phase de raffermissement. Dans le même temps, la présence plus durable de l'Eurosystème sur le marché visait à fournir une source de stabilité dans un environnement d'incertitude accrue, sur fond de préoccupations liées aux conséquences à long terme potentielles du référendum au Royaume-Uni et aux implications de l'élection présidentielle américaine en termes d'orientation des politiques menées aux États-Unis. La réduction du rythme mensuel d'achats reflétait la réévaluation de la balance des risques par le Conseil des gouverneurs, selon laquelle la confiance dans les performances globales de l'économie de la zone euro s'était améliorée, tandis que le risque déflationniste avait en grande partie disparu. Globalement, la décision visait à protéger les conditions financières dans la zone euro et à permettre à la reprise de s'installer et de se renforcer, malgré les éventuels chocs tant externes qu'internes.

## Encadré 5

### L'effet redistributif de la politique monétaire

---

Au cours des dernières années, la BCE a pris un certain nombre de mesures de politique monétaire dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été abaissés à des niveaux historiquement bas et de nouvelles mesures non conventionnelles, telles que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées et les achats de titres des secteurs privé et public, ont été introduites afin de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire <sup>44</sup>. Ces mesures ont été d'une grande efficacité pour assouplir les conditions de financement globales et soutenir les perspectives en matière d'activité économique réelle et d'inflation dans la zone euro. Comme dans le cas de chacune des mesures « conventionnelles » de politique monétaire, les mesures prises ces dernières années ont exercé

<sup>43</sup> Dans le même temps, des modifications ont été apportées au dispositif de prêts de titres afin d'en améliorer l'efficacité. Cf. le [communiqué de presse](#) du 8 décembre 2016.

<sup>44</sup> Pour plus d'informations sur les facteurs fondamentaux déterminant le bas niveau des taux d'intérêt, cf. l'encadré intitulé « Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas ? », *Rapport annuel*, BCE, 2015.

une incidence sur l'ensemble des taux d'intérêt de marché et des prix d'actifs. Même si ces effets profitent à l'ensemble de l'économie au travers de leur impact sur la création d'emplois, les bénéfiques des modifications des variables financières peuvent, au bout du compte, être répartis de façon inégale entre les secteurs et les agents économiques. Cet encadré vise à apporter un éclairage sur les effets distributifs des mesures de politique monétaire prises par la BCE ces dernières années, en commençant par les canaux financiers directs, avant de s'intéresser aux effets plus indirects sur la croissance et le marché du travail <sup>45</sup>.

Tout d'abord, la politique monétaire exerce des effets distributifs *via* les canaux financiers, avec une influence tant sur le revenu financier que sur le patrimoine. Lorsque la banque centrale réduit les taux directeurs ou achète des actifs, faisant ainsi baisser les taux d'intérêt sur les différents marchés et pour l'ensemble des échéances, il se produit une redistribution inévitable du revenu financier entre les secteurs et les ménages en fonction de leur situation financière nette, c'est-à-dire selon qu'ils sont épargnants nets ou emprunteurs nets. L'analyse des variations du produit net d'intérêts au cours des dernières années peut ainsi fournir des indications importantes sur l'effet distributif du bas niveau des taux d'intérêt, dans la mesure où il s'agit de la composante du revenu financier la plus directement influencée par la politique monétaire. L'impact de la baisse des taux d'intérêt sur le produit net d'intérêts (c'est-à-dire les intérêts perçus moins les intérêts payés) peut être estimé en examinant comment le rendement du stock existant d'actifs et de passifs a évolué durant la crise. Pour la zone euro dans son ensemble, les sociétés financières ont perçu au total moins de produits d'intérêts sur la période allant du deuxième trimestre 2014 au troisième trimestre 2016, tandis que les sociétés non financières et les administrations publiques ont économisé sur leurs charges nettes d'intérêts (cf. graphique A) <sup>46</sup>. Le secteur des ménages, souvent considéré comme ayant perdu beaucoup en raison de sa position d'épargnant net, n'a en fait subi qu'une baisse modérée du produit net d'intérêts. À des fins de comparaison, le graphique A présente également les variations du produit net d'intérêts depuis 2008, montrant que les principaux effets s'étaient déjà fait sentir avant l'application de taux négatifs à la facilité de dépôt de la BCE en juin 2014 et le début des achats de titres du secteur public en mars 2015.

Ces agrégats sectoriels masquent une forte dispersion des effets entre les différents ménages. Il n'est pas simple de mesurer les différents effets mais certaines conclusions peuvent être tirées de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages. Deux vagues d'enquête ont été conduites jusqu'à présent, en 2010 et en 2014, permettant d'évaluer comment le revenu financier net avait été réalloué entre les différents ménages dans le sillage de la baisse des taux d'intérêt <sup>47</sup>. Pour la zone euro dans son ensemble, la part du revenu financier net dans le revenu total des ménages a légèrement diminué, ce qui est conforme aux données sectorielles présentées dans le graphique A. Cette évolution a cependant été sous-tendue par un effet distributif progressif entre les ménages. La situation des ménages ayant le patrimoine net le moins élevé est restée pratiquement inchangée, reflétant une diminution des remboursements au titre de leur dette ainsi que des revenus des placements financiers, tandis que les ménages les plus riches

<sup>45</sup> Cf. également le discours de Mario Draghi intitulé « *Stability, equity and monetary policy* », 2<sup>e</sup> DIW Europe Lecture, Institut allemand de recherche économique (DIW), Berlin, 25 octobre 2016.

<sup>46</sup> Les variations des taux d'intérêt se transmettent à des rythmes différents, en fonction de l'échéance de l'actif ou du passif. Les calculs sont fondés sur les flux d'intérêts effectifs tirés des comptes sectoriels, qui reflètent implicitement la structure par échéances des bilans sectoriels.

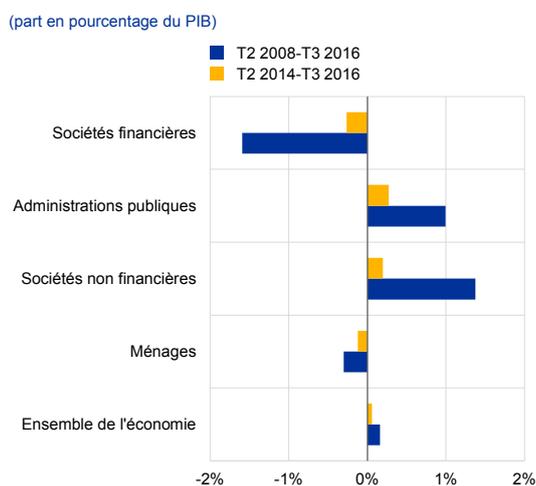
<sup>47</sup> Le revenu financier net correspond au revenu des placements financiers des ménages (intérêts et dividendes) moins les remboursements nets au titre de leur dette.

ont subi les pertes les plus importantes, leurs actifs financiers étant nettement plus élevés que leur dette (cf. graphique B).

Les effets distributifs de la politique monétaire dépendent également du deuxième canal financier, à savoir les effets de richesse. L'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages apporte aussi un éclairage sur ces effets. Les ménages de la zone euro qui détiennent des actifs financiers, tels que des actions et des obligations, sont fortement concentrés dans la partie supérieure de la distribution du patrimoine net. Par conséquent, seul un sous-ensemble relativement réduit de la population profite des plus-values sur les marchés boursiers et obligataires ; les trois-quarts de la population n'en bénéficient pas du tout. En revanche, l'accession à la propriété est répartie de façon plus égale entre les groupes socioéconomiques. Le ménage médian a ainsi bénéficié des hausses des prix de l'immobilier résidentiel <sup>48</sup>.

### Graphique A

Variations du produit net d'intérêts selon les secteurs

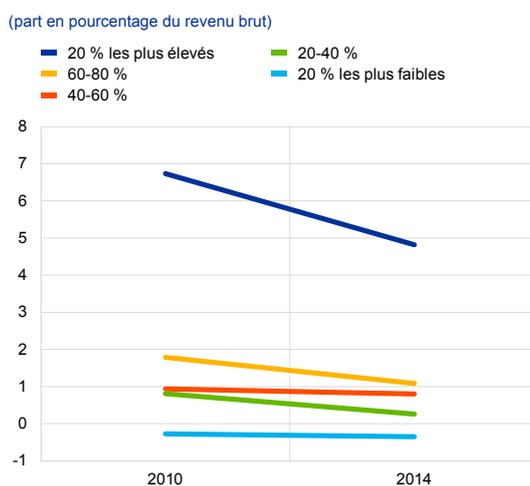


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les évolutions de la moyenne mobile sur quatre trimestres du produit net d'intérêts entre le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2016 et entre le deuxième trimestre 2014 et le troisième trimestre 2016. Afin d'exclure l'impact des variations des stocks d'actifs/de passifs sur le produit net d'intérêts, les variations sont calculées en appliquant les taux de rendement des actifs et des passifs aux stocks notionnels d'actifs et de passifs au premier trimestre 2008 et au premier trimestre 2014, respectivement. Les variations du produit net d'intérêts sont exprimées en pourcentage du PIB, celui-ci étant fixé aux points de départ respectifs. Les paiements/revenus d'intérêts sont montrés après l'application des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM).

### Graphique B

Revenu financier net des ménages



Source : Enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (2010 et 2014).

Notes : Les fourchettes en pourcentage indiquent les tranches de patrimoine net, par exemple, 20 % les plus faibles = le cinquième des ménages ayant le patrimoine net le moins élevé. Les flux financiers nets sont calculés comme les revenus des placements financiers moins le total des remboursements au titre de la dette. Les parts sont calculées comme la somme des flux financiers nets des ménages dans chaque tranche de patrimoine net divisée par la somme des revenus des ménages pour tous les ménages se situant dans la tranche de patrimoine net.

La période la plus pertinente pour évaluer les effets de richesse est celle débutant mi-2014, dans la mesure où l'on considère que ce sont essentiellement les achats d'actifs qui entraînent une hausse des prix d'actifs. Des informations sur les effets de richesse absolus et relatifs selon les différents niveaux de richesse sur cette période peuvent être obtenues en estimant comment la valeur du stock de richesse détenu mi-2014 (dernier point de données disponible) aurait évolué si elle n'avait été impactée depuis lors que par les variations des prix des actions, des obligations et des

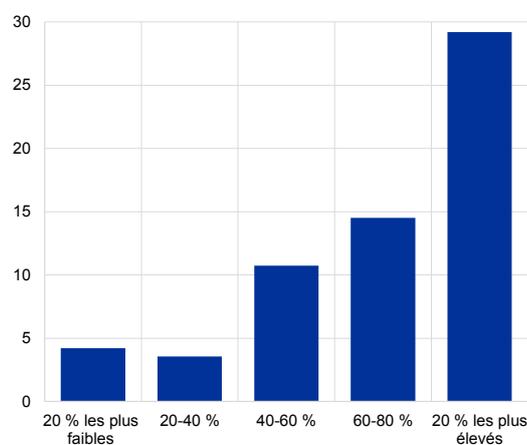
<sup>48</sup> Cf. Adam (K.) et Tzamourani (P.), « *Distributional consequences of asset price inflation in the euro area* », *European Economic Review*, vol. 89, 2016, p. 172-192.

logements <sup>49</sup>. Pour la zone euro, il y a eu un gain en valeur absolue : quel que soit le niveau de richesse, les ménages ont enregistré une augmentation de leur patrimoine en proportion de leur revenu moyen. Cette évolution résulte de la hausse des prix des logements dans la zone euro sur la période, tandis qu'en moyenne, les cours des obligations ont légèrement augmenté et ceux des actions baissé. Les ménages plus riches en ont toutefois bénéficié davantage en termes relatifs que les ménages plus pauvres (cf. graphique C).

### Graphique C

#### Variation estimée du patrimoine net des ménages

(variation en points de pourcentage du patrimoine net moyen en pourcentage du revenu brut moyen dans cette tranche de patrimoine T2 2014-T2 2016)



Sources : Simulations de la BCE et enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages.

Note : Les fourchettes en pourcentage indiquent les tranches de patrimoine net, par exemple, 20 % les plus faibles = le cinquième des ménages ayant le patrimoine net le moins élevé.

observer que depuis juin 2014, les mesures de la BCE ont entraîné une convergence à la baisse des taux débiteurs des banques et une tendance à la hausse des volumes de crédit. Cette évolution résulte en partie de l'inversion de la fragmentation financière observée en 2011-2012. Elle reflète également un second facteur : les mesures de la BCE ont contribué à rompre un cercle vicieux entre les taux débiteurs bancaires, les résultats macroéconomiques et les perceptions du risque de crédit dans les pays vulnérables. L'assouplissement du crédit a contribué à inverser un effet distributif négatif en termes d'accès au financement, ce qui alimente à présent la demande agrégée.

Avec le raffermissement de l'économie, le taux de chômage a reculé. Les améliorations des conditions de financement sous l'effet de la politique monétaire de la BCE soutiennent l'activité de prêts aux ménages et aux entreprises, ce qui dope la consommation (de biens durables) et l'investissement. Cette évolution a favorisé à son tour la croissance économique et l'emploi (cf. graphique D). La création d'emplois devrait profiter notamment aux ménages plus pauvres

Une évaluation équilibrée des effets distributifs globaux de la politique monétaire doit également inclure ses effets macroéconomiques. Même si des taux d'intérêt bas et des prix d'actifs élevés peuvent ne pas bénéficier à tous les secteurs et à tous les agents économiques, il existe des effets distributifs positifs à moyen terme qui dopent la demande agrégée, font baisser le chômage et contribuent à la stabilité des prix, autant de facteurs qui tendent à réduire l'inégalité.

Depuis le lancement du programme d'assouplissement du crédit de la BCE en juin 2014, la zone euro a bénéficié d'une reprise plus généralisée et davantage tirée par la demande intérieure, à la différence de la reprise de 2009-2011 qui reposait dans une large mesure sur les exportations nettes (cf. encadré 2, graphique A). Même s'il est difficile de déterminer la contribution précise de la politique monétaire à cette évolution, on peut

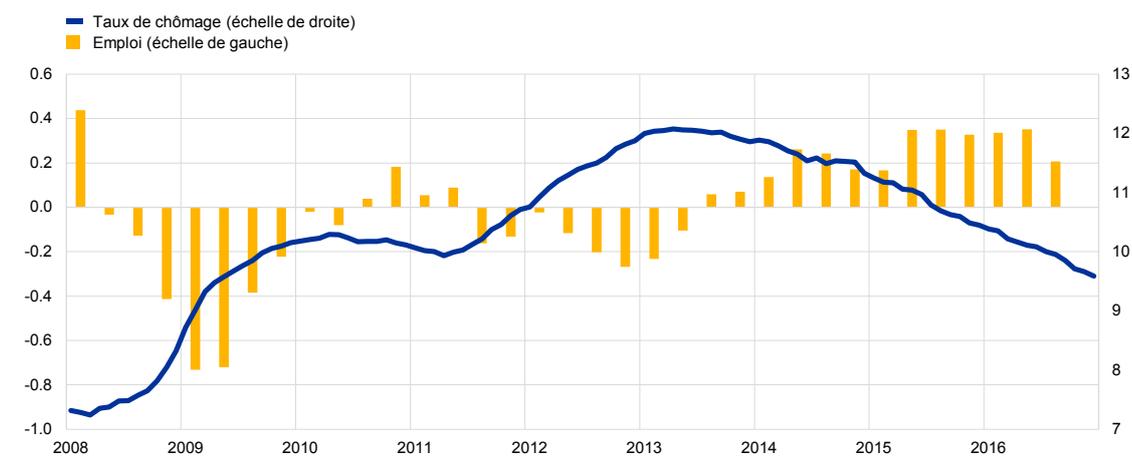
<sup>49</sup> Cette simulation suppose que les variations des composantes du patrimoine entre mi-2014 et mi-2016 sont déterminées par des évolutions propres aux différents pays s'agissant des prix des logements, des cours boursiers et des cours des obligations. Elle analyse ensuite les conséquences pour les variations du patrimoine net des différents ménages, qui dépendent de la part de chaque actif détenu par chacun des ménages.

parce que leur situation en termes d'emploi est plus sensible à l'état de l'économie. Cette caractéristique distributive apporte quant à elle un nouveau soutien à la croissance économique, dans la mesure où les ménages à revenu plus faible ont tendance à avoir une plus forte propension marginale à consommer leur revenu. De fait, au cours de la période récente de forte croissance de l'emploi, le revenu disponible réel et la consommation ont également fortement augmenté (cf. graphique E).

## Graphique D

### Évolutions du marché du travail

(variations trimestrielles en pourcentage (emploi), pourcentages (chômage))



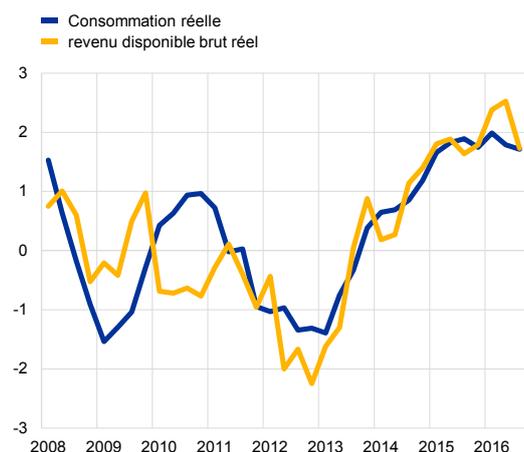
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2016 (emploi) et à décembre 2016 (taux de chômage).

## Graphique E

### Consommation et revenu disponible brut réel

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2016.

La BCE suit les effets distributifs de sa politique monétaire car ils influencent la transmission de celle-ci et donc les ajustements de la trajectoire de l'inflation. Toutefois, s'attaquer à des effets distributifs injustifiés n'est pas du ressort de la politique monétaire, son objectif principal étant la stabilité des prix. Les gouvernements peuvent influencer sur la distribution du revenu et du patrimoine par le biais de leurs politiques, notamment *via* des mesures budgétaires ciblées. Des politiques structurelles et budgétaires plus résolument axées sur la croissance sont essentielles pour compléter l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE en vue d'accélérer le retour de l'économie de la zone euro à son PIB potentiel et de renforcer la trajectoire de croissance de la production potentielle. Cela

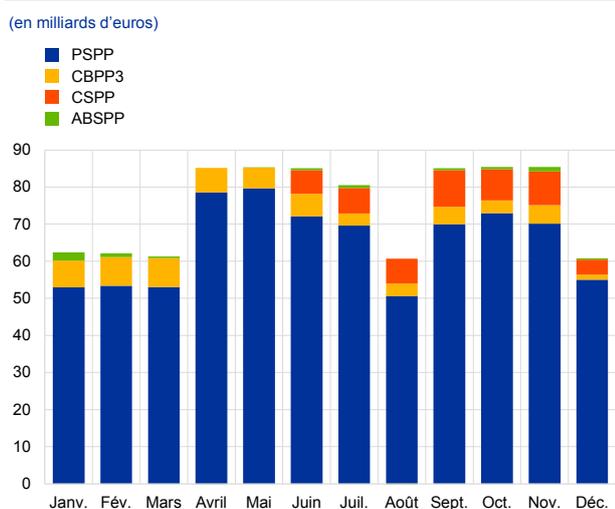
allègerait la charge pesant sur la politique monétaire et permettrait à cette dernière de revenir à l'utilisation de ses instruments conventionnels, notamment les taux d'intérêt positifs.

## 2.2 La transmission de la politique monétaire aux conditions économiques et financières

### Le vaste ensemble de mesures de politique monétaire adoptées par la BCE a continué de donner, avec efficacité, une orientation monétaire très accommodante

Les mesures de politique monétaire mises en place depuis mi-2014, date à laquelle la BCE a introduit pour la première fois de vastes mesures d'assouplissement, notamment du crédit, ont été un facteur primordial de soutien de la reprise économique dans la zone euro. Ce vaste ensemble de mesures – telles que les achats d'actifs, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le bas niveau des taux directeurs – continue de se diffuser à l'économie réelle. En conséquence, les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises se sont considérablement assouplies et la création de crédit s'est renforcée, soutenant ainsi la dépense globale dans l'ensemble de la zone euro.

**Graphique 24**  
Achats mensuels réalisés en 2016 dans le cadre des différents programmes de l'APP



Source : BCE.

L'assouplissement monétaire a résulté pour une part importante des achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP), qui recouvre quatre sous-programmes d'achats d'une large gamme de titres du secteur privé et du secteur public : le programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP), le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme* – CBPP3) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme* – CSPP). La mise en œuvre de l'APP s'est poursuivie sans difficulté en 2016. La flexibilité apportée par l'APP a permis de maintenir le montant cumulé des achats mensuels à un niveau conforme à l'objectif fixé par le Conseil des gouverneurs, c'est-à-dire à 60 milliards d'euros, en

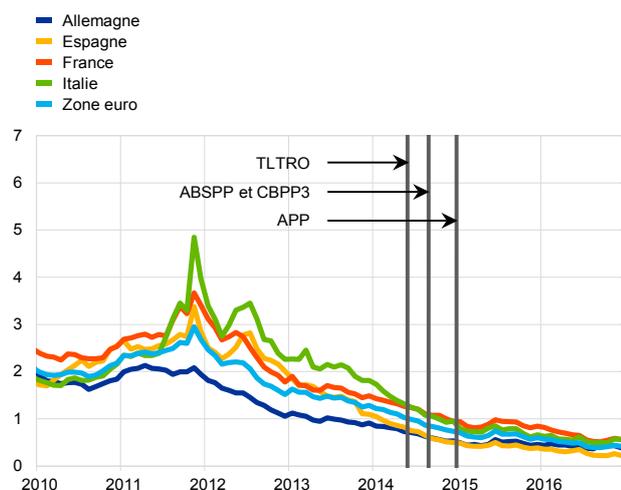
moyenne, de janvier à mars 2016 et à 80 milliards durant le reste de l'année. Les achats ont toutefois été légèrement moins élevés en août et en décembre, ces mois étant généralement caractérisés par une liquidité de marché plus faible, et légèrement plus élevés les autres mois de l'année. Le PSPP a continué de représenter la part de loin la plus importante du total des achats (cf. graphique 24).

## La transmission des mesures de la BCE *via* les marchés financiers et le système bancaire s'est poursuivie avec succès

Les mesures de politique monétaire de la BCE ont eu un impact considérable sur les actifs financiers de référence. En particulier, les achats d'actifs de l'Eurosystème et l'environnement de faibles taux d'intérêt ont contribué à la forte baisse des taux sur le marché monétaire et des rendements des obligations souveraines depuis mi-2014<sup>50</sup>. La politique monétaire de la BCE a également permis de protéger en partie les conditions du marché obligataire de la zone euro face à la hausse des rendements des emprunts publics aux États-Unis fin 2016. De plus, les mesures de la BCE ont influé sur les évolutions dans d'autres compartiments des marchés financiers. Plus spécifiquement, le rééquilibrage des portefeuilles et les effets macroéconomiques positifs liés à l'orientation très accommodante de la politique monétaire ont probablement soutenu le rebond des cours des actions. Le taux de change effectif nominal de l'euro a globalement diminué en 2016.

### Graphique 25 Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; pourcentages annuels)



Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE.

Les mesures de politique monétaire de la BCE ont contribué de deux manières à l'amélioration significative des conditions de financement des banques. Premièrement, les instruments de financement des banques comptent parmi les catégories d'actifs qui ont connu une réduction substantielle de leurs rendements à moyen et long terme. Cette évolution a été favorisée par les effets de rééquilibrage des portefeuilles résultant des achats d'actifs de l'Eurosystème et par des effets de rareté dus aux plus faibles émissions d'obligations des banques, qui ont privilégié les emprunts dans le cadre des TLTRO<sup>51</sup>. Par conséquent, le coût composite du financement par endettement des banques a fortement diminué (cf. graphique 25). Deuxièmement, les banques ont continué de substituer au financement de marché à court terme, plus onéreux, le financement *via* les TLTRO (et ont, en outre, exercé l'option de remboursement anticipé des TLTRO I à l'aide des TLTRO II moins onéreuses)<sup>52</sup>. Sur les quatre

<sup>50</sup> Depuis mi-2014, la moyenne pondérée du PIB des rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro a baissé de 90 points de base environ. La tendance globalement baissière s'est interrompue vers la fin 2016, lorsque les rendements souverains ont suivi la pentification observée au niveau mondial dans un contexte d'incertitude politique accrue.

<sup>51</sup> Une première série de TLTRO (TLTRO I) a été annoncée le 5 juin 2014 et une deuxième série (TLTRO II) le 10 mars 2016. Pour de plus amples informations concernant les TLTRO I, cf. le [communiqué de presse](#), et pour de plus amples informations concernant les TLTRO II, cf. la section 2.1 du chapitre 1.

<sup>52</sup> En 2016, les fonds de TLTRO I ont été remplacés par des fonds de TLTRO II pour un montant de 333 milliards d'euros. Les trois premières opérations TLTRO II ont permis, selon les estimations, un allègement de 11 points de base du financement.

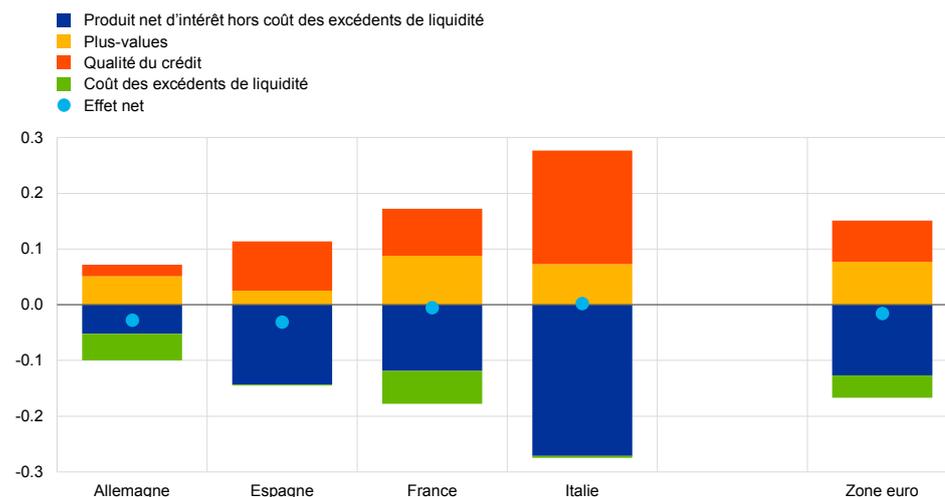
opérations TLTRO II prévues, trois ont été conduites en 2016, la quatrième étant prévue pour mars 2017<sup>53</sup>. Le montant total du tirage jusqu'à fin 2016 s'élevait à 506,7 milliards d'euros, soit 43 % environ de l'emprunt total autorisé pour les banques de la zone euro dans le cadre des TLTRO II.

L'impact global de l'APP et du taux négatif de la facilité de dépôt sur la rentabilité bancaire a été limité, dans la mesure où leurs effets sur les différentes composantes du revenu des banques se compensent dans une large mesure (cf. graphique 26). D'une part, les deux mesures ont entraîné une diminution des taux d'intérêt sur une large gamme d'actifs financiers, resserré les marges d'intérêts et, donc, contribué à une baisse du produit net d'intérêts. D'autre part, l'accroissement de la valeur de marché des obligations souveraines détenues par les banques a généré des plus-values. En outre, les effets positifs des récentes mesures de politique monétaire sur les perspectives économiques ont contribué à l'augmentation des volumes de prêts et à l'amélioration de la qualité du crédit.

### Graphique 26

#### Rentabilité des banques, APP et taux négatif de la facilité de dépôt

(2014-2017 ; contributions en points de pourcentage au rendement des actifs bancaires)



Sources : Autorité bancaire européenne, BCE et estimations de la BCE.

Notes : Les plus-values sont calculées à partir de données sur une base consolidée pour 68 groupes bancaires de la zone euro appartenant à la liste des établissements importants soumis à la surveillance directe de la BCE et ayant participé au test de résistance mené à l'échelle de l'UE en 2014. Les chiffres pour la zone euro correspondent à la moyenne pondérée des pays inclus dans l'échantillon, calculée à l'aide de données bancaires consolidées pour la pondération du système bancaire de chaque pays dans les données agrégées pour la zone euro.

### Les entreprises de la zone euro ont bénéficié de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE

La transmission des mesures de relance monétaire aux conditions d'octroi du crédit bancaire et à la création de crédit a été notable. Depuis juin 2014, les taux d'intérêt ont fortement diminué sur un large éventail de catégories d'actifs et de marchés du

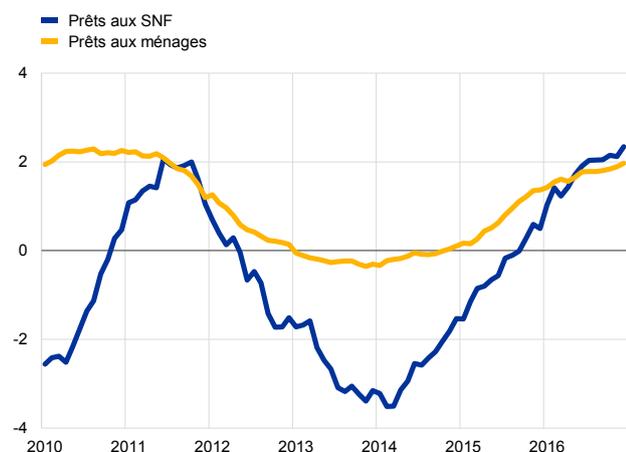
<sup>53</sup> Le règlement des TLTRO II était prévu en juin, septembre et décembre 2016, et en mars 2017. Par conséquent, la dernière opération viendra à échéance en mars 2021.

crédit. Par conséquent, les entreprises et les ménages de la zone euro ont connu des conditions d'emprunt plus favorables. En effet, les taux débiteurs sur les prêts aux entreprises ont diminué de plus de 110 points de base entre juin 2014 et décembre 2016 (cf. graphique 19).

Cet assouplissement concerne également les petites et moyennes entreprises (PME) – l'épine dorsale de l'économie de la zone euro – qui ont fortement recours au crédit bancaire. Les conditions d'octroi de crédits bancaires aux PME se sont encore améliorées : depuis mai 2014, les taux débiteurs appliqués aux prêts de très faible montant consentis aux entreprises ont diminué de 180 points de base environ. En outre, dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro, les PME ont encore fait état d'une nouvelle amélioration de leur accès au crédit et d'une volonté accrue des banques d'octroyer des crédits à des taux d'intérêt plus faibles<sup>54</sup>. Les nouveaux crédits bancaires consentis aux entreprises continuent d'être utilisés essentiellement pour financer des projets d'investissement, des stocks et le fonds de roulement.

### Graphique 27 Prêts des IFM aux SNF et aux ménages

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



Source : BCE.

Les achats d'actifs de l'Eurosystème et l'environnement de faibles taux d'intérêt ont incité les banques à consentir davantage de prêts, notamment parce qu'ils ont réduit l'attrait des placements en titres à rendement plus faible. Dans le même temps, le moindre coût des TLTRO II pour les banques exerçant une forte activité de prêt les a également encouragées à accroître leur offre de crédit (les banques pouvant emprunter à moindre coût dans le cadre des TLTRO II si leur volume de prêts dépasse le seuil de référence). Cela a favorisé un assouplissement des critères d'octroi de prêts ainsi qu'une amélioration des modalités et conditions attachées aux prêts bancaires, comme l'indique l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro<sup>55</sup>. En conséquence, dans un contexte d'augmentation de la demande de crédit, le redressement progressif de l'activité de prêt au secteur privé de la zone euro s'est poursuivi. Entre mai 2014 et

décembre 2016, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est accru, passant de -0,1 % à 2,0 %, tout comme celui des prêts aux sociétés non financières (SNF), qui est passé de -2,9 % à 2,3 % (cf. graphique 27).

Les premiers éléments d'information concernant la contribution du CSPP à l'assouplissement des conditions de financement pour les entreprises ont été encourageants. L'annonce du CSPP, le 10 mars 2016, a fortement soutenu la

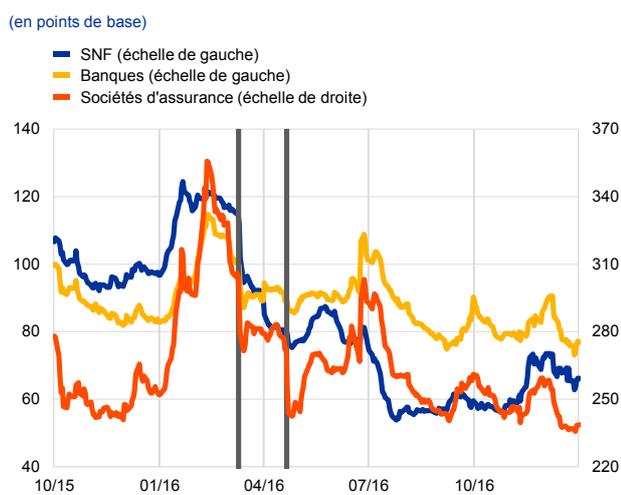
<sup>54</sup> Cf. *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, April to September 2016, BCE, novembre 2016.

<sup>55</sup> Plus précisément, les banques ont continué de signaler que les TLTRO, l'APP et le taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de la BCE contribuaient à rendre les conditions appliquées aux prêts plus favorables. L'enquête *BLS de juillet 2016* comprenait des questions spécifiques relatives à l'impact des TLTRO. L'enquête *BLS d'octobre 2016* comprenait des questions spécifiques relatives à l'impact de l'APP et du taux négatif de la facilité de dépôt sur les conditions et les volumes de prêts.

contraction en cours des écarts de rendement des obligations émises par les SNF par rapport à un taux sans risque (cf. graphique 28)<sup>56</sup>. De plus, le CSPP a contribué à la hausse des émissions d'obligations d'entreprises libellées en euros tout au long de l'année (cf. graphique 29). Enfin, sous l'effet d'un rééquilibrage des portefeuilles, la demande d'obligations non éligibles au CSPP s'est également accrue, et les émissions ont augmenté en conséquence. Le CSPP a eu également d'importantes répercussions sur les conditions de financement des entreprises, les banques dans lesquelles les émissions de titres de créance par les sociétés se sont substituées aux prêts bancaires faisant état d'une plus forte pression concurrentielle et d'une diminution plus importante des marges sur les prêts consentis aux grandes entreprises.

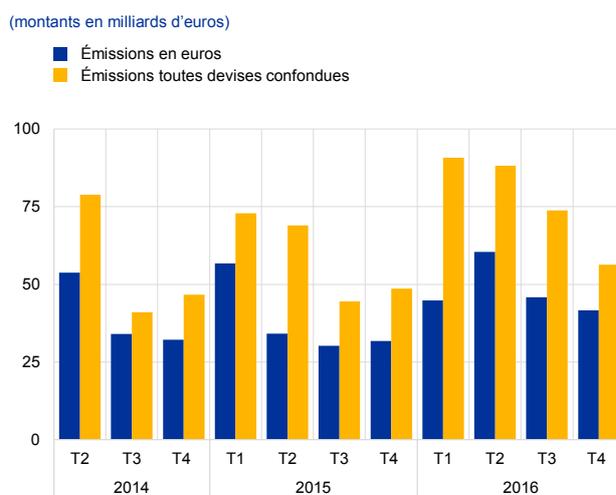
La mise en œuvre du CSPP s'est déroulée comme prévu au moment de son introduction, avec une bonne diversification des achats sur l'ensemble des notations, des secteurs, des pays et des émetteurs. Au 31 décembre 2016, l'Eurosystème détenait 51 milliards environ d'obligations non bancaires émises par 225 entreprises différentes.

**Graphique 28**  
Écarts de rendement des obligations bien notées (*investment grade*) émises par les sociétés



Sources : Markit et Bloomberg.  
Notes : Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés sont mesurés par les écarts de taux des *swaps* sur actifs. Les lignes verticales indiquent les réunions du Conseil des gouverneurs des 10 mars et 21 avril. Les indices recouvrent également les obligations subordonnées.

**Graphique 29**  
Émission de dette brute par les SNF de la zone euro



Sources : Dealogic et calculs de la BCE.  
Notes : Les données recouvrent les obligations de bonne qualité (*investment grade*) comme celles de moins bonne qualité (*non investment grade*). Les « émissions en euros » correspondent aux émissions nouvelles libellées en euros par les SNF dont le siège social est établi dans la zone euro. Les « émissions toutes devises confondues » correspondent à l'ensemble des émissions nouvelles par les SNF dont le siège social est établi dans la zone euro.

<sup>56</sup> Selon des estimations empiriques, cette contraction est due pour l'essentiel au lancement du CSPP. Cf. l'encadré intitulé « Le marché des obligations d'entreprises et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

## La politique monétaire accommodante de la BCE a soutenu de manière significative les évolutions dans la zone euro

Globalement, les mesures de politique monétaire introduites par la BCE depuis juin 2014 ont eu des effets macroéconomiques significatifs. Sans ces mesures, les évolutions de la croissance et de l'inflation auraient été beaucoup plus modérées en 2016. En particulier, les mesures de la BCE ont contribué à écarter la menace de déflation.

### Encadré 6

#### Taille et composition du bilan de l'Eurosystème

---

Depuis le début de la crise financière en 2007-2008, l'Eurosystème a utilisé son bilan pour effectuer différentes interventions de politique monétaire, modifiant ainsi sa taille et sa composition au fil du temps. Ces interventions comprennent des opérations visant à fournir des financements aux contreparties ainsi que des achats d'actifs sur divers compartiments du marché afin d'améliorer la transmission de la politique monétaire et d'assouplir les conditions de financement dans la zone euro. Fin 2016, la taille du bilan de l'Eurosystème avait atteint un point haut historique de 3 700 milliards d'euros.

Début juin 2014, avant l'adoption d'un certain nombre de mesures de politique monétaire par le Conseil des gouverneurs, les actifs de politique monétaire représentaient 40 % du total des actifs au bilan de l'Eurosystème. Ils comprenaient les prêts aux établissements de crédit de la zone euro, à hauteur de 30 % du total des actifs (cf. graphique ci-après), et des titres de politique monétaire (actifs acquis dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des premiers programmes d'achats d'obligations sécurisées), qui représentaient quelque 10 % du total des actifs. Les autres actifs financiers étaient principalement constitués : (a) des avoirs en devises étrangères et en or détenus par l'Eurosystème ; (b) des portefeuilles de titres libellés en euros autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire ; et (c) des liquidités d'urgence fournies par certaines BCN de l'Eurosystème à des institutions solvables confrontées à des problèmes de liquidité temporaires. Ces autres actifs financiers font l'objet d'obligations de déclaration internes à l'Eurosystème et de restrictions résultant de l'interdiction du financement monétaire et de l'obligation de ne pas interférer avec la politique monétaire, définies dans plusieurs textes juridiques <sup>57</sup>.

Au passif, l'encours de billets en circulation (un poste clé du passif d'une banque centrale) représentait 44 % environ du total du passif en juin 2014. Les avoirs de réserve des contreparties <sup>58</sup> s'élevaient à 16 %, tandis que les autres engagements, y compris les comptes de capital et de réévaluation représentaient 40 %.

Les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs depuis juin 2014, en particulier le programme étendu d'achats d'actifs (APP) qui a débuté le 9 mars 2015, ont entraîné à la fois une expansion et une modification de la composition du bilan. Les instruments de politique

---

<sup>57</sup> Notamment, l'orientation concernant les opérations domestiques de gestion des actifs et des passifs par les banques centrales nationales (BCE/2014/9) et l'Accord sur les actifs financiers nets (*Agreement on Net Financial Assets – ANFA*).

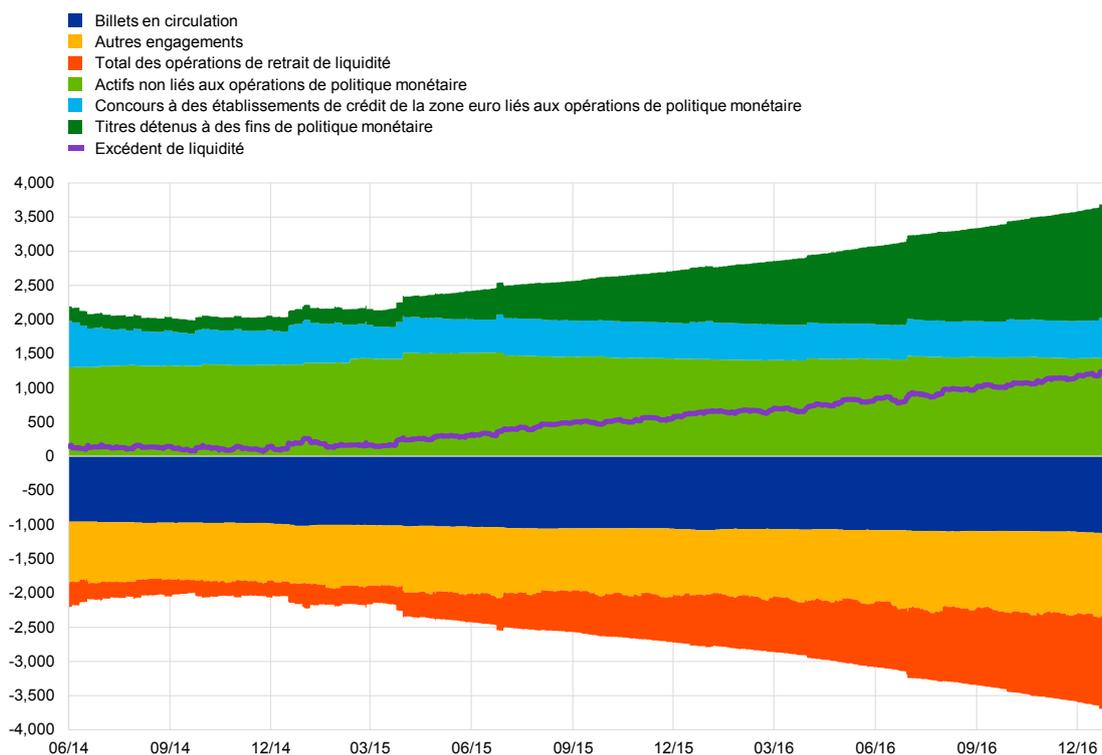
<sup>58</sup> Les avoirs de réserve des contreparties recouvrent les soldes des comptes courants et de la facilité de dépôt auprès des BCN et, durant la période où l'Eurosystème a effectué ces opérations, les reprises de liquidité en blanc à des fins de politique monétaire.

monétaire ont augmenté pour atteindre 61 % de l'actif fin 2016, tandis que la taille des autres actifs financiers est restée relativement stable. Au passif, la principale incidence observée a concerné les avoirs de réserve des contreparties, qui ont augmenté de 1 000 milliards d'euros et représentaient 36 % du passif fin 2016, tandis que les billets en circulation ont diminué en termes relatifs, revenant à 31 %.

## Graphique

### Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

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

## Échéance moyenne des portefeuilles et décomposition selon les actifs et les juridictions

Depuis le lancement de l'APP, la BCE publie l'évolution des avoirs détenus au titre de ses divers programmes constitutifs selon une périodicité hebdomadaire. En outre, elle publie chaque mois la ventilation de ses avoirs entre achats sur les marchés primaire et secondaire pour ce qui concerne le troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), ainsi que la répartition par pays émetteurs, y compris l'échéance moyenne pondérée, des avoirs en titres détenus dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) <sup>59</sup>.

Fin 2016, le PSPP représentait la part la plus importante de l'APP, soit 82 % du total des titres détenus. Dans le cadre du PSPP, la ventilation des achats entre les marchés nationaux des BCN

<sup>59</sup> Des informations relatives à l'évolution des avoirs détenus au titre de l'APP sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>.

est déterminée par la clé de répartition du capital de la BCE. Au sein des quotas qui leur sont assignés, la BCE et les BCN ont la possibilité de choisir d'acheter des titres des administrations centrales, régionales et locales, des titres émis par certaines agences établies dans les juridictions respectives et, le cas échéant, des titres émis par des institutions supranationales.

L'échéance moyenne du PSPP, en termes pondérés, ressortait à 8,3 ans fin 2016, avec certaines variations d'une juridiction à l'autre. La durée des actifs achetés par l'Eurosystème est pertinente à deux titres : d'une part, elle permet à l'Eurosystème d'absorber le risque de taux d'intérêt sur le marché, incitant les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles ; d'autre part, l'Eurosystème vise une répartition neutre des actifs entre les marchés, achetant des titres sur l'ensemble des échéances éligibles dans toutes les juridictions afin de refléter la composition du marché des obligations souveraines de la zone euro. Comme [annoncé](#) en décembre 2015, les remboursements du principal sur les titres acquis dans le cadre de l'APP seront réinvestis à l'échéance, aussi longtemps que nécessaire, maintenant ainsi les avoirs au titre de l'APP à un niveau constant au-delà de l'horizon des achats nets d'actifs.

### **Évolutions des opérations de refinancement de l'Eurosystème**

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème a diminué de 84 milliards d'euros environ depuis début juin 2014. À cette date, l'encours des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans représentait encore un volume important en cours de remboursement. Depuis lors, le profil des échéances des opérations de crédit de l'Eurosystème s'est allongé. L'échéance moyenne pondérée a augmenté, passant de six mois environ en juin 2014 à trois ans fin 2016, essentiellement sous l'effet des deux séries d'opérations de refinancement à long terme ciblées d'une durée initiale inférieure ou égale à quatre ans.

---

## **3 Le secteur financier européen : améliorer la résistance dans un contexte de faible rentabilité**

Un certain nombre de risques pesant sur la stabilité financière de la zone euro ont été identifiés en 2016 lors de l'évaluation régulière par la BCE des risques émergents et de la résistance du système financier. Toutefois, le niveau global des tensions systémiques est resté limité dans la zone euro. Même si les institutions financières font souvent face à une faible rentabilité, elles ont dans de nombreux cas amélioré leur capacité de résistance, par exemple en augmentant leur niveau de capitalisation.

Pour la BCE, 2016 a été la deuxième année complète d'exercice de ses missions macroprudentielles et microprudentielles, à la suite de la création du mécanisme de surveillance unique (MSU), comprenant la BCE et les autorités compétentes nationales (ACN) des pays de la zone euro, en novembre 2014. La BCE a également contribué à plusieurs initiatives réglementaires importantes et à des mesures visant à élaborer le troisième pilier de l'union bancaire, à savoir le système européen d'assurance des dépôts.

### 3.1 Les risques et les vulnérabilités du système financier de la zone euro

La BCE suit les évolutions en matière de stabilité financière des systèmes financiers de la zone euro et de l'UE afin d'identifier les vulnérabilités et les sources de risque systémique. Elle exerce cette mission en collaboration avec les autres banques centrales de l'Eurosystème et le Système européen de banques centrales. L'émergence d'éventuels risques systémiques dans le système financier est traitée au moyen des politiques macroprudentielles.

La BCE présente son analyse de la stabilité financière dans sa revue de la stabilité financière (*Financial Stability Review* – FSR), qui paraît tous les semestres <sup>60</sup>. La BCE fournit également un support analytique au Comité européen du risque systémique dans le domaine de l'analyse de la stabilité financière.

#### Des épisodes de fortes turbulences sur les marchés financiers internationaux en 2016 et des inquiétudes relatives aux perspectives de rentabilité des banques de la zone euro

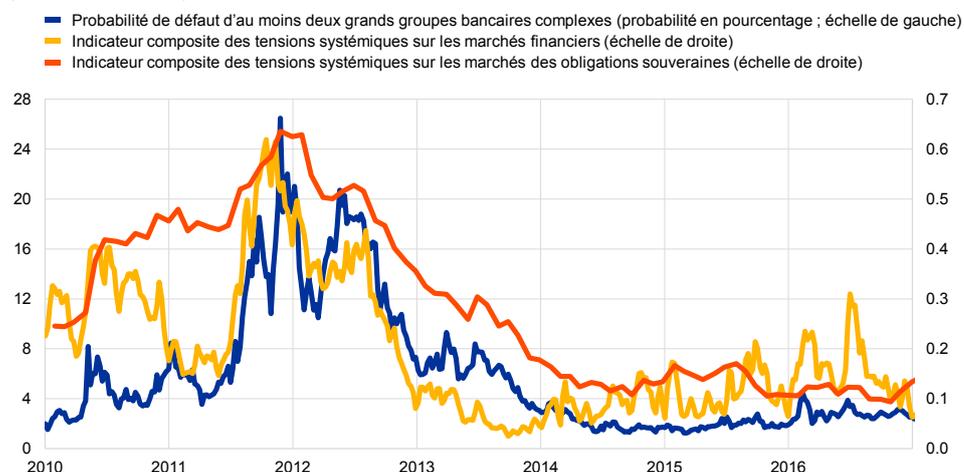
Le niveau global des tensions systémiques est resté limité dans la zone euro en 2016 en dépit de courts épisodes de fortes turbulences sur les marchés financiers internationaux. Au nombre de ces épisodes figurent la détérioration du sentiment de marché vers le début de l'année, sous l'effet de la volatilité des cours des actions chinoises et des inquiétudes relatives aux marchés émergents et, plus tard dans l'année, de l'incertitude politique qui a suivi les résultats du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE et des élections présidentielles aux États-Unis. Les cours des actions des banques de la zone euro ont enregistré des périodes de forte volatilité en 2016, ce qui a contribué, dans l'ensemble, à une hausse du coût estimé des fonds propres. L'une des principales raisons de cette évolution tient toujours aux inquiétudes des marchés relatives aux perspectives de rentabilité des banques de la zone euro dans un contexte de faible croissance et de bas niveau des taux d'intérêt. Cela étant, la poursuite d'une politique monétaire accommodante et l'atténuation des inquiétudes des marchés relatives à la Chine ont eu un effet modérateur sur les fortes tensions systémiques observées dans la zone euro, les indicateurs standard des tensions sur les banques, sur les emprunteurs souverains et des tensions financières se maintenant à des niveaux faibles fin 2016 (cf. graphique 30).

<sup>60</sup> Cf. *Financial Stability Review*, BCE, mai 2016 et *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

### Graphique 30

#### Indicateurs composites des tensions systémiques sur les marchés financiers et sur les marchés des obligations souveraines et probabilité de défaut d'au moins deux groupes bancaires

(Janv. 2011 – Déc. 2016)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : « La probabilité de défaut d'au moins deux grands groupes bancaires complexes » correspond à la probabilité que des défauts se produisent simultanément au sein de l'échantillon de 15 grands groupes bancaires complexes à l'horizon d'un an.

Dans cet environnement, quatre risques principaux pesant sur la stabilité financière de la zone euro ont été identifiés en 2016 (cf. tableau 2). La probabilité d'une réévaluation globale des risques s'est accrue compte tenu de la montée de l'incertitude politique, des vulnérabilités sur les marchés émergents et de l'évaluation plutôt basse du risque sur les marchés. Cela étant, les investisseurs ont continué d'augmenter les niveaux de risque de leurs portefeuilles dans le contexte du bas niveau des taux d'intérêt. S'agissant des prix des actifs, les rendements des obligations des entreprises se sont maintenus à des niveaux faibles en 2016, tandis que certains marchés boursiers ont affiché des signes de surévaluation. Des signes de surévaluation de l'immobilier résidentiel et commercial sont également apparus dans certains pays.

### Tableau 2

#### Les principaux risques pour la stabilité financière de la zone euro identifiés dans la *Financial Stability Review* de novembre 2016

	<ul style="list-style-type: none"> <li><span style="color: red;">■</span> risque systémique prononcé</li> <li><span style="color: orange;">■</span> risque systémique moyen</li> <li><span style="color: yellow;">■</span> risque systémique potentiel</li> </ul>	Niveau actuel (couleur) et variation récente (flèche)*
Réévaluation globale des risques entraînant une contagion financière, sous l'effet de la montée de l'incertitude politique dans les économies avancées et de fragilités persistantes sur les marchés émergents		↑
Boucle de rétroaction négative entre la rentabilité médiocre des banques et la faible croissance nominale, dans un contexte de difficultés à résorber les encours élevés de créances douteuses dans certains pays		→
Réapparition des inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette des emprunteurs souverains et du secteur privé non financier dans un contexte de faible croissance nominale, dans l'hypothèse où l'incertitude politique se traduirait par un report des réformes à l'échelon national et européen		↑
Des tensions attendues dans le secteur des fonds d'investissement amplifiant les risques de liquidité et des effets de contagion au système financier dans son ensemble		→

Source : BCE.

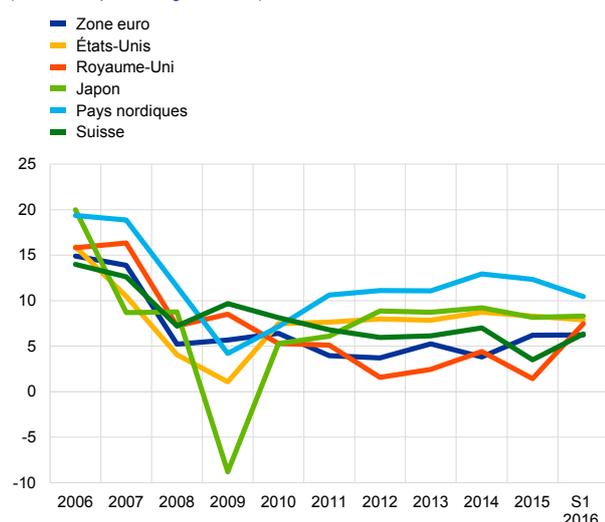
\* La couleur indique le niveau de risque cumulé, qui correspond à une combinaison de la probabilité d'une concrétisation et d'une estimation de l'incidence systémique probable du risque identifié au cours des 24 prochains mois, fondée sur l'appréciation des services de la BCE. Les flèches indiquent si le risque s'est accru depuis la précédente *Financial Stability Review*.

D'autres défis majeurs en 2016 sont à maints égards des séquelles de la crise bancaire et de la crise de la dette souveraine. Le secteur bancaire de la zone euro est resté vulnérable, en dépit de sa capacité à résister aux tensions sur les marchés décrites précédemment. La faiblesse de la croissance économique et le contexte associé de bas niveau des taux d'intérêt pèsent sur les perspectives de rentabilité des banques dans les économies avancées (cf. graphique 31). Malgré ces difficultés, les banques ont nettement renforcé leur assise en fonds propres au cours des dernières années (comme l'ont également confirmé les résultats du test de résistance mené à l'échelle de l'UE par l'Autorité bancaire européenne en 2016).

Dans certains pays de la zone euro, les perspectives de rentabilité ont également été freinées par les surcapacités structurelles et l'ajustement toujours incomplet des modèles d'activité à l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt (cf. encadré 7).

### Graphique 31 Rendement médian des fonds propres des banques dans les principales régions économiques avancées

(2006-2016, pourcentages annuels).



Sources : SNL Financial et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives à 2016 se rapportent au premier semestre.

En outre, l'encours de créances douteuses demeure élevé dans certains pays de la zone euro, ce qui a suscité des inquiétudes relatives à la rentabilité future des banques et à la stabilité financière (cf. encadré 8). De plus, les progrès sur la voie d'une réduction de l'encours de créances douteuses restent lents. Au niveau des banques, les explications tiennent, entre autres, à une capacité opérationnelle inadaptée, à un manque d'expérience dans la gestion des créances douteuses, à des contraintes de fonds propres et à une faible rentabilité. De plus, des facteurs structurels, comme l'inefficacité des lois sur l'insolvabilité, des goulets d'étranglement dans les systèmes judiciaires, des dispositifs de règlement à l'amiable insuffisants, un marché des créances douteuses sous-développé et des problèmes liés à la comptabilité et à la fiscalité, empêchent une résolution rapide des créances douteuses<sup>61</sup>.

En 2016, les risques pesant sur la stabilité financière ont également trouvé leur origine en dehors du secteur bancaire. Premièrement, les inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette des emprunteurs souverains et du secteur non financier se sont accentuées. Deuxièmement, la prise de risque a également augmenté dans le secteur des fonds d'investissement qui connaît une croissance rapide. Même si les fonds d'investissement de la zone euro ont continué de résister aux tensions observées sur les marchés, les sorties enregistrées par certains fonds immobiliers au Royaume-Uni à l'issue du résultat du référendum ont mis en évidence les vulnérabilités des fonds ouverts (fonds qui peuvent émettre un nombre illimité de parts, les investisseurs ayant la possibilité de se faire rembourser à tout moment). Les

<sup>61</sup> Cf. Fell (J.), Grodzicki (M.), Martin (R.) et O'Brien (E.), « Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area », *Financial Stability Review*, Special Feature B., BCE, novembre 2016.

risques ont été aggravés par le manque de perspective systémique dans la réglementation du secteur et par la difficulté à prévenir l'accumulation de risques à l'échelle de l'ensemble du secteur qui en résulte.

Une analyse structurelle du secteur financier de la zone euro au sens large, qui intègre les sociétés d'assurance et les fonds de pension ainsi que les entités du secteur bancaire parallèle, a confirmé que le secteur financier non bancaire avait poursuivi son expansion en 2016<sup>62</sup>. Dans le même temps, le secteur bancaire a continué de s'orienter vers des activités plus traditionnelles en 2016. Le passage d'un financement de banque centrale et d'un financement interbancaire à un financement par les dépôts s'est accompagné d'une réduction de l'effet de levier.

## Encadré 7

### Diversité des modèles d'activité des banques et ajustement à l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt

---

L'ajustement incomplet des modèles d'activité des banques à l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt est un des principaux facteurs à l'origine de la faible rentabilité des banques dans la zone euro. Avant la crise financière, les bénéfices des banques étaient dopés par l'endettement élevé, le faible coût du financement interbancaire et la prise de risque dans le crédit immobilier ou la titrisation. La crise a montré que certaines de ces stratégies ne sont pas viables. Les changements induits par la crise dans la volonté des banques et des investisseurs de prendre des risques et dans la réglementation ont suscité une réorganisation des modèles d'activité des banques. Les banques ont réduit la taille de leur bilan, renforcé leur assise en fonds propres et restreint leurs activités les plus risquées au profit de leur cœur de métier. Dans la zone euro, cette évolution s'est traduite globalement par une réduction des activités interbancaires et de banque d'investissement au profit des activités plus traditionnelles de banque de détail (cf. graphique A)<sup>63</sup>.

Il est souvent avancé qu'un nouvel ajustement des modèles d'activité ayant pour objectif un accroissement des revenus des frais et commissions pourrait soutenir la rentabilité des banques dans un environnement de faible croissance et de bas niveau des taux d'intérêt. Toutefois, un examen plus approfondi révèle que la réussite d'une telle stratégie pourrait dépendre du modèle d'activité spécifique de chaque banque et, par conséquent, du type de revenus des frais et commissions qu'elle peut générer<sup>64</sup>.

<sup>62</sup> Cf. [Report on Financial Structures](#), BCE, octobre 2016.

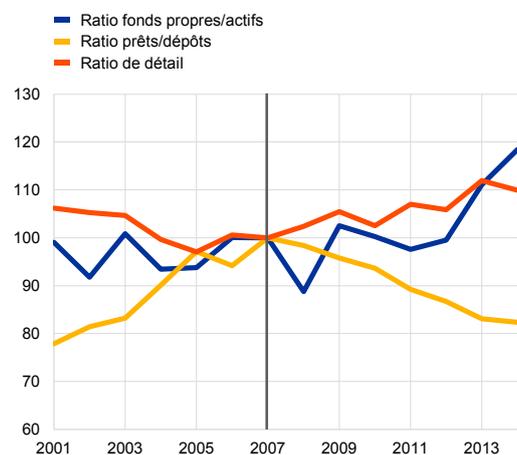
<sup>63</sup> Cf. Kok (C.), Moré (C.) et Petrescu (M.), « *Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability* », [Financial Stability Review](#), BCE, mai 2016, Special Feature C.

<sup>64</sup> Cf. Kok (C.), Mirza (H.), Moré (C.) et Pancaro (C.), « *Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income* », [Financial Stability Review](#), BCE, novembre 2016, Special Feature C.

## Graphique A

Modifications des principales caractéristiques des modèles d'activité des groupes bancaires importants de l'UE après la crise

(2001-2014 ; indice, 2007 = 100)



Sources : Bloomberg, SNL Financial et calculs de la BCE.

Notes : L'indice est fondé sur la valeur médiane de chaque indicateur. Le ratio de détail se calcule en rapportant la somme des dépôts des clients et des prêts (nets) qui leur sont accordés au total des actifs.

Les modèles économiques des banques peuvent être classés d'après le poids des différentes activités dans leurs bilans. L'analyse de la BCE indique que la taille des banques, leurs expositions aux risques étrangers et leurs profils de financement sont les principaux déterminants des modèles d'activité (cf. graphique B)<sup>65</sup>. Elle indique également que les catégories telles que les banques agissant en tant que conservateurs, les banques de détail, les banques universelles, les prêteurs spécialisés ou sectoriels et les grandes banques internationales, comme les banques d'importance systémique mondiale (EISm), sont utiles pour mesurer l'incidence de divers facteurs sur le secteur bancaire (cf. graphique C) ou pour établir une comparaison des groupes de pairs par modèle économique dans le cadre de la supervision bancaire.

S'agissant des interactions entre les revenus des frais et commissions et les modèles d'activité, plusieurs observations peuvent être formulées sur la base de récentes analyses de la BCE. Premièrement, les banques agissant en tant que conservateurs et les gestionnaires d'actifs sont les plus axés sur les revenus des frais et commissions, en raison de la forte concentration des activités liées qui caractérise leur modèle économique (cf. graphique B). Tandis que les banques universelles et de détail perçoivent généralement un quart environ de leurs revenus sous forme de frais et commissions, l'importance de ces revenus est la plus faible pour les prêteurs spécialisés<sup>66</sup>. En effet, ces prêteurs seraient moins aptes à accroître nettement leurs revenus tirés des frais et commissions en raison de leur modèle d'activité propre.

Deuxièmement, depuis 2012, les revenus des frais et commissions ont augmenté pour de nombreuses banques (cf. graphique C). Pour les banques agissant en tant que conservateurs et les gestionnaires d'actifs ainsi que pour les banques universelles, l'augmentation des revenus des frais et commissions a compensé la baisse des produits nets d'intérêts au cours de la période observée. Les banques qui suivent d'autres modèles d'activité ont enregistré à la fois une croissance positive des produits nets d'intérêts et des revenus des frais et commissions, donnant à penser que la production de revenus des frais et commissions pourrait être étroitement liée à leur activité générale. La décision de considérer les produits nets d'intérêts et les revenus des frais et commissions comme des compléments ou des substituts dépend donc du modèle d'activité de la banque et de la source des revenus des frais et commissions générés.

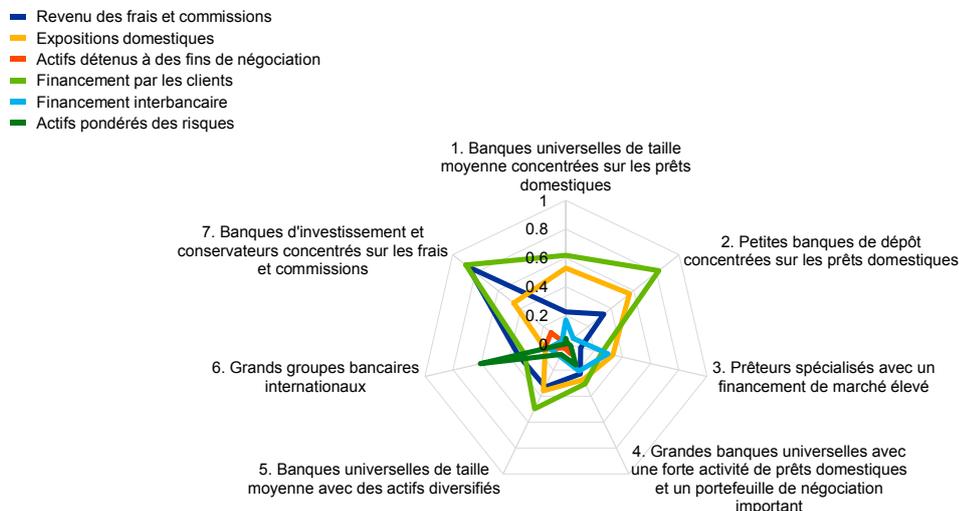
<sup>65</sup> Cf. Franch (F.) et Zochowski (D.), « *A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2016, Special Feature C, Encadré 2.

<sup>66</sup> Cf. également le graphique C.2 dans Kok (C.), Mirza (H.), Moré (C.) et Pancaro (C.), « *Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, Special Feature C.

## Graphique B

### Structure des bilans de différents modèles d'activité

(2014 ; ratios et parts en pourcentage du total des actifs et des passifs ou du résultat d'exploitation global)



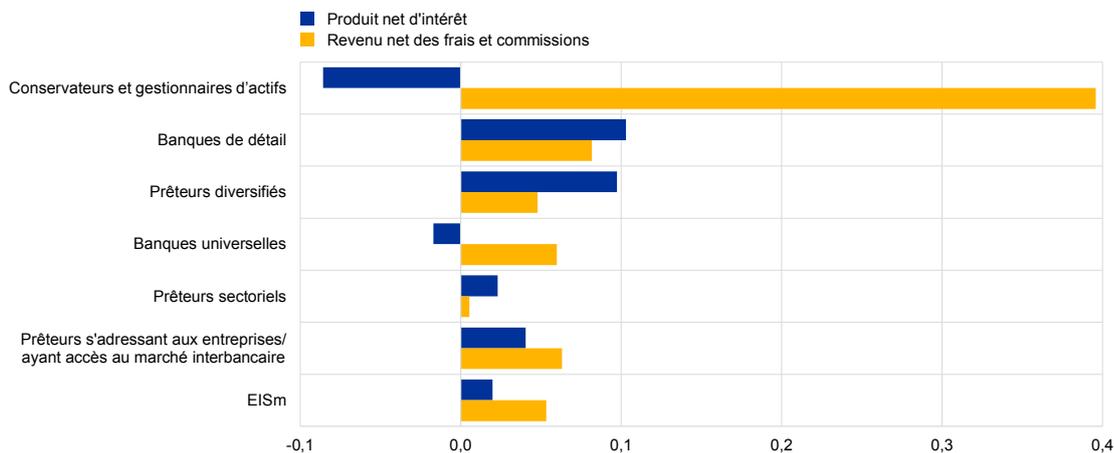
Sources : Bankscope, Bloomberg, SNL Financial et calculs de la BCE.

Notes : Les données sont tirées des bilans de 113 établissements importants supervisés par la BCE. Le graphique représente les médianes des variables utilisées pour l'identification de chacun des sept groupes recensés pour 2014.

## Graphique C

### Variations des produits nets d'intérêts et des revenus nets des frais et commissions pour les établissements importants ventilées par modèles économiques.

(variation en points de pourcentage des produits nets d'intérêts et des revenus nets des frais et commissions rapportés au total des actifs sur la période 2012-2015)



Sources : BCE et SNL Financial.

Notes : L'échantillon couvre 94 établissements importants supervisés par la BCE. Les EISm qui sont aussi des banques universelles sont classées parmi les « banques universelles » et non parmi les « EISm ».

Troisièmement, l'analyse des aspects de ces évolutions relatifs à la stabilité financière montre que la résistance des revenus des frais et commissions aux évolutions macroéconomiques défavorables est variable d'un modèle d'activité à l'autre<sup>67</sup>. Les différentes manières de générer

<sup>67</sup> Cf. note de bas de page n° 66.

des revenus de frais et commissions impliquent que cette source de revenus est potentiellement plus volatile pour les prêteurs s'adressant aux entreprises ou ayant accès au marché interbancaire, les prêteurs sectoriels, les banques de détail et les banques universelles que pour les prêteurs ayant des activités diversifiées et les EISm. Par conséquent, si la croissance des revenus des frais et commissions a été favorable à certaines de ces catégories de modèles économiques ces dernières années en diversifiant leurs sources de revenus, elle pourrait baisser nettement dans des circonstances plus défavorables.

Enfin, tandis que certaines banques ont migré d'un modèle d'activité à un autre entre 2007 et 2014, la plupart d'entre elles n'ont pas changé de groupe<sup>68</sup>. La tendance à une relative « viscosité » des modèles d'activité des banques ne leur permet pas aisément de s'adapter à un environnement mouvant ou à des prévisions de tensions. Une conséquence particulière pour la stabilité financière peut apparaître si certains groupes de banques sont davantage sujets aux tensions systémiques que les autres. Il pourrait en résulter une concentration du risque systémique.

---

## 3.2 La fonction macroprudentielle de la BCE

Dans la zone euro, la responsabilité des décisions relatives aux mesures macroprudentielles est partagée entre les autorités nationales et la BCE. Les autorités nationales conservent le pouvoir de mettre en œuvre les mesures macroprudentielles, mais la BCE a le pouvoir de renforcer les mesures prises par celles-ci pour les instruments macroprudentiels qui lui sont attribués par la législation de l'UE. La nature asymétrique des pouvoirs reflète le rôle que la BCE doit jouer pour éviter un éventuel biais en faveur de l'inaction au niveau national.

En 2016, la BCE et les autorités nationales ont continué de mener de vastes discussions, au niveau tant technique que décisionnel, sur l'utilisation des instruments macroprudentiels. Ces discussions ont permis d'évaluer l'adéquation de l'orientation de la politique macroprudentielle dans tous les pays couverts par la supervision bancaire européenne.

### La politique macroprudentielle en 2016

En 2016, la BCE a renforcé son rôle de coordination de la politique macroprudentielle et sa communication externe sur les questions macroprudentielles afin d'améliorer la transparence et de souligner le rôle important de cette politique. Le Conseil des gouverneurs a publié sa [première déclaration macroprudentielle](#) à la suite des discussions au sein du forum macroprudentiel, qui réunit les membres du Conseil des gouverneurs et du Conseil de surveillance prudentielle de la BCE. De plus, les deux premiers numéros du Bulletin macroprudentiel de la BCE ont été publiés en mars et en octobre. Ce Bulletin a pour objectif d'améliorer la transparence de la politique macroprudentielle, de fournir des informations sur les travaux de

---

<sup>68</sup> Cf. note de bas de page n° 66.

recherche en cours dans ce domaine et d'illustrer comment ceux-ci sont appliqués dans les travaux de la BCE dédiés à ces questions. Le premier numéro du Bulletin examine également le cadre de politique macroprudentielle de la BCE et ses liens avec d'autres forums et processus macroprudentiels dans l'UE <sup>69</sup>.

La BCE a également rempli son mandat juridique d'évaluation des décisions macroprudentielles des autorités nationales dans les pays couverts par la supervision bancaire européenne. Elle a reçu des notifications pour plus d'une centaine de décisions de ce type, dont la plupart étaient liées à la fixation de coussins de fonds propres contracycliques et à l'identification des établissements de crédit d'importance systémique (EIS) et au calibrage de leurs coussins de fonds propres. En outre, la BCE a reçu des notifications concernant la mise en œuvre du coussin pour le risque systémique et des seuils pondérés en risque dans certains pays.

Selon une périodicité trimestrielle, les 19 pays de la zone euro évaluent les risques systémiques conjoncturels et fixent le niveau du coussin de fonds propres contracyclique. Les risques systémiques conjoncturels sont restés contenus dans la plupart des pays de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a donné son accord sur les décisions relatives aux coussins de fonds propres contracycliques prises par les autorités nationales. En particulier, l'importante accumulation de risques systémiques en Slovaquie a conduit à la décision de fixer le coussin de fonds propres contracycliques à 0,5 % à compter du 1<sup>er</sup> août 2017.

En 2016, la BCE, les autorités nationales et le Conseil de stabilité financière (CSF), en consultation avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), ont procédé à l'actualisation de l'évaluation des banques d'importance systémique mondiale (EISm) dans les pays de la zone euro. L'évaluation a conduit à classer huit banques en France, en Allemagne, en Italie, aux Pays-Bas et en Espagne dans les catégories de scores (*Buckets*) 1 et 3 appliquées au niveau international pour les EISm, ce qui correspond à des taux de coussins de fonds propres de 1,0 % et 2,0 %, respectivement <sup>70</sup>. Ces nouveaux taux sont applicables à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018 et font l'objet d'une introduction progressive. La liste des EISm et des autres établissements d'importance systémique (autres EIS) et les taux qui leur sont appliqués sont réexaminés chaque année.

Les autorités nationales ont également décidé des coussins de fonds propres pour les 110 autres EIS. Ces coussins de fonds propres sont conformes à la méthodologie de la BCE récemment introduite pour l'évaluation des coussins des

<sup>69</sup> Cf. *Macroprudential Bulletin*, numéro 1, BCE, 2016.

<sup>70</sup> Les EISm identifiés (et, entre parenthèses, les exigences de coussins de fonds propres pleinement applicables à compter de 2019) sont BNP Paribas (2,0 %), BPCE Group (1,0 %), Crédit Agricole Group (1,0 %), Deutsche Bank (2,0 %), ING Bank (1,0 %), Banco Santander (1,0 %), Société Générale (1,0 %) et UniCredit Group (1,0 %). Les exigences ont été établies selon la méthodologie du CBCB de juillet 2013.

autres EIS <sup>71</sup>. Tous les autres EIS identifiés auront un taux de coussins de fonds propres strictement positif à compter de 2019.

## Les tests de résistance macroprudentiels

Dans le cadre de sa fonction macroprudentielle, et outre sa participation active au test de résistance prudentiel mené à l'échelle de l'UE en 2016, la BCE a réalisé un prolongement macroprudentiel de cet exercice de test <sup>72</sup>. Tandis que le test de résistance prudentiel se concentre sur l'estimation de l'incidence directe sur la solvabilité individuelle des banques, le prolongement macroprudentiel a pour objet de mesurer les éventuels effets macroéconomiques de second tour sur la matérialisation des tensions. L'étude repose sur un cadre conceptuel développé par les services de la BCE qui sera utilisé pour étayer le calibrage des mesures macroprudentielles <sup>73</sup>.

La première phase consistait à estimer l'incidence des modifications du stock de prêts bancaires agrégés sur la solvabilité des banques, corrigeant ainsi en partie l'incohérence introduite par l'hypothèse de bilans statiques utilisée dans la méthodologie du test de résistance à l'échelle de l'UE. Dans une phase suivante, on a estimé les effets de second tour sur les variables macroéconomiques. Ils ont trait aux ajustements potentiels effectués par les banques lorsque leur ratio de fonds propres passe au-dessous d'un objectif de fonds propres prédéterminé dans le scénario défavorable. Leur ampleur dépend de la stratégie d'ajustement adoptée : plus grande est la part de l'émission d'actions dans l'ajustement, plus faible est l'incidence macroéconomique de second tour.

Outre la réponse endogène du secteur bancaire aux tensions, le prolongement macroprudentiel a analysé deux canaux supplémentaires *via* lesquels des effets de second tour de transmission des difficultés d'un établissement à l'autre peuvent réduire encore la solvabilité des banques, à savoir l'interconnexion entre banques et les répercussions transsectorielles par le biais des portefeuilles d'actions. L'exercice a conclu que la contagion directe *via* les marchés monétaires interbancaires devrait être limitée, tandis que les répercussions transsectorielles affecteraient principalement les institutions financières non bancaires, en particulier les fonds d'investissement et les fonds de pension.

---

<sup>71</sup> La méthodologie de la BCE pour les autres EIS classe les banques dans l'une des quatre catégories de scores (*buckets*) des autres EIS en fonction du score obtenu pour leur importance systémique. Le score est calculé conformément aux orientations de l'Autorité bancaire européenne (ABE/GL/2014/10) pour l'évaluation des autres EIS, qui définissent les critères à utiliser pour mesurer l'importance systémique des différentes institutions. Cf. également l'[annexe](#) du communiqué de presse de la BCE du 15 décembre 2016.

<sup>72</sup> Pour plus de détails, cf. [Macroprudential Bulletin](#), numéro 2, BCE, 2016.

<sup>73</sup> Cf. Henry (J.) et Kok (C.) (eds.), « [A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector](#) », *Occasional Paper Series*, n° 152, BCE, octobre 2013 et Constâncio (V.), « [The role of stress testing in supervision and macroprudential policy](#) », discours prononcé à la conférence de la *London School of Economics* sur les tests de résistance et la réglementation macroprudentielle, 29 octobre 2015. Il s'agit d'un cadre d'analyse modulaire descendant, composé de modèles et d'outils indépendants qui peuvent être combinés pour fournir une analyse large de l'incidence des tensions macro-financières.

## La coopération avec le Comité européen du risque systémique

La BCE a continué d'apporter un soutien analytique, statistique, logistique et administratif au Secrétariat du CERS, qui est chargé de coordonner au quotidien les activités du CERS. Le Comité de stabilité financière de la BCE a préparé conjointement avec le Comité scientifique consultatif et le Comité technique consultatif du CERS un rapport sur les questions de politique macroprudentielle posées par le bas niveau des taux d'intérêt et par les modifications structurelles du système financier de l'UE <sup>74</sup>. Le rapport analyse les risques potentiels dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt dans les différents secteurs financiers et souligne les réponses de politique macroprudentielle envisageables. L'examen des risques qui est en cours ne couvre pas seulement les banques, mais aussi les autres types d'institutions financières, les marchés financiers et les infrastructures de marché, les questions touchant l'ensemble du système financier ainsi que les interactions avec l'économie au sens large.

La BCE a également apporté son soutien au CERS dans sa publication de huit alertes propres à différents pays sur les vulnérabilités de l'immobilier résidentiel le 28 novembre 2016 en analysant des indicateurs de déséquilibres et en développant des modèles de surévaluation. Les vulnérabilités constatées sont liées à l'endettement croissant des ménages et à la capacité de remboursement de leurs prêts immobiliers, ainsi qu'à la valorisation ou à la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel. En dépit de cette analyse, des lacunes dans les données relatives à l'immobilier doivent encore être comblées, ainsi que le montre une [recommandation du CERS](#) qui fournit les définitions harmonisées permettant de recueillir des données des secteurs de l'immobilier résidentiel et commercial.

### 3.3 La fonction microprudentielle de la BCE

2016 a été la deuxième année complète de fonctionnement de la supervision bancaire de la BCE. Tout au long de l'année, les activités dans ce domaine ont continué de contribuer à la stabilité du secteur bancaire européen et à une égalité de traitement de l'ensemble des banques de la zone euro.

La BCE a affiné le processus de surveillance et d'évaluation prudentielle (*Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP) des groupes bancaires qu'elle supervise directement, en publiant des [attentes prudentielles de haut niveau relatives aux processus d'évaluation du capital interne et de la liquidité interne](#), ainsi qu'une [recommandation](#) relative aux politiques de distribution de dividendes. En outre, elle a tenu compte des éclaircissements de la Commission européenne et de l'Autorité bancaire européenne (ABE). Les exigences prudentielles additionnelles en matière de capital comportent désormais deux composantes : l'exigence que les banques doivent respecter et maintenir à tout moment, et l'orientation dont le non-respect n'entraînerait pas automatiquement d'action prudentielle mais déclencherait une évaluation au cas par cas et d'éventuelles mesures spécifiques

<sup>74</sup> Cf. le [communiqué de presse](#) du CERS du 28 novembre 2016.

aux banques concernées. Dans le SREP 2016, l'orientation reflète les résultats du test de résistance réalisé par l'ABE. La demande globale de fonds propres est restée pratiquement stable, les modifications méthodologiques n'ayant exercé aucune incidence.

Les établissements de crédit moins importants sont surveillés par les autorités compétentes nationales (ACN) sous la supervision de la BCE. La BCE suit une approche proportionnée, basée sur les risques pour la surveillance des établissements moins importants, complétée d'un suivi sectoriel pour évaluer les interconnexions entre ces établissements. La BCE et les ACN ont continué de développer des normes communes pour la surveillance des établissements moins importants, par exemple en instaurant un suivi conjoint des systèmes de protection institutionnels <sup>75</sup> qui couvrent à la fois les établissements importants et moins importants.

La supervision bancaire européenne a poursuivi l'harmonisation de l'exercice des options et facultés prévues par la législation prudentielle européenne. Il s'agit d'une avancée importante vers l'assurance d'une surveillance cohérente et d'une égalité de traitement entre les établissements importants et moins importants. Le cadre réglementaire de la zone euro n'en demeure pas moins fragmenté dans certains cas. Compte tenu de l'objectif d'une union bancaire européenne, il est nécessaire de poursuivre l'harmonisation.

Dans un contexte de faible rentabilité du secteur bancaire européen, la BCE a analysé les modèles d'activité et les sources de rentabilité des banques et lancé un examen thématique. La BCE a également élaboré des orientations destinées aux banques quant à la manière de traiter les créances douteuses, qui restent élevées dans certaines régions de la zone euro. En juin, la BCE a publié une [déclaration prudentielle sur la gouvernance des banques et leur appétence pour le risque](#), soulignant les attentes en matière de supervision. Elle a également lancé un examen ciblé des modèles internes des banques, réalisé un état des lieux des risques informatiques et préparé une orientation sur les opérations à effet de levier.

La supervision bancaire de la BCE a aussi accru sa participation aux forums mondiaux en devenant membre de la séance plénière du Conseil de stabilité financière.

Des informations plus détaillées sur la supervision bancaire de la BCE sont fournies par le [Rapport annuel 2016 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

### 3.4 Les contributions de la BCE aux initiatives réglementaires

La BCE a contribué à l'élaboration du cadre réglementaire au niveau international et au niveau européen en 2016. L'objectif principal de la BCE était de garantir que le

---

<sup>75</sup> Un arrangement de responsabilité contractuel ou prévu par la loi qui protège les établissements qui en sont membres et, en particulier, garantit leur liquidité et leur solvabilité pour éviter la faillite, le cas échéant.

cadre réglementaire tiennent compte de façon appropriée des considérations aussi bien macroprudentielles que microprudentielles et de créer un cadre qui contribue à la stabilité des différentes institutions et du système financier dans son ensemble. Les principales questions réglementaires pour la BCE en 2016 ont concerné notamment : (a) la finalisation des normes internationales de fonds propres et de liquidité applicables aux banques (Bâle III) ; (b) la révision du cadre réglementaire microprudentiel et macroprudentiel dans l'Union européenne (le règlement et la directive sur les exigences de fonds propres – CRR/CRD IV) ; (c) la résolution du problème des institutions trop grandes pour faire faillite (« *too big to fail* ») ; et (d) la création d'une union des marchés de capitaux (UMC) pour l'Union européenne et le renforcement du cadre réglementaire au-delà du secteur bancaire. En outre, la BCE a contribué à la poursuite en 2016 des discussions relatives à la mise en place du troisième pilier de l'union bancaire, à savoir le système européen d'assurance des dépôts.

### 3.4.1 La finalisation des normes internationales de fonds propres et de liquidité pour les banques

En 2016, la BCE a contribué à un certain nombre d'initiatives visant à compléter la réponse réglementaire à la crise financière, ce qui s'est également traduit par une refonte complète du cadre prudentiel applicable aux banques au cours des huit dernières années par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). Bâle III est un élément central des réformes engagées après la crise, qui vise à garantir des normes adaptées, permettant des comparaisons internationales et à donner aux banques une relative sécurité réglementaire afin qu'elles puissent adapter leurs modèles d'activité à l'environnement actuel. Dans ce contexte, la BCE a contribué à l'examen approfondi de l'utilisation des modèles internes dans le dispositif de Bâle sur les fonds propres, un exercice visant à réduire la variabilité excessive des actifs pondérés des risques, qui sont à la base des exigences en fonds propres. En outre, la BCE a apporté un soutien au CBCB et à l'Autorité bancaire européenne (ABE) dans leurs travaux sur la finalisation du ratio de levier en tant que mesure complémentaire aux exigences de fonds propres fondées sur les risques (principe de *backstop*), s'agissant en particulier du calibrage du niveau minimal requis, et de l'exigence supplémentaire en fonds propres applicable aux établissements bancaires d'importance systémique mondiale (EISm) en s'appuyant sur une définition harmonisée au niveau international. En janvier 2017, le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire (GHOS), l'organe de surveillance du CBCB, a salué les progrès accomplis sur la voie des réformes réglementaires adoptées après la crise. Toutefois, il a souligné qu'il faudrait plus de temps pour finaliser les propositions de réformes avant que le GHOS puisse les examiner. Ces travaux devraient être achevés dans un futur proche.

### 3.4.2 La révision du cadre réglementaire microprudentiel et macroprudentiel dans l'Union européenne

La transposition des normes définies au niveau international dans la législation de l'UE, notamment *via* la révision des CRR/CRD IV, a été l'un des principaux enjeux réglementaires en 2016, et le sera encore au cours des années à venir. La révision des CRR/CRD IV introduira le ratio de levier dans le cadre de l'UE, en tant que mesure complémentaire des exigences de fonds propres fondées sur les risques, et le ratio de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*), qui correspond à une exigence de liquidité à long terme complétant les exigences à court terme en vigueur, définies par le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*). En outre, en définissant des incitations appropriées pour les banques et leurs salariés, le nouveau cadre contribuera également à une plus grande stabilité de la fourniture de services financiers à l'économie réelle. Cette révision, qui devrait être achevée en 2017, représente une importante phase de réforme réglementaire dans l'Union européenne.

Une autre initiative réglementaire importante à laquelle la BCE a fortement contribué est la révision du cadre de politique macroprudentielle de l'UE qui a débuté en 2016. La BCE se prononce en faveur d'une vaste révision du cadre de politique macroprudentielle ayant pour objectif de renforcer son efficacité et, en 2016, une contribution de la BCE à la consultation de la Commission européenne à propos de cette révision a été publiée <sup>76</sup>. En la matière, il est important de traduire le nouveau paysage institutionnel, notamment la mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU), dans le cadre de politique macroprudentielle, et de réviser et clarifier les pouvoirs spécifiques des autorités microprudentielles et macroprudentielles, de rationaliser les accords de coordination entre les autorités, d'élargir la palette des instruments de politique macroprudentielle et de simplifier leur mécanisme d'activation afin de garantir que les autorités ont les moyens de traiter les risques systémiques de manière rapide et efficace. Cela nécessite une révision approfondie de la législation actuelle car le cadre macroprudentiel défini dans les CRR/CRD IV et dans le règlement CERS <sup>77</sup> est antérieur à la création de l'union bancaire et en particulier du MSU.

### 3.4.3 La résolution du problème des institutions trop grandes pour faire faillite (« *too big to fail* »)

La révision du cadre de rétablissement et de résolution a été une autre initiative réglementaire importante à laquelle la BCE a contribué en 2016. L'objectif de la révision est de garantir que les banques disposent d'une capacité d'absorption des pertes suffisante et crédible et que les coûts de résolution sont supportés par les

<sup>76</sup> Cf. « *ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework* », BCE, décembre 2016.

<sup>77</sup> Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique.

actionnaires et les créanciers des banques, plutôt que par les contribuables. Un nouveau concept, celui de la capacité totale d'absorption des pertes (*total loss-absorbing capacity* – TLAC) a déjà été établi pour les EISm au niveau international. En parallèle, le cadre de l'UE a introduit une exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities* – MREL), qui est applicable à l'ensemble des établissements de crédit dans l'Union européenne, quelle que soit leur taille. Les exigences de type TLAC et MREL améliorent la résolvabilité des banques et préservent ainsi la stabilité financière et elles évitent l'aléa moral et une trop lourde charge sur les finances publiques. Toutefois, les deux concepts divergent sur plusieurs points essentiels, ce qui peut être à l'origine d'incohérences dans le cadre réglementaire et également fausser la concurrence. À cet égard, la révision en cours de la Directive relative au Redressement et à la Résolution des Banques et d'autres textes juridiques associés de l'UE créent une opportunité de mettre en œuvre la TLAC en Europe au moins pour les EISm et de continuer d'uniformiser l'application du MREL dans les différents États membres de l'UE, garantissant ainsi que les institutions actives au niveau international sont soumises à un ensemble de règles cohérent d'une juridiction à l'autre.

#### 3.4.4 La régulation financière au-delà du secteur bancaire

Il est important qu'un cadre réglementaire approprié soit également en place pour les institutions financières non bancaires. À cet effet, la BCE a contribué à la discussion relative à l'achèvement du Marché unique des services financiers et des capitaux, ce qui implique de parvenir à une plus grande égalité de traitement entre les secteurs bancaire et non bancaire et d'opérer de réelles avancées sur le plan d'action pour l'UMC. Un plus grand partage des risques financiers, la diversification et une concurrence accrue entre les entités bancaires et non bancaires et au niveau transfrontière présentent des avantages pour l'économie. En effet, les marchés de capitaux peuvent constituer un important complément aux banques lorsqu'il s'agit de fournir des financements à l'économie. Cela étant, ces évolutions ont nécessairement des répercussions sur la stabilité financière et peuvent créer de nouveaux risques.

En 2016, la BCE a continué de soutenir les mesures visant à accélérer l'UMC. Une véritable UMC doit s'attaquer aux différences dans les cadres législatifs nationaux et européens, qui représentent un obstacle aux activités transfrontières, y compris la législation relative à l'insolvabilité et la fiscalité. Il est également important de donner une base légale aux instruments macroprudentiels pouvant être utilisés au-delà du secteur bancaire.

#### 3.4.5 Un système européen d'assurance des dépôts

En 2016, la BCE a contribué à la poursuite des discussions sur la mise en place d'un système européen d'assurance des dépôts et se prononce en faveur de la feuille de route en vue de l'achèvement de l'union bancaire, qui intègre le partage des risques

(soit le système lui-même auquel s'ajoute un complément (*backstop*) pour le Fonds de résolution unique) et les mesures associées de réduction des risques.

Selon le point de vue de la BCE, il est important que ce dispositif soit mis en place dès que possible et que des progrès continuent d'être réalisés s'agissant de la réduction des risques. Un système européen d'assurance des dépôts est le troisième et dernier pilier de l'union bancaire et sa mise en place renforcerait encore et préserverait la stabilité financière. L'assurance des dépôts est à la fois un outil *ex ante* visant à renforcer la confiance et à éviter les phénomènes de panique bancaire et un outil *ex post* destiné à protéger contre les conséquences néfastes des défaillances de banques. En parallèle, les progrès dans la réalisation des réformes toujours en suspens doivent se poursuivre, ce qui contribuera à réduire les risques dans le système bancaire.

## Encadré 8

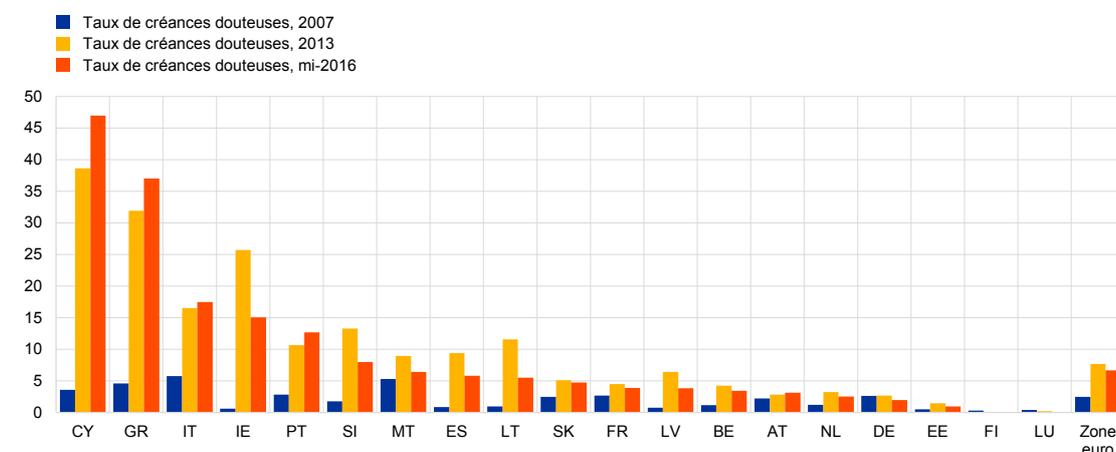
### Les créances douteuses dans la zone euro

Les pays de la zone euro ont connu une détérioration significative de la qualité de leurs actifs bancaires après le début de la crise financière. Un indicateur de la qualité des actifs est le taux de créances douteuses correspondant aux prêts présentant un risque probable ou certain de non recouvrement rapportés au portefeuille global de prêts d'une banque. Après avoir enregistré un point bas fin 2007, à 2,5 %, le taux de créances douteuses pour l'ensemble de la zone euro a atteint un point haut fin 2013, à 7,7 %, avant de revenir à 6,7 % mi-2016 à la suite d'une action concertée de plusieurs pays (notamment l'Irlande, la Slovaquie et l'Espagne) et de la légère amélioration de l'environnement macroéconomique (cf. graphique A). Toutefois, le taux de créances douteuses demeure élevé dans certains pays, comme par exemple Chypre (47,0 %), la Grèce (37,0 %), l'Italie (17,5 %) et le Portugal (12,7 %). Le secteur des entreprises, en particulier celui des petites et moyennes entreprises (PME), et le secteur de l'immobilier commercial ont été les principaux facteurs à l'origine de la détérioration de la qualité des actifs bancaires dans la zone euro.

## Graphique A

### Dynamique du taux de créances douteuses pour la zone euro

(en pourcentage)



Source : FMI (Indicateurs de solidité financière)

Notes : Les données se rapportent à mi-2016 pour l'Allemagne et à fin 2015 pour l'Italie. On utilise des données du FMI plutôt que de la BCE car elles permettent une comparaison historique des niveaux de créances douteuses.

Au cours des années précédant la crise financière, un certain nombre de pays ont affiché une forte croissance du crédit et de la dette du secteur privé, souvent accompagnée d'une hausse des prix de l'immobilier résidentiel, ce qui a accentué les effets de la crise. Toutefois, outre ces facteurs conjoncturels, la persistance d'un taux de créances douteuses élevé reflète divers facteurs structurels selon les pays. Le niveau élevé de la dette du secteur des entreprises, une faible productivité et une faible compétitivité externe freinent l'investissement et l'expansion des entreprises, tandis que le mauvais état des finances publiques accroît la prime de risque-pays. Dans le même temps, la lenteur des réformes sur le marché du travail (visant à remédier à la segmentation et au manque de flexibilité) ainsi que l'atonie des marchés de l'immobilier (garanties) dans certains pays entravent le recouvrement des créances douteuses liées aux activités de banque de détail. Enfin, les lacunes du cadre juridique, notamment l'inefficacité des dispositifs régissant les saisies et l'insolvabilité, ainsi que les restrictions au partage de données entre créanciers et le traitement fiscal des abandons de créances, nuisent à l'efficacité du recouvrement des créances douteuses.

Un niveau élevé de créances douteuses exerce des pressions sur les revenus des banques, dans la mesure où il entraîne une diminution des produits d'intérêts et une augmentation des coûts de provisionnement. Dans le même temps, il accroît le besoin en fonds propres des banques et consomme leurs ressources administratives. Les créances douteuses ont également un impact négatif sur les coûts de financement des banques car l'incertitude au sujet de la qualité des actifs détériore leur profil de risque et entraîne une augmentation des coûts de financement. Cela peut être à l'origine d'une boucle négative, les banques ne pouvant pas traiter le problème des créances douteuses si elles ne sont pas en mesure d'augmenter suffisamment leurs fonds propres. En raison de leur faible rentabilité et de leur faible capitalisation, les banques accusant des niveaux élevés de créances douteuses ont des choix limités, étant donné que l'octroi de nouveaux prêts passe par le renforcement des fonds propres. Étant donné que certaines banques de la zone euro exercent des activités à l'extérieur de la zone et, dans certains cas, jouent un rôle important dans des secteurs bancaires étrangers, les problèmes auxquels elles sont confrontées sur le plan national peuvent également avoir un impact négatif sur d'autres secteurs et inversement.

Les faiblesses des bilans bancaires peuvent se transmettre à l'ensemble de l'économie lorsque les banques présentant un niveau élevé de créances douteuses affichent une croissance plus faible de leurs prêts et appliquent des taux d'intérêt plus élevés à leurs prêts ; la réduction des créances douteuses dans la zone euro améliorerait ainsi la croissance économique<sup>78</sup>. Compte tenu de la faiblesse de la reprise économique attendue pour la zone euro en 2017 et en 2018<sup>79</sup> et du niveau toujours élevé de la dette des secteurs public et privé, les créances douteuses ne devraient pas diminuer de manière significative à moyen terme, à moins de prendre des mesures supplémentaires. Pour réduire les créances douteuses, il faut adopter une stratégie d'ensemble,

---

<sup>78</sup> La quantification de Balgova (M.), Nies (M.) et Plekhanov (A.) dans « *The economic impact of reducing non-performing loans* », *Working Paper* n° 193, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, octobre 2016, indique que le gain potentiel de la réduction des créances douteuses pourrait représenter une augmentation de l'ordre de 2 points de pourcentage de la croissance annuelle du PIB. L'étude porte sur un échantillon global de 100 pays. Toutefois, on peut trouver des résultats similaires pour la zone euro dans le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, Fonds monétaire international, octobre 2016 ; *Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205*, Fonds monétaire international, juillet 2015 ; et *Unlocking lending in Europe*, Banque européenne d'investissement, octobre 2014, encadré 5.

<sup>79</sup> Cf. *Projections macroéconomiques de septembre 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, BCE, 2016.

axée sur les facteurs structurels qui sont à l'origine du problème <sup>80</sup>. Si l'on examine les données historiques, les pays qui ont mis en œuvre simultanément et rapidement des mesures concernant les rubriques de bilan et celles de hors bilan et qui ont opté pour des mesures ciblant spécifiquement les segments de portefeuille où sont concentrées les créances douteuses ont enregistré une forte baisse de leurs taux de créances douteuses (comme l'Irlande, la Slovénie et l'Espagne, dont les taux de créances douteuses ont diminué de 16,7, de 5,3 et de 3,3 points de pourcentage, respectivement, entre 2013 et mi-2016).

La supervision bancaire de la BCE déploie d'importants efforts pour aider à la résolution des créances douteuses. Après l'évaluation complète des bilans menée en 2014, la BCE a continué de soutenir les activités de résolution des créances douteuses en instaurant un dialogue permanent avec les banques concernées. Pour relever ce défi persistant avec détermination et vigueur, la supervision bancaire de la BCE a (a) réalisé un inventaire des pratiques prudentielles, juridiques, judiciaires et extrajudiciaires d'un certain nombre de pays de la zone euro et (b) élaboré des projets de lignes directrices relatives aux créances douteuses <sup>81</sup>, qui ont été publiés en septembre 2016 pour consultation. Le texte définitif de ces lignes directrices devrait être publié au printemps 2017. Les équipes de surveillance prudentielle conjointe ont commencé à collaborer activement avec les banques soumises à leur surveillance pour la mise en œuvre de ces lignes directrices, qui demandent aux banques présentant un niveau élevé de créances douteuses de définir des objectifs difficiles et ambitieux de résorption de l'encours de créances douteuses. En outre, les lignes directrices préconisent une plus grande cohérence s'agissant des pratiques et de la communication en matière de moratoire, d'identification et de provisionnement des créances douteuses, afin d'accroître la confiance du marché et de garantir une égalité de traitement. Toutefois, le processus de résolution des créances douteuses ne peut être du seul ressort des autorités de surveillance et des banques. Des mesures doivent être mises en œuvre de façon rapide par les gouvernements pour remédier aux obstacles structurels qui empêchent les banques de procéder à la résolution de leurs créances douteuses et à la restructuration de leur dette décotée. Ces mesures pourraient viser à accroître l'efficacité des systèmes judiciaires, à améliorer l'accès aux garanties, à créer des procédures extrajudiciaires plus rapides et à supprimer les dissuasions fiscales. De plus, il est nécessaire de développer des marchés pour les actifs dévalorisés, et de faciliter la cession des créances douteuses à des investisseurs non bancaires. Dans ce contexte, des efforts seront également nécessaires afin de favoriser le développement d'un secteur pour le traitement des créances douteuses, d'améliorer la qualité des données et l'accès à ces données, et de supprimer les obstacles fiscaux et juridiques à la restructuration de la dette.

---

<sup>80</sup> Cf. Fell (J.), Grodzicki (M.), Martin (R.) et O'Brien (E.), « *Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area* », [Financial Stability Review](#), BCE, novembre 2016, Special Feature B, pour une description plus détaillée des facteurs structurels à l'origine des créances douteuses.

<sup>81</sup> Cf. [Draft guidance to banks on non-performing loans](#), BCE Supervision bancaire, septembre 2016.

# Les autres tâches et activités

## 1 Les infrastructures de marché et les paiements

Le secteur financier, notamment ses infrastructures de marché sous-jacentes, doit s'adapter à la rapidité de l'évolution et de l'innovation technologiques, qui influencent actuellement tous les aspects de notre vie. Tandis que la numérisation, la mondialisation et l'interconnectivité accrue offrent de nouvelles opportunités aux particuliers et aux entreprises dans l'obtention d'informations, la conduite des affaires et la communication, la progression des utilisateurs et des données sur les plates-formes numériques, dans l'informatique dématérialisée et à travers les réseaux a également augmenté les risques potentiels de cyberattaques. La cybercriminalité constitue une menace non seulement pour les différents intervenants de marché, mais également pour le réseau opérationnel global, et la cyberrésistance a donc été une préoccupation importante pour la BCE et l'Eurosystème en 2016 dans le domaine des infrastructures de marché et des paiements.

L'Eurosystème examine également l'évolution stratégique future de ses infrastructures de marché. Il s'attache à renforcer l'efficacité de la gestion de la liquidité dans les domaines des paiements, du règlement-livraison de titres et de la gestion des garanties de l'Eurosystème. Il étudie, en étroite collaboration avec les intervenants de marché, comment il est possible de satisfaire les besoins des nouveaux utilisateurs et comment l'innovation technologique peut servir à anticiper l'évolution des risques, tels que les cybermenaces.

Dans le façonnement de l'avenir de ses infrastructures de marché, l'Eurosystème maintient ses principales priorités que sont la sécurité et l'efficacité. Le bon fonctionnement de ses infrastructures de marché est essentiel pour maintenir la confiance dans l'euro et soutenir les opérations de politique monétaire. Il joue également un rôle central en assurant la stabilité du système financier européen et en stimulant l'activité économique.

### 1.1 Consolidation de TARGET2 et T2S

TARGET2, le système de règlement brut de l'Eurosystème pour les opérations de paiement en euros, a traité une valeur moyenne quotidienne de 1 700 milliards d'euros en 2016. Pour donner une idée de l'importance de ce nombre, TARGET2 traite tous les six jours un volume comparable au PIB annuel de la zone euro.

La plate-forme TARGET2-Titres (T2S) a été mise en service en juin 2015, contribuant ainsi à une intégration accrue de l'infrastructure du marché européen de règlement-livraison de titres, qui était très fragmentée. Cette plate-forme est un pilier essentiel du projet de la Commission européenne de créer une union des marchés de capitaux et a engendré un vaste [programme d'harmonisation post-marché](#).

Deux vagues de migration fructueuses, qui ont eu lieu en mars et en septembre 2016, ont porté le nombre de dépositaires centraux de titres (DCT) sur la plate-forme T2S de cinq à douze <sup>82</sup> et gonflé le volume de traitement à 50 % environ du volume total attendu lors de la connexion des neuf autres DCT participants à la plate-forme. T2S devrait traiter une moyenne supérieure à 550 000 opérations par jour dès que la migration complète sera achevée en 2017.

Sur le plan fonctionnel, [TARGET2 et T2S](#) portent sur la gestion efficace de la liquidité dans les domaines des transferts de paiement, du règlement-livraison de titres et de la gestion des garanties. Toutefois, comme les deux systèmes ont été mis au point à des moments différents, ils fonctionnent sur des plates-formes séparées et recourent à des solutions et à des environnements techniques distincts. Il est donc logique de rechercher des synergies entre ces deux systèmes. La modernisation de TARGET2, l'exploitation des possibilités qu'offre déjà T2S et la consolidation des composantes techniques et fonctionnelles des services de TARGET2 et T2S constituent les principaux objectifs. En outre, la consolidation permet de continuer à améliorer la cyberrésistance, de renforcer les services proposés aux utilisateurs et d'établir un canal d'accès unique. Le travail d'enquête dans ce domaine se poursuivra tout au long de 2017.

## 1.2 Services de règlement visant à soutenir les paiements instantanés

Pour l'Eurosystème, le plus grand défi posé par la numérisation dans le secteur des paiements est de garantir que l'apparition de produits et de services de paiement innovants développés par le marché ne réintroduise une certaine fragmentation sur le marché européen.

En 2016, les paiements instantanés, c'est-à-dire les paiements assurant la mise à disposition immédiate des fonds pour le destinataire, ont probablement constitué le sujet le plus discuté au sein du secteur des paiements de détail. Le système des paiements instantanés lancé en novembre 2016 permet le déploiement de solutions de paiements instantanés destinées aux utilisateurs finaux. D'ici à novembre 2017, l'infrastructure européenne des marchés financiers a pour objectif d'être prête à traiter les paiements instantanés à l'échelle paneuropéenne.

L'Eurosystème soutiendra le règlement entre les infrastructures des paiements de détail proposant des services de compensation pour les paiements instantanés paneuropéens en euros en offrant une meilleure fonctionnalité de TARGET2 aux chambres de compensation automatisée et en promouvant le dialogue et l'interopérabilité entre celles-ci.

Par ailleurs, dans le cadre de son travail d'enquête sur l'avenir de ses infrastructures de marché, l'Eurosystème analyse la possibilité de développer un [service de](#)

---

<sup>82</sup> En juin 2015, quatre DCT établis en Grèce, à Malte, en Roumanie et en Suisse ont été connectés à la plate-forme. Le DCT italien y a été connecté en août 2015. En mars et en septembre 2016, ils ont été rejoints par sept autres DCT provenant du Portugal, de Belgique (deux DCT), de France, des Pays-Bas, du Luxembourg et du Danemark.

[règlement des paiements instantanés TARGET](#) en temps réel offrant un règlement en monnaie de banque centrale disponible à tout moment tout au long de l'année.

### 1.3 Les futures infrastructures de marché et la technologie des grands livres distribués de l'Eurosystème

Dans le cadre de ses réflexions stratégiques sur l'avenir des infrastructures de marché de l'Eurosystème, la BCE examine une série de modèles de [technologie des grands livres distribués \(\*distributed ledger technology – DLT\*\)](#) qui sont actuellement en cours de développement. Pour mieux appréhender l'incidence éventuelle de la DLT sur les infrastructures de marché, cf. l'[article spécifique](#), disponible sur le site internet de la BCE.

### 1.4 Des infrastructures des marchés financiers sûres

L'Eurosystème promeut la sécurité et l'efficacité des infrastructures des marchés financiers (IMF) en qualité d'autorité de surveillance et encourage le changement là où il le juge nécessaire. En juillet 2016, la BCE a publié une version révisée du [cadre de surveillance de l'Eurosystème](#) afin de refléter les évolutions réglementaires et autres de ces dernières années qui ont influencé la fonction de surveillance de l'Eurosystème. La BCE est chargée de la responsabilité première de trois systèmes de paiement d'importance systémique (*systemically important payment systems – SIPS*), à savoir TARGET2, EURO1 et STEP2. En 2016, la BCE a finalisé, conjointement avec les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro, une évaluation complète de ces SIPS au regard des exigences de surveillance prévues par le règlement SIPS <sup>83</sup>. La BCE a également étendu ses activités de surveillance liées à T2S, en phase avec la migration accrue des DCT vers la plate-forme unique de règlement au cours de l'année 2016.

Par ailleurs, la BCE a publié un [rapport](#) sur un exercice de communication de crise destiné aux IMF actives dans la zone euro qui a été organisé par les autorités de surveillance de l'Eurosystème. L'exercice réalisé à l'échelle du marché a été conçu pour évaluer si l'Eurosystème était prêt à assumer effectivement ses responsabilités opérationnelles et de surveillance dans des situations de crise, et pour donner des assurances quant à l'efficacité des procédures de gestion de crise des différentes parties prenantes en cas d'événements pouvant avoir des répercussions transfrontières. Plus généralement, la BCE collabore avec d'autres banques centrales, régulateurs et autorités afin de renforcer la résistance du secteur financier dans son ensemble aux [cyberattaques](#) et a contribué aux orientations internationales sur la cyberrésistance <sup>84</sup>, qui ont été publiées en 2016.

<sup>83</sup> Règlement de la Banque centrale européenne (UE) n° 795/2014 du 3 juillet 2014 concernant les exigences de surveillance applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique (BCE/2014/28).

<sup>84</sup> [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Comité sur les paiements et les infrastructures de marché – Organisation internationale des commissions de valeurs, juin 2016.

S'agissant des contreparties centrales (CC), la BCE a pris part aux efforts internationaux sous l'égide des [instances normatives pertinentes du G20](#) pour achever la réforme des marchés mondiaux de produits dérivés.

La BCE a continué d'être associée aux accords de coopération au niveau mondial et de l'UE applicables à certaines IMF d'un point de vue de banque centrale d'émission. À cet égard, la BCE a contribué aux travaux en cours des collèges d'autorités de surveillance pour les CC établies au sens du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). Dans la même perspective, la BCE a réalisé, en collaboration avec des BCN de la zone euro, les travaux préparatoires liés à la future autorisation des DCT en vertu du règlement relatif aux DCT.

## 2 Les services financiers offerts aux autres établissements

### 2.1 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt

La BCE est responsable de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE liées au [mécanisme de soutien financier à moyen terme](#) (*medium-term financial assistance facility* – MTFA)<sup>85</sup> et au [mécanisme européen de stabilisation financière](#) (MESF)<sup>86</sup>. En 2016, 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 4,2 milliards d'euros au 31 décembre 2016. En 2016, 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 au titre de ce mécanisme se chiffrait à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2016.

De même, la BCE est responsable de la gestion de paiements en rapport avec les opérations relevant du [Fonds européen de stabilité financière](#) (FESF)<sup>87</sup> et du [mécanisme européen de stabilité](#) (MES)<sup>88</sup>. En 2016, la BCE a traité une série de paiements d'intérêts et de commissions relatifs à des prêts accordés dans le cadre du FESF. La BCE a également géré les contributions des membres du MES ainsi que plusieurs paiements d'intérêts et de commissions dans le cadre de ce mécanisme.

---

<sup>85</sup> Conformément à l'article 141 (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.

<sup>86</sup> Conformément aux articles 122 (2) et 132 (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.

<sup>87</sup> Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3 (5) de l'accord-cadre régissant le FESF).

<sup>88</sup> 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).

Enfin, la BCE assume la responsabilité d'effectuer tous les paiements afférents à la convention de prêt dont bénéficie la Grèce<sup>89</sup>. L'encours total au titre de cet accord se montait à 52,9 milliards d'euros au 31 décembre 2016.

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

En 2016, un large éventail de services financiers a continué d'être offert dans le cadre instauré en 2005 pour la gestion des actifs libellés en euros des clients de l'Eurosystème (*Eurosystem Reserve Management Services – ERMS*).

Les différentes BCN de l'Eurosystème (« les prestataires de services de l'Eurosystème ») proposent aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux organismes gouvernementaux de pays n'appartenant pas à la zone euro, de même qu'aux organisations internationales, la gamme complète de services selon des modalités harmonisées et conformes aux normes générales du marché. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, s'assurant que le processus et le reporting au Conseil des gouverneurs se déroulent sans heurt.

Le nombre de clients entretenant une relation commerciale avec l'Eurosystème dans le cadre de l'ERMS s'établissait à 286 en 2016, contre 285 en 2015. En ce qui concerne les services proprement dits, l'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés au titre de l'ERMS se sont accrus de 8 % environ courant 2016 en comparaison du volume qu'ils affichaient fin 2015.

## 3 Les billets et pièces

La BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro sont responsables de l'émission des billets en euros au sein de la zone euro et du maintien de la confiance dans la monnaie.

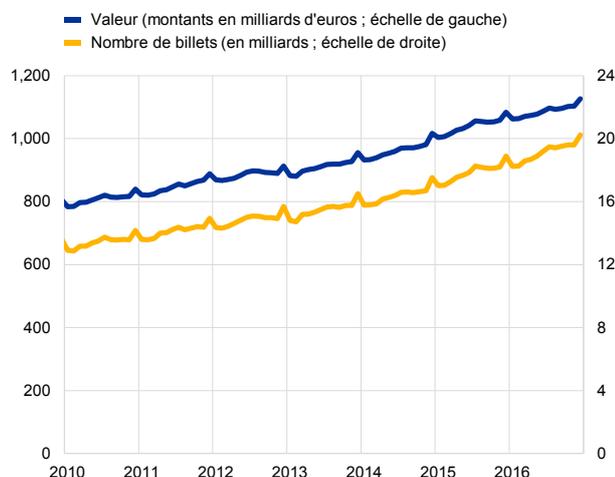
### 3.1 La circulation des billets et pièces

En 2016, le nombre et la valeur des **billets en euros en circulation** ont enregistré des hausses de, respectivement, 7,0 et 3,9 % environ. Il y avait, à la fin de l'année, 20,2 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur totale de 1 126 milliards d'euros (cf. graphiques 32 et 33). Les billets de 100 et de 200 euros sont ceux qui ont enregistré les taux de croissance annuels les plus élevés, avec respectivement 13,4 et 12,9 % en 2016. La croissance du billet de 50 euros est demeurée dynamique, à 9,9 %, mais a été légèrement plus lente que l'année précédente.

<sup>89</sup> Dans le contexte de l'accord de prêt entre les États membres ayant l'euro comme monnaie (autres que la Grèce et l'Allemagne) et le Kreditanstalt für Wiederaufbau (agissant dans l'intérêt public, dans le respect des instructions de la République fédérale d'Allemagne et sous le bénéfice de la garantie de la République fédérale d'Allemagne) en qualité de prêteurs, la République hellénique en qualité d'emprunteur et la Banque de Grèce en qualité d'agent de l'emprunteur, et en vertu des articles 17 et 21.2 des statuts du SEBC et de l'article 2 de la [décision BCE/2010/4](#) du 10 mai 2010.

**Graphique 32**

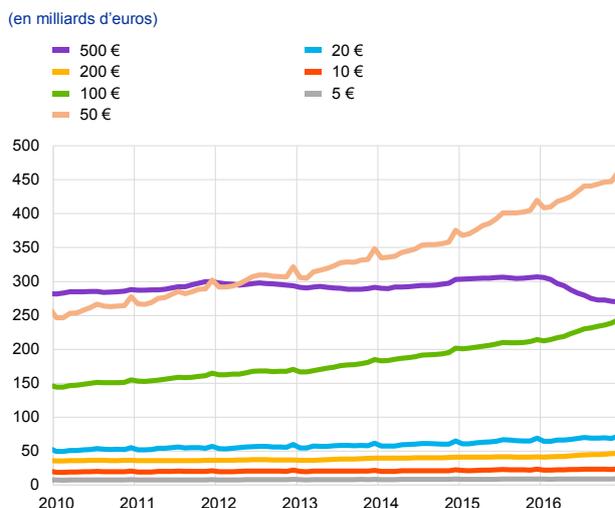
Nombre et valeur des billets en euros en circulation



Source : BCE.

**Graphique 33**

Valeur des billets en euros en circulation par coupure



Source : BCE.

À la suite d'une révision de la structure par coupures de la deuxième série de billets en euros, baptisée « Europe », le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre fin à la production du billet de 500 euros et de le retirer de la série « Europe », compte tenu des préoccupations selon lesquelles cette coupure pourrait faciliter les activités illicites. L'émission du billet de 500 euros sera arrêtée vers fin 2018, au moment où les billets de 100 et de 200 euros de la série « Europe » doivent être mis en circulation. Les autres valeurs, de 5 à 200 euros, seront maintenues. Chaque BCN de la zone euro est responsable de la production d'une partie des billets en euros. En 2016, les BCN ont assuré la production de 6,22 milliards de billets.

Étant donné le rôle international de l'euro et la confiance généralisée à l'égard des billets en euros, la coupure de 500 euros continuera d'avoir cours légal et pourra donc encore être utilisée comme moyen de paiement et comme réserve de valeur. Le billet de 500 euros, à l'instar des autres coupures en euros, gardera toujours sa valeur et pourra être échangé auprès des BCN de la zone euro pendant une période illimitée.

À la suite de la décision de mettre fin à l'émission du billet de 500 euros, le nombre de billets de 500 euros en circulation a diminué en 2016. Cette baisse a en partie été compensée par une augmentation de la demande de billets de 200, 100 et 50 euros.

## Le traitement des billets en euros



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

En 2016, le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 4,2 %, pour s'établir à 121,0 milliards en fin d'année. Fin 2016, la valeur des pièces en circulation s'élevait à 26,9 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 3,6 % par rapport à fin 2015.

En 2016, les BCN de la zone euro ont vérifié l'authenticité et la qualité de quelque 32,3 milliards de billets, retirant environ 5,4 milliards d'entre eux de la circulation. L'Eurosystème a poursuivi ses efforts d'aide aux fabricants d'équipements pour s'assurer que leurs machines répondent aux normes fixées par la BCE pour les équipements utilisés afin de vérifier l'authenticité et la qualité des billets avant de remettre ceux-ci en circulation. En 2016, les établissements de crédit et les professionnels appelés à manipuler des espèces ont ainsi examiné quelque 33 milliards de billets en euros grâce à ces équipements.

## 3.2 Un nouveau billet de 50 euros

### Un nouveau billet de 50 euros



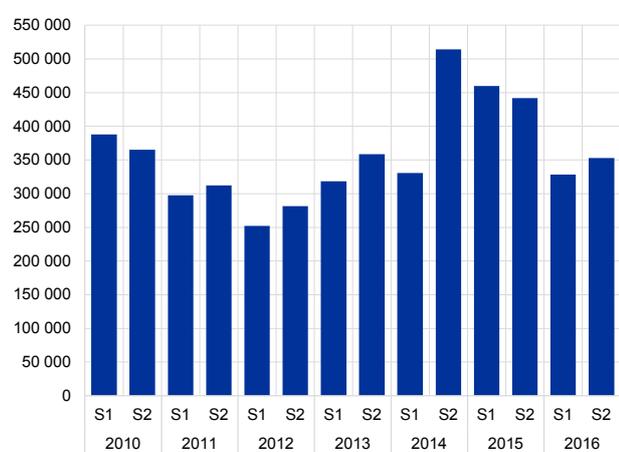
Le 5 juillet 2016, le nouveau billet de 50 euros, qui sera mis en circulation le 4 avril 2017, a été dévoilé. L'introduction de cette nouvelle coupure marque la dernière avancée dans le processus consistant à rendre les billets en euros encore plus sûrs. Après les billets de 5, 10 et 20 euros, la nouvelle coupure de 50 euros est la quatrième valeur de la [série « Europe »](#) qui sera introduite. Elle comporte des signes de sécurité perfectionnés, parmi lesquels le « nombre émeraude », qui produit un effet de lumière se déplaçant de haut en bas et de bas en haut lorsque le billet est incliné et qui change de couleur, ainsi qu'une « fenêtre portrait », un signe de sécurité innovant utilisé pour la première fois dans le billet de 20 euros de la série « Europe ». Lorsqu'on regarde le billet par transparence, une fenêtre transparente située dans la

partie supérieure de l'hologramme fait apparaître un portrait de la princesse Europe (un personnage de la mythologie grecque), qui est visible sur les deux faces du billet. Le même portrait figure également dans le filigrane.

En vue de préparer l'introduction du nouveau billet de 50 euros, la BCE et les BCN de la zone euro ont mis en place une campagne d'information visant à familiariser le grand public et les professionnels manipulant des espèces avec les caractéristiques du nouveau billet. En outre, elles ont pris une série de mesures destinées à aider les professionnels appelés à manipuler des espèces recourant à des automates de traitement des billets à se préparer au lancement de la nouvelle coupure.

### 3.3 La contrefaçon des billets

**Graphique 34**  
Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation



Source : BCE.

Le nombre total de billets en euros contrefaits a diminué en 2016, quelque 685 000 faux billets ayant été retirés de la circulation. Comparativement au nombre de billets authentiques en circulation, la proportion de contrefaçons est très réduite. Le graphique 34 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de faux billets retirés de la circulation. Les faussaires ont tendance à cibler les billets de 20 et de 50 euros, qui représentaient en 2016 conjointement environ 80 % du nombre total de faux billets saisis. La part des fausses coupures de 20 euros a reculé en 2016.

La BCE continue de recommander au public de rester vigilant par rapport aux fraudes éventuelles, de se rappeler le test consistant à « **toucher, regarder, incliner** » et de ne pas se fier à un seul signe de

sécurité. En outre, des formations sont proposées en permanence aux professionnels manipulant des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, et des supports d'information actualisés sont mis à disposition en vue de soutenir la lutte de l'Eurosystème contre la contrefaçon. L'étroite collaboration de la BCE avec Europol, Interpol et la Commission européenne sert également cet objectif.

## 4 Les statistiques

La BCE, assistée par les BCN, développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques servant à soutenir la politique monétaire de la zone euro, les tâches de surveillance de la BCE, diverses autres tâches du SEBC et les missions du Comité européen du risque systémique. Ces statistiques sont aussi utilisées par les autorités publiques, par les intervenants sur les marchés financiers, par les médias et par le grand public.

En 2016, le SEBC a continué de fournir régulièrement, sans à-coups et dans les délais, des statistiques sur la zone euro. Il a par ailleurs consenti des efforts considérables pour répondre aux nouvelles demandes d'obtention rapide de statistiques de haute qualité et de granularité accrue par pays, par secteur et par instrument. Ces demandes ont révélé le besoin d'« aller au-delà des agrégats »,

thème de la huitième conférence de la BCE sur les statistiques organisée en juillet 2016 <sup>90</sup>.

#### 4.1 Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro

En juillet 2016, la BCE a commencé à collecter sur une base quotidienne auprès des plus grandes banques de la zone euro, des données quant aux transactions effectuées sur le marché monétaire de l'euro, de manière à couvrir les principaux segments du marché (à savoir les swaps garantis, les swaps non garantis, les swaps de change et les swaps sur les indices des taux au jour le jour), quelque 45 000 opérations étant enregistrées chaque jour. Ces informations soutiendront plusieurs missions de politique économique et permettront la publication de nouvelles statistiques.

Les nouvelles statistiques élargies relatives aux sociétés d'assurance ont été collectées dans le cadre du règlement BCE/2014/50 (et de la directive Solvabilité II) pour les premier et deuxième trimestres de 2016. Ces données sont le fruit d'une collaboration pluriannuelle entre la BCE et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, d'une part, et entre les BCN et les autorités compétentes nationales, d'autre part, de manière à réduire la charge de déclaration qui pèse sur l'industrie. Les données sont évaluées et agrégées en prévision de leur publication, prévue en 2017.

En avril 2016, la position extérieure de la zone euro a inclus pour la première fois un rapprochement exhaustif stocks-flux, tandis que les comptes trimestriels de la zone euro ont inclus, outre celles relatives aux dépôts et aux prêts, des données « de qui à qui » concernant les titres.

En septembre 2016, la BCE a commencé à publier tous les mois, avec un décalage de 15 jours, un ensemble d'informations sur les réserves de change et sur les disponibilités en devises de la BCE et de l'Eurosystème, avançant leur publication de 15 jours calendrier.

En novembre 2016, la BCE a commencé à publier des données trimestrielles complémentaires et plus détaillées sur la santé financière de banques importantes supervisées directement par la BCE, certaines statistiques étant disponibles par pays et par catégorie. Cela va renforcer la transparence quant à la qualité des actifs des banques et soutenir la discipline de marché.

En décembre 2016, la BCE a publié les résultats de la deuxième vague de la *Household Finance and Consumption Survey* (enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages), dans le cadre de laquelle plus de 84 000 ménages de la zone euro (à l'exception de la Lituanie) ainsi que de Hongrie et de Pologne ont été interrogés (cf. également la section 5 du chapitre 2). L'analyse

---

<sup>90</sup> Pour plus d'informations, cf. le [communiqué de presse de la BCE](#).

des conclusions de l'enquête permettra de mieux comprendre comment l'hétérogénéité macroéconomique influe sur les résultats macroéconomiques.

## 4.2 Les autres évolutions statistiques

En guise de source statistique primaire, le SEBC a continué d'élaborer des plates-formes de microdonnées nouvelles ou largement améliorées. Bien que les informations granulaires fassent peser une plus lourde charge sur la fonction statistique du SEBC sur le plan du traitement des données et du contrôle de la qualité, elles présentent potentiellement l'avantage de réduire la charge pesant sur les agents déclarants. En outre, elles permettent une adaptation flexible et souple aux besoins des utilisateurs et augmentent la qualité et la cohérence interne des données collectées.

Les résultats de la base de données centralisées sur les titres (*Centralised Securities Database*) ont été étendus, de manière à faciliter, entre autres, la gestion des garanties.

En mai 2016, la BCE a approuvé un nouveau règlement statistique (ECB/2016/13) instituant une base de données granulaires contenant des données harmonisées sur le crédit et le risque de crédit dans le cadre de l'Eurosystème. La série de données « Anacredit » fournira, à partir de fin 2018, chaque mois des informations prêt par prêt sur les crédits accordés par les banques de la zone euro et par leurs succursales étrangères à des entreprises et à d'autres entités juridiques telles que définies dans le règlement (les personnes physiques ne sont pas concernées). Dans le même temps, la capacité du registre des institutions et des établissements affiliés (*Register of Institutions and Affiliates Database – RIAD*) du SEBC sera étendue, de manière à incorporer les informations nécessaires concernant les sociétés non financières.

En août 2016, la BCE a modifié le règlement et l'orientation concernant les statistiques sur les détentions de titres afin de collecter des attributs supplémentaires en matière de comptabilité et de risque de crédit auprès des groupes bancaires. En outre, la liste des groupes bancaires déclarants sera élargie en vue de couvrir tous les groupes importants soumis à la surveillance prudentielle directe de la BCE. De plus, la directive amendée instaure un cadre de contrôle de la qualité des données pour évaluer et garantir la qualité des données compilées.

Le SEBC attache une grande importance à la qualité de ses statistiques, tout en s'efforçant de limiter la charge de déclaration à un minimum. À cet égard, l'intégration des exigences statistiques et prudentielles est essentielle pour rationaliser l'ensemble du processus de déclaration des banques auprès des autorités nationales et européennes. Dans ce domaine, les trois principaux axes de travail concernent : (a) le développement du BIRD (*Banks' Integrated Reporting Dictionary*) en collaboration avec le secteur, en définissant des règles communes à

appliquer par les banques dans leur communication d'informations aux autorités <sup>91</sup>, (b) la mise au point d'un SDD (*Single Data Dictionary*) pour l'Eurosystème et le MSU, et (c) l'établissement d'un cadre européen de reporting unique et harmonisé pour les banques.

En octobre 2016, la BCE a décidé de renforcer encore la transparence de l'évaluation d'incidence à laquelle il sera procédé pour les nouveaux règlements de la BCE relatifs aux statistiques européennes, et ce en organisant, si cela est jugé nécessaire, une consultation publique en sus de l'analyse comparative des avantages et des coûts menée depuis 2000.

En novembre 2016, la Commission européenne et la BCE ont signé un protocole d'accord entre Eurostat et la Direction générale Statistiques de la BCE sur le contrôle de la qualité des statistiques qui sous-tendent la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques.

En 2016, la BCE a également continué de rendre ses statistiques plus accessibles et plus conviviales, par exemple grâce à une nouvelle fonctionnalité de recherche dans le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques), des graphiques dynamiques, une mise à jour de l'application ECBstatsApp et de nouvelles explications sur le site internet « Nos statistiques » de la BCE.

## 5 La recherche économique

La production de travaux scientifiques de haute qualité aide à fournir des bases solides et rigoureuses pour l'analyse de la politique de la BCE et, dès lors, contribue grandement à la réalisation des objectifs de politique. En 2016, la recherche économique à la BCE a permis de dégager des points de vue neufs sur un nombre important de défis liés à des priorités analytiques en rapide évolution. En outre, les activités de trois réseaux de recherche ont favorisé une collaboration intense parmi les chercheurs de l'ensemble du SEBC <sup>92</sup>.

### 5.1 Les priorités de la recherche et les noyaux de recherche

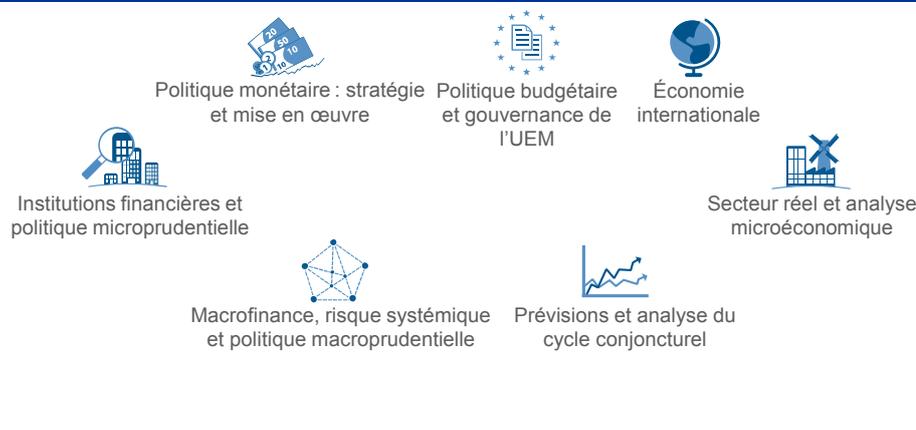
Les activités de recherche menées à la BCE sont organisées autour de sept groupes de recherche, qui couvrent une grande variété de sujets économiques et financiers (cf. figure 1). Ces équipes contribuent à la coordination du programme de recherche de la banque dans les différents domaines d'activité. De plus, pour exploiter au mieux le large éventail de talents de recherche présent au sein de la BCE, les groupes coopèrent les uns avec les autres sur les sujets qui sont d'intérêt commun. En 2016, les équipes de recherche de la BCE se sont concentrées sur

<sup>91</sup> Pour plus d'informations, cf. <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>.

<sup>92</sup> Des informations plus détaillées sur les activités de recherche de la BCE, et notamment sur les événements qui y sont liés, ainsi que sur les publications et sur les réseaux, sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

quatre priorités de recherche principales (cf. figure 2), fournissant un éclairage sur la transmission de la politique monétaire, les facteurs à l'origine de l'inflation basse et le fonctionnement des nouveaux accords institutionnels dans l'UEM. En dehors de ces domaines-clés, la recherche a aussi porté sur les modestes performances de croissance de la zone euro, sur l'environnement économique mondial, sur la politique bancaire et microprudentielle, ainsi que sur l'élaboration et l'affinement de modèles. Concernant ce dernier point, l'accent a été mis sur l'élaboration de modèles plus récents portant sur les pays et sur l'ensemble de la zone euro et visant à capter plus complètement les interactions entre le secteur financier et le secteur réel de l'économie.

**Figure 1**  
Groupes de recherche de la BCE



**Figure 2**  
Priorités de la recherche en 2016

<p><b>1. Politique monétaire non conventionnelle</b> Achats d'actifs et opérations de refinancement Valeur plancher effective des taux d'intérêt Ajustement soutenu de l'inflation</p>	<p><b>2. Inflation dans un environnement en mutation</b> Risque de désancrage des anticipations d'inflation Moteurs nationaux et internationaux de l'environnement de faible inflation</p>
<p><b>3. Nouveau cadre macroprudentiel</b> Efficacité des politiques alternatives Régulation des fonds propres et de la liquidité</p>	<p><b>4. Approfondissement de l'UEM et convergence</b> Gouvernance et politique budgétaire de l'UEM Compétitivité et convergence</p>

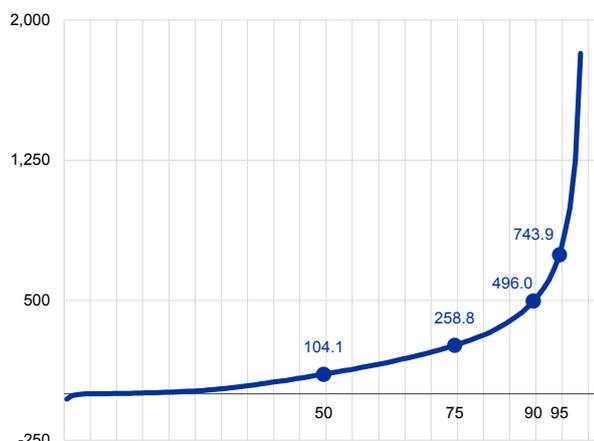
## 5.2 Les réseaux de recherche Eurosystem/SEBC

Les réseaux de recherche Eurosystem/SEBC ont enregistré des progrès significatifs en 2016, les trois réseaux fournissant tous un éclairage important sur le fonctionnement de l'UE et sur les économies de la zone euro.

Le Réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network – WDN*) a achevé la troisième vague de son enquête visant à évaluer comment les entreprises de l'UE ont réagi aux différents chocs et aux réformes structurelles qui ont eu lieu durant la période comprise entre 2010 et 2013. L'enquête couvre plus de 25 000 entreprises de 25 pays de l'UE et fournit un ensemble entièrement harmonisé de données qui permet une analyse rigoureuse entre les pays. Dans le courant de l'année, le réseau a publié des rapports par pays sur des constats-clés, ainsi qu'un article dans le *Bulletin économique* de la BCE attirant l'attention sur de nombreuses nouvelles constatations en matière d'ajustement des salaires. Une information essentielle révélée par ces travaux est que la fréquence des ajustements de salaires dans des pays de l'UE a été plus faible durant la période comprise entre 2010 et 2013 que durant la période précédant la crise (2002-2007) et que cette évolution semble au moins partiellement imputable à la réticence des entreprises à réduire les salaires de base, même si cette réticence a été moindre dans les pays soumis à un programme d'ajustement macroéconomique.

### Graphique 35 La répartition de la richesse des ménages de la zone euro

(axe des y : milliers d'euros ; axe des x : percentiles de la richesse nette)



Source : Enquête de l'Eurosystème sur le financement et la consommation des ménages.

Le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Network*) coordonne la production de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*) et en analyse les résultats, avec pour objectif ultime de comprendre comment les différences entre les consommateurs peuvent contribuer à expliquer les évolutions économiques agrégées. En 2016, ce réseau a publié un rapport présentant les résultats de la deuxième vague de l'enquête couvrant plus de 84 000 ménages dans 20 pays. Un aspect qui a tout particulièrement été analysé dans le cadre de cette enquête est la richesse des ménages et sa répartition entre ceux-ci (cf. graphique 35). Le ménage médian détient un patrimoine net de 104 100 euros ; le 75<sup>e</sup> percentile de la distribution est de 258 800 euros, le 90<sup>e</sup> de 496 000 euros et le 95<sup>e</sup> de 743 900 euros. Le réseau a effectué des recherches sur plusieurs

domaines généraux, dont les déterminants de la consommation, l'étude de la fragilité financière des ménages pour l'évaluation des outils macroprudentiels, les effets redistributifs des prix des actifs et de la politique monétaire<sup>93</sup>, la mesure de la répartition des richesses entre les ménages et l'incidence de la politique fiscale sur les dépenses de consommation.

En 2016, le Réseau de recherche sur la compétitivité (*Competitiveness Research Network*) a continué d'agir comme pivot pour les chercheurs du SEBC dans le domaine de l'analyse de la compétitivité et de la productivité. La production de la recherche a été particulièrement riche en ce qui concerne le commerce international,

<sup>93</sup> Cf. également l'encadré 5 à la section 2.1 du chapitre 1.

la transmission internationale des chocs économiques et l'efficacité de l'allocation des ressources dans l'UE. Une production majeure du réseau en 2016 a été la collecte et la publication par le réseau de la cinquième édition de sa base de données d'entreprises de l'UE. Cette base de données consiste en un ensemble complet d'indicateurs relatifs à la productivité et est unique sur le plan de la comparabilité et de la couverture entre les pays. Les recherches intégrant ces nouvelles données ont fourni des indications quant au lien entre gains de productivité et création d'emplois dans la zone euro.

### 5.3 Les conférences et les publications

Au cours des dernières années, la recherche de pointe et le dialogue avec des économistes travaillant dans des milieux universitaires ont revêtu une importance croissante à mesure que les sujets pertinents pour la BCE se sont faits plus nombreux et plus complexes. Dans ce contexte, la BCE a organisé en 2016 plusieurs événements de recherche de haut niveau portant sur certaines des questions les plus urgentes auxquelles sont confrontées les banques centrales. Deux points forts de l'année ont été le Forum de la BCE sur l'activité de banque centrale à Sintra et la première Conférence annuelle de recherche de la BCE. Le Forum de recherche international sur la politique monétaire, le 9<sup>e</sup> Atelier de la BCE sur les techniques de prévision et la 12<sup>e</sup> Conférence du Réseau de recherche sur la compétitivité ont constitué d'autres conférences importantes.

Bon nombre des activités de recherche de la BCE ont par ailleurs donné lieu à des publications. Au total, 115 articles ont été publiés en 2016 dans les *Working Paper Series* de la BCE. En outre, 73 articles rédigés ou co-rédigés par des membres du personnel de la BCE ont été publiés dans des revues à comité de lecture. Cet éventail d'articles de recherche de qualité élevée a permis par ailleurs d'alimenter une diffusion accrue des résultats de la recherche à une audience plus nombreuse et plus généraliste, par exemple par l'intermédiaire du *Research Bulletin* de la BCE.

## 6 Les activités et obligations juridiques

En 2016, la BCE a pris part à plusieurs procédures judiciaires au niveau de l'UE. Elle a également adopté de nombreux avis en réponse à l'exigence fondée sur le Traité qui stipule que la BCE doit être consultée sur toute proposition d'acte de l'UE ou sur tout projet de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence, ainsi que sur le contrôle du respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié. Enfin, la BCE a adopté une série d'actes et d'instruments juridiques en rapport avec ses missions de surveillance.

## 6.1 La participation de la BCE à des procédures judiciaires au niveau de l'UE

En septembre 2016, la Cour de justice de l'Union européenne a statué en appel dans deux séries d'affaires introduites par des déposants des banques chypriotes qui avaient été soumises aux mesures de résolution de 2013. Les requérants alléguaient que les mesures de résolution concernées avaient été imposées par la BCE et la Commission européenne au vu de leur participation aux réunions de l'Eurogroupe et du rôle qu'elles avaient joué dans les négociations et l'adoption du protocole d'accord chypriote (le « protocole chypriote »).

Dans la première série d'affaires<sup>94</sup>, les requérants visaient l'annulation de la déclaration de l'Eurogroupe du 25 mars 2013 concernant le programme d'assistance financière à Chypre et plus particulièrement la restructuration de son secteur bancaire. La Cour de justice a confirmé la conclusion du Tribunal, qui estimait que la déclaration contestée de l'Eurogroupe ne pouvait pas s'envisager comme une décision conjointe de la Commission et de la BCE. La Cour de justice a également relevé que l'adoption par les autorités chypriotes du cadre juridique nécessaire à la restructuration des banques ne pouvait être considérée comme ayant été imposée par une prétendue décision commune de la Commission et de la BCE qui aurait été matérialisée par la déclaration de l'Eurogroupe. Les pourvois ont dès lors été rejetés pour cause d'irrecevabilité.

Dans la seconde série d'affaires<sup>95</sup>, les requérants demandaient une indemnité pour les pertes prétendument encourues du fait de l'inclusion dans le protocole chypriote de paragraphes faisant référence à la résolution des deux banques chypriotes et/ou l'annulation des paragraphes litigieux. La Cour de justice a annulé les ordonnances d'irrecevabilité du Tribunal au motif que le comportement présumé illicite des institutions européennes, fût-il adopté dans le cadre légal du traité établissant le mécanisme européen de stabilité (le « traité MES »), pouvait théoriquement engager la responsabilité de l'Union européenne au sens de l'article 340 (2) et (3), du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Cette conclusion reposait, d'une part, sur l'obligation qui incombe à la Commission européenne en vertu de l'article 17 (1), du traité sur l'Union européenne, de promouvoir l'intérêt général de l'Union et de veiller à l'application du droit de l'Union et, d'autre part, sur son obligation découlant de l'article 13 (3) et (4), du traité MES, de s'assurer de la compatibilité avec le droit européen de tout protocole d'accord conclu par le MES. La Cour de justice a jugé en substance que, vu la poursuite d'un objectif d'intérêt général par l'Union européenne, à savoir assurer la stabilité financière du système bancaire dans la zone euro, les mesures de résolution énoncées dans le protocole chypriote ne constituaient pas une intervention démesurée et intolérable portant atteinte au droit de propriété des requérants. En conséquence, il ne pouvait être considéré que, en ayant autorisé l'adoption du paragraphe litigieux dans le protocole chypriote, la Commission européenne avait contribué à une violation du droit de propriété des déposants.

<sup>94</sup> Affaires jointes C-105/15 P à C-109/15 P.

<sup>95</sup> Affaires jointes C-8/15 P à C-10/15 P.

La Cour de justice a dès lors rejeté les recours en indemnité, qu'elle a jugés dépourvus de tout fondement en droit.

En juillet 2016, le Tribunal de l'UE a statué en faveur de la BCE dans un recours en annulation et en réparation à l'égard d'une série de décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE concernant la fourniture de liquidités d'urgence (FLU) par la Banque de Grèce aux banques hellènes. Dans l'affaire T-368/15, la requérante soutenait que les décisions contestées liées à la FLU étaient illégales et avaient « inéluctablement entraîné » la fermeture temporaire d'établissements bancaires et l'instauration d'un contrôle des mouvements de capitaux par les autorités grecques durant l'été 2015, ce qui lui avait causé un « préjudice sérieux et irréparable ». S'agissant du recours en annulation, le Tribunal a estimé que le critère selon lequel les décisions incriminées avaient directement concerné la requérante n'était manifestement pas rempli et a, partant, rejeté le recours comme irrecevable. Plus spécialement, le Tribunal a jugé qu'en maintenant le plafond à la FLU, les décisions contestées n'avaient aucunement imposé les mesures en cause (à savoir le contrôle des mouvements de capitaux), de sorte que les autorités grecques étaient tout à fait libres d'adopter d'autres mesures que celles visées. Le Tribunal a également rejeté la demande en réparation comme irrecevable.

En mai 2016, le Tribunal a statué sur un pourvoi formé par 150 collaborateurs de la BCE (affaire T-129/14 P) contre l'arrêt du Tribunal de la fonction publique de l'Union européenne dans l'affaire F-15/10 relative à la réforme des retraites du personnel de la BCE. En mai 2009, au terme d'un processus de réforme de deux ans environ, la BCE a gelé le plan de pension existant, qui se présentait sous la forme d'un système hybride, et a adopté un nouveau régime de pension reposant sur un régime de prévoyance à prestations définies en guise de premier pilier et sur un système de contributions définies à titre de second pilier. Les droits à pension sont acquis dans le régime de pension de la BCE pour les périodes de service débutant le 1<sup>er</sup> juin 2009, pour tous les collaborateurs, y compris ceux dont la date d'entrée en service est antérieure ou égale à celle d'entrée en vigueur de la réforme, à l'unique exception près que les membres du personnel âgés de 60 à 65 ans à la date du 31 mai 2009 restent couverts par le plan de pension de la BCE pour leurs périodes de service passées et à venir. Le recours introduit par 150 collaborateurs visait plusieurs points du jugement en première instance, invoquant huit moyens. Dans son jugement en appel, le Tribunal a confirmé le jugement du Tribunal de la fonction publique et a rejeté les huit moyens dans leur intégralité, confirmant par là même pleinement la légalité de la réforme des retraites du personnel de la BCE. S'agissant de la procédure suivie pour mettre en œuvre la réforme, le Tribunal a estimé que la BCE n'avait pas transgressé les principes de légalité et de sécurité juridique. Il a confirmé que les modifications apportées au régime de pension avaient été décidées dans le respect des règles de compétence et de procédure. Sur les questions de fond, ce jugement a suscité une analyse approfondie de la nature des droits à pension. Le Tribunal a considéré que les droits à pension ne relevaient pas de la notion de « rémunération » au sens de la directive n° 91/533<sup>96</sup>. Aussi, ils ne peuvent

<sup>96</sup> Directive 91/533/CEE du Conseil du 14 octobre 1991 relative à l'obligation de l'employeur d'informer le travailleur des conditions applicables au contrat ou à la relation de travail.

être vus comme des éléments intangibles du contrat de travail et la BCE est en droit de réformer le régime de retraite sans l'accord de son personnel. Pour ce qui est du droit acquis invoqué par les requérants de prendre leur retraite à l'âge de 60 ans sans que leurs allocations ne soient réduites, le Tribunal a rappelé que, au vu de la jurisprudence, un agent de la fonction publique ne pouvait se prévaloir d'un droit acquis à moins que le fait générateur dudit droit ne soit antérieur à la modification des dispositions. Qui plus est, le Tribunal a considéré que les droits acquis des collaborateurs ayant atteint l'âge de 60 ans lors de l'entrée en vigueur de la réforme n'étaient pas altérés par la réforme eu égard au régime transitoire prévu par la BCE dans le cadre de la réforme.

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

Les articles 127 (4) et 282 (5) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (le « Traité ») stipulent que la BCE doit être consultée sur toute proposition de législation de l'UE ou sur tout projet de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence<sup>97</sup>. Tous les avis de la BCE sont publiés sur [son site internet](#). Les avis de la BCE sur les propositions de législation de l'UE sont également publiés au Journal officiel de l'Union européenne.

En 2016, la BCE a adopté huit avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE et 53 avis sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

Au niveau de l'UE, les principaux avis<sup>98</sup> adoptés par la BCE ont porté sur un cadre européen pour des opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées et sur des amendements apportés au règlement sur les exigences de fonds propres (CRR) ([CON/2016/11](#)), sur la représentation unifiée de la zone euro au Fonds monétaire international ([CON/2016/22](#)) et sur l'instauration d'un système européen d'assurance des dépôts ([CON/2016/26](#)).

Plusieurs consultations par des autorités nationales portaient sur la législation relative aux billets et aux pièces<sup>99</sup>, à la surveillance des systèmes de paiement<sup>100</sup>,

---

<sup>97</sup> Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole (n° 15) sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, tel qu'annexé au Traité.

<sup>98</sup> Les autres avis sont : [CON/2016/10](#) sur une proposition de règlement modifiant le règlement sur les exigences de fonds propres en ce qui concerne les dérogations applicables aux négociants en matières premières ; [CON/2016/15](#) sur une proposition de règlement concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation ; [CON/2016/27](#) sur une proposition de règlement modifiant le règlement concernant les marchés d'instruments financiers, le règlement sur les abus de marché et le règlement concernant les dépositaires centraux de titres, et sur une proposition de directive modifiant la directive concernant les marchés d'instruments financiers ; [CON/2016/44](#) sur une proposition de règlement modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens ; et [CON/2016/49](#) sur une proposition de directive modifiant la directive (UE) 2015/849 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme et modifiant la directive 2009/101/CE.

<sup>99</sup> Cf. [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) et [CON/2016/58](#).

<sup>100</sup> Cf. [CON/2016/38](#) et [CON/2016/61](#).

au système des titres dématérialisés <sup>101</sup>, aux exigences applicables aux virements et aux prélèvements <sup>102</sup> et à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme <sup>103</sup>.

La BCE a adopté des avis dans des matières relatives aux banques centrales nationales (BCN), parmi lesquelles les règles d'audit applicables à une BCN <sup>104</sup>, les obligations de déclaration à l'égard du parlement national qui incombent à une BCN <sup>105</sup>, le fonctionnement de l'organe décisionnel d'une BCN <sup>106</sup>, la diminution de la rémunération de hauts fonctionnaires d'une BCN <sup>107</sup>, l'acquisition par une BCN de parts dans une entité procédant à des opérations de politique monétaire dans ses régions ultrapériphériques et ses territoires d'outre-mer <sup>108</sup>, les opérations réalisées par une BCN au titre de la FLU <sup>109</sup>, les missions de résolution incombant à une BCN <sup>110</sup>, le rôle d'une BCN vis-à-vis d'un système de garantie des dépôts <sup>111</sup>, la surveillance par des BCN de la fourniture de services de paiement <sup>112</sup>, des établissements de dépôts fiduciaires <sup>113</sup> et des contrats de crédit à la consommation <sup>114</sup>, la gestion par des BCN de registres des crédits et de registres des comptes bancaires <sup>115</sup>, la collecte par une BCN de statistiques financières <sup>116</sup>, le rôle d'une BCN dans l'évaluation de la concurrence sur le marché des crédits hypothécaires <sup>117</sup>, la contribution d'une BCN à un fonds en fidéicomis géré par le FMI <sup>118</sup>, le rôle d'une BCN dans la déclaration d'un prélèvement sur des primes d'assurance <sup>119</sup>, les instruments de politique monétaire de BCN n'appartenant pas à la zone euro <sup>120</sup>, l'exclusion de droits de compensation à l'égard des créances remises en garantie auprès de banques centrales du SEBC <sup>121</sup> et l'émission par une BCN de billets commémoratifs <sup>122</sup>.

La BCE a adopté des avis concernant divers aspects liés aux activités des établissements financiers <sup>123</sup>, notamment la hiérarchie en matière d'insolvabilité des

---

<sup>101</sup> Cf. [CON/2016/46](#).

<sup>102</sup> Cf. [CON/2016/13](#).

<sup>103</sup> Cf. [CON/2016/23](#).

<sup>104</sup> Cf. [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) et [CON/2016/52](#).

<sup>105</sup> Cf. [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) et [CON/2016/52](#).

<sup>106</sup> Cf. [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) et [CON/2016/52](#).

<sup>107</sup> Cf. [CON/2016/32](#).

<sup>108</sup> Cf. [CON/2016/14](#).

<sup>109</sup> Cf. [CON/2016/55](#).

<sup>110</sup> Cf. [CON/2016/5](#) et [CON/2016/28](#).

<sup>111</sup> Cf. [CON/2016/3](#) et [CON/2016/6](#).

<sup>112</sup> Cf. [CON/2016/19](#).

<sup>113</sup> Cf. [CON/2016/16](#).

<sup>114</sup> Cf. [CON/2016/31](#) et [CON/2016/34](#).

<sup>115</sup> Cf. [CON/2016/42](#) et [CON/2016/57](#).

<sup>116</sup> Cf. [CON/2016/29](#).

<sup>117</sup> Cf. [CON/2016/54](#).

<sup>118</sup> Cf. [CON/2016/21](#).

<sup>119</sup> Cf. [CON/2016/45](#).

<sup>120</sup> Cf. [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) et [CON/2016/56](#).

<sup>121</sup> Cf. [CON/2016/37](#).

<sup>122</sup> Cf. [CON/2016/60](#).

<sup>123</sup> Cf. [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) et [CON/2016/55](#).

créanciers des établissements de crédit <sup>124</sup>, l'imposition de limites aux taux d'intérêt variables sur les prêts hypothécaires <sup>125</sup>, la rémunération de comptes de dépôt d'épargne <sup>126</sup>, les exigences en matière d'amortissement des prêts hypothécaires <sup>127</sup>, le remboursement de certains écarts de taux facturés pour des prêts liés aux taux de change <sup>128</sup>, la restructuration de prêts en devises <sup>129</sup>, la réforme de banques coopératives <sup>130</sup>, des restrictions apportées aux biens immobiliers ou au capital social acquis par des établissements de crédit <sup>131</sup>, la désignation de membres du conseil de surveillance d'une banque <sup>132</sup>, les ratios charges/revenu et prêt/valeur <sup>133</sup>, un système de garantie destiné aux titrisations de prêts non productifs <sup>134</sup>, l'imposition d'une taxe sur certains établissements financiers <sup>135</sup>, le fonctionnement de registres centraux des crédits <sup>136</sup> et le fonctionnement de systèmes nationaux de garantie des dépôts <sup>137</sup>.

La BCE a également adopté un avis sur le rôle d'un représentant de l'autorité de surveillance prudentielle nationale auprès du Conseil de surveillance prudentielle de la BCE <sup>138</sup>.

Huit cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation nationale ont été recensés, dont certains ont été jugés évidents et importants <sup>139</sup>.

La BCE n'a pas été consultée par le ministère italien de l'Économie et des Finances sur le décret-loi relatif à des mesures urgentes de protection de l'épargne dans le secteur bancaire, visant à définir le cadre juridique pour l'octroi d'un soutien financier public exceptionnel aux banques italiennes. La BCE n'a pas été consultée par le ministère grec des Finances sur la loi relative aux paiements électroniques.

Enfin, la BCE n'a pas été consultée par le ministère hongrois de l'Économie nationale sur la loi relative aux sociétés nationales de construction <sup>140</sup>, soulevant des

---

<sup>124</sup> Cf. [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) et [CON/2016/53](#).

<sup>125</sup> Cf. [CON/2016/54](#).

<sup>126</sup> Cf. [CON/2016/51](#).

<sup>127</sup> Cf. [CON/2016/18](#).

<sup>128</sup> Cf. [CON/2016/50](#).

<sup>129</sup> Cf. [CON/2016/39](#).

<sup>130</sup> Cf. [CON/2016/17](#) et [CON/2016/41](#).

<sup>131</sup> Cf. [CON/2016/48](#).

<sup>132</sup> Cf. [CON/2016/28](#).

<sup>133</sup> Cf. [CON/2016/8](#).

<sup>134</sup> Cf. [CON/2016/17](#).

<sup>135</sup> Cf. [CON/2016/1](#).

<sup>136</sup> Cf. [CON/2016/42](#).

<sup>137</sup> Cf. [CON/2016/3](#) et [CON/2016/6](#).

<sup>138</sup> Cf. [CON/2016/43](#).

<sup>139</sup> Ces cas incluent (a) les cas où une autorité nationale a omis de soumettre pour consultation à la BCE des projets de dispositions législatives relevant de sa compétence et (b) les cas où une autorité nationale a formellement consulté la BCE mais ne lui a pas laissé suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour adopter son avis avant l'adoption de ces dispositions.

<sup>140</sup> Loi relative aux sociétés nationales de construction, publiée au *Magyar Közlöny* (Journal officiel hongrois), numéro 49, le 11 avril 2016.

inquiétudes quant à une éventuelle violation de l'indépendance de la banque centrale.

Les cas de non-consultation de la BCE par la Grèce, la Hongrie et l'Italie ont été considérés comme évidents, importants et récurrents.

### 6.3 Les évolutions juridiques liées au mécanisme de surveillance unique

En 2016, la BCE a adopté plusieurs instruments juridiques concernant l'accomplissement de ses missions de surveillance, qui ont été publiés dans le Journal officiel de l'Union européenne ainsi que sur le site internet de la BCE. Une liste des instruments juridiques relatifs à la surveillance bancaire qui ont été adoptés en 2016 peut être consultée dans le [Rapport annuel 2016 de la BCE sur les activités de surveillance prudentielle](#).

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

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

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

L'exercice de surveillance réalisé pour 2016 confirme que les dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants ont en général été respectées.

L'exercice de surveillance a révélé que les BCN de l'UE ne disposaient pas toutes, en 2016, de politiques de rémunération en matière de dépôts du secteur public qui respectaient pleinement les plafonds de rémunération. En particulier, un petit nombre de BCN doivent s'assurer que le taux de rémunération des dépôts du secteur public ne dépasse pas le plafond, même lorsque ce dernier est négatif.

La BCE a évalué la création et le financement par la Magyar Nemzeti Bank de MARK Zrt., une société de gestion d'actifs, et a estimé que cette opération constituait une violation de l'interdiction du financement monétaire à laquelle il y avait lieu de remédier.

En mai 2016, la Magyar Nemzeti Bank a octroyé une facilité de crédit-relais de trois mois au système hongrois d'indemnisation des investisseurs, Karrendezési Alap. La BCE a jugé que cette opération était potentiellement en contradiction avec l'interdiction de financement monétaire étant donné qu'il existait d'autres options permettant d'accorder un financement à court terme au système d'indemnisation des investissements sans engager la participation financière de la Magyar Nemzeti Bank. Ce cas ne devrait pas servir de précédent.

À la suite des inquiétudes soulevées dans les *Rapports annuels* 2014 et 2015 de la BCE, la BCE a continué de surveiller plusieurs programmes lancés par la Magyar Nemzeti Bank en 2014 et en 2015. Ces programmes n'étaient pas liés à la politique monétaire et sont potentiellement en contradiction avec l'interdiction du financement monétaire, dans la mesure où ils pourraient être considérés comme une reprise par la Magyar Nemzeti Bank de missions de l'État ou comme un octroi d'avantages financiers à l'État. Ces programmes incluaient des achats d'investissements immobiliers par la Magyar Nemzeti Bank, un programme visant à promouvoir la culture financière géré par un réseau de six fondations et les stratégies d'investissement de ces fondations, le transfert à la banque centrale de membres du personnel précédemment employés par l'autorité de surveillance hongroise du secteur financier, un programme d'acquisitions d'œuvres d'art et de biens culturels hongrois, ainsi qu'un programme visant à encourager les banques à acquérir des actifs éligibles, notamment des obligations d'État. Eu égard à leur grand nombre, à leur portée et à leur ampleur, la BCE continuera de surveiller attentivement ces opérations afin de s'assurer que leur mise en œuvre n'aille pas à l'encontre de l'interdiction du financement monétaire et de l'accès privilégié. La Magyar Nemzeti Bank devrait également veiller à ce que les ressources de banque centrale qu'elle a accordées à son réseau de fondations ne soient pas utilisées, directement ou indirectement, à des fins de financement de l'État. Par ailleurs, la BCE continuera de surveiller l'implication de la Magyar Nemzeti Bank dans la Bourse de Budapest vu que l'acquisition par celle-ci de la participation majoritaire dans la Bourse de Budapest en novembre 2015 peut toujours être considérée comme soulevant des préoccupations quant au financement monétaire.

La réduction par la Central Bank of Ireland en 2016 d'actifs liés à l'IBRC, principalement par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape sur la voie de l'objectif à atteindre de cession intégrale de ces actifs. Toutefois, un programme de cession plus ambitieux atténuerait davantage les préoccupations sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

## 7 Les relations internationales et européennes

### 7.1 Les relations européennes

En 2016, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec les institutions et instances européennes, en particulier avec le Parlement européen, le Conseil européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe et la Commission européenne. Au cours de cette année, de nouvelles mesures ont été prises pour compléter l'union bancaire et poursuivre le redressement du secteur financier de la zone euro. La situation économique dans la zone euro et le programme d'ajustement macroéconomique de la Grèce ont figuré à l'ordre du jour des réunions de l'Eurogroupe et du Conseil Ecofin, auxquelles ont pris part le président de la BCE et d'autres membres du Directoire. La nécessité d'une stratégie cohérente au niveau des politiques budgétaire, financière et structurelle pour renforcer la reprise en Europe a fait l'objet de discussions dans les réunions du Conseil européen, auxquelles a participé le président de la BCE.

#### 7.1.1 Compléter l'Union économique et monétaire européenne

De nouvelles dispositions visant à compléter l'Union économique et monétaire (UEM) ont été prises, conformément à la feuille de route adoptée en 2015 dans le « rapport des cinq présidents » intitulé « Compléter l'Union économique et monétaire européenne ».

L'union bancaire a été renforcée par la mise en œuvre de la directive sur le redressement et la résolution des défaillances bancaires et de la directive sur les systèmes de garantie des dépôts. Tout au long de l'année, la BCE a continué de prôner des mesures décisives pour compléter l'union bancaire, particulièrement dans le cadre de discussions techniques visant à la création d'une part d'un mécanisme de soutien commun et crédible pour le Fonds de résolution unique et d'autre part d'un dispositif européen de garantie des dépôts. À côté de l'union bancaire, une union des marchés de capitaux européens peut rendre le système financier plus résistant en améliorant le partage des risques transfrontaliers et en favorisant un accès plus large et plus facile au financement.

En ce qui concerne le dispositif de gouvernance économique, le Comité budgétaire européen est devenu opérationnel. À plus long terme, il conviendra de renforcer le mandat et l'indépendance institutionnelle du Comité budgétaire européen pour garantir qu'il puisse jouer un rôle important dans l'amélioration de la transparence et du respect des règles budgétaires <sup>141</sup>. Le 20 septembre 2016, le Conseil de l'UE a émis une recommandation appelant les pays de la zone euro à créer un comité national de productivité. Les comités de productivité doivent fournir un nouvel élan à la mise en œuvre de réformes structurelles dans les pays de la zone euro. Leur

<sup>141</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « La création d'un comité budgétaire européen », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

efficacité dépendra non seulement du haut niveau d'expertise technique attendu en leur sein, mais également de leur pleine indépendance. Dans l'exercice de leurs fonctions, les comités de productivité doivent s'assurer que la dimension européenne est suffisamment prise en compte en échangeant des bonnes pratiques entre États membres et en mettant l'accent sur la dimension de la zone euro dans l'analyse des problèmes de productivité au niveau des États membres et des débats les concernant.

Par ailleurs, la BCE a régulièrement souligné la nécessité d'une application cohérente et complète des dispositions du dispositif de gouvernance actuel, dont les progrès ont jusqu'à présent été insatisfaisants. Ceci est illustré par l'exécution limitée des recommandations par pays de la Commission européenne (cf. également la section 1.6 du chapitre 1) et le manque de respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

La mise en œuvre complète des règles budgétaires et la coordination plus effective des politiques économiques sont deux conditions préalables à l'instauration de la confiance entre les États membres qui est nécessaire pour poursuivre l'approfondissement de l'UEM. La BCE a mis l'accent sur l'importance d'une plus grande souveraineté partagée sur le moyen à long terme, par exemple grâce à une gouvernance accrue reposant sur le passage d'un système réglementaire à un système institutionnel <sup>142</sup>.

Dans le même temps, l'Europe fait également face à des défis en dehors de la sphère économique, principalement dans les domaines de l'immigration et de la sécurité. Une économie solide est requise afin de régler ces problèmes d'une manière durable. Lorsqu'il s'agit de renforcer l'Europe, compléter l'UEM est dès lors une tâche prépondérante. L'Eurosystème se tient prêt à soutenir ces travaux.

### 7.1.2 S'acquitter de sa responsabilité démocratique

La BCE est une institution indépendante qui jouit d'une totale indépendance d'utilisation de ses instruments en cas de besoin durant son mandat. L'obligation de rendre des comptes est la contrepartie nécessaire à cette indépendance, et le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que la BCE rend principalement compte au Parlement européen, celui-ci étant l'organe composé des représentants élus par les citoyens de l'UE.

En 2016, le président de la BCE a participé à quatre auditions régulières de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen <sup>143</sup>. Lors de ces auditions, les députés européens ont accordé une attention particulière aux politiques monétaire et du secteur financier, aux programmes d'ajustement

---

<sup>142</sup> Cf. également l'article intitulé « [Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM](#) », *Bulletin économique*, BCE, n° 5, 2016.

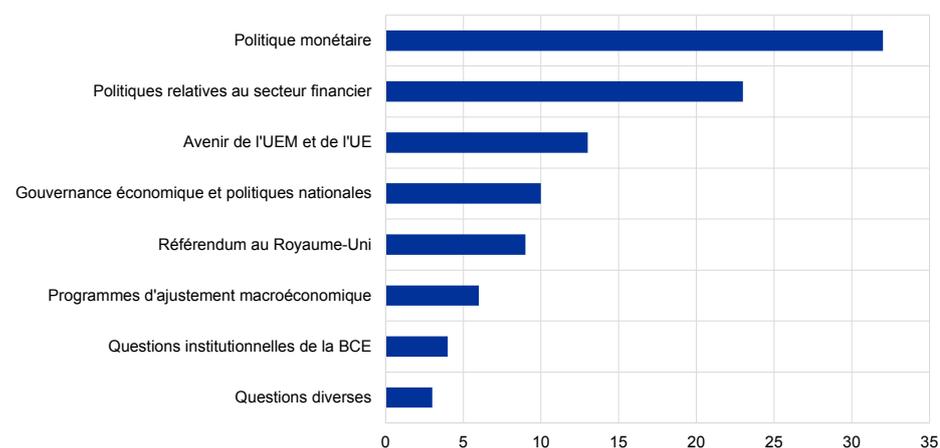
<sup>143</sup> Ces déclarations introductives sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

macroéconomique et à la réforme de la gouvernance de la zone euro de la BCE (cf. graphique 36).

### Graphique 36

#### Thèmes des questions posées lors des auditions régulières de la Commission économique et monétaire

(en pourcentages)



Source : BCE.

En 2016, la BCE a décidé de publier pour la première fois sa réaction quant à l'élan fourni par le Parlement européen dans le cadre de sa résolution concernant le Rapport annuel de l'année précédente, en réponse à une suggestion émise au Parlement européen visant à aller un cran plus loin dans l'obligation de rendre des comptes<sup>144</sup>. Cette réaction, tout comme le *Rapport annuel*, n'avait été auparavant communiquée qu'aux députés européens.

Tableau 3

#### Relevé des auditions de 2016 au Parlement européen

Audition	Membre du Directoire	Date	Thèmes abordés
Auditions régulières de la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON)	Président	15 février	cf. graphique 36
		21 juin	
		26 septembre	
		28 novembre	
Auditions relatives au Rapport annuel de la BCE	Président	1 <sup>er</sup> février	Séance plénière relative au Rapport annuel 2014 de la BCE
	Vice-président	7 avril	présentation du Rapport annuel 2015 de la BCE (réunion de la Commission ECON)
	Président	21 novembre	Séance plénière relative au Rapport annuel 2015 de la BCE
Autres auditions	Sabine Lautenschläger	25 janvier	Collecte de données de crédit (réunion de la Commission ECON)
	Benôit Cœuré	2 mars	Compétence budgétaire pour la zone euro (réunion commune de la Commission ECON et du Comité budgétaire)
		12 octobre	Troisième programme d'ajustement macroéconomique de la Grèce (réunion du groupe de travail sur l'assistance financière)

Source : BCE.

<sup>144</sup> Cf. le paragraphe 23 de la résolution du Parlement européen sur le *Rapport annuel 2014* de la BCE, disponible sur le [site du Parlement européen](#).

La BCE s'est également acquittée de ses obligations en matière de responsabilité en diffusant régulièrement des informations et en répondant à des questions écrites de membres du Parlement européen. En 2016, le Président de la BCE a reçu des lettres contenant de telles questions dont les réponses ont été publiées sur le site internet de la BCE <sup>145</sup>. La plupart des questions portaient sur la mise en œuvre des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE, sur les perspectives économiques et sur les programmes d'ajustement macroéconomique.

Comme par le passé, la BCE a contribué aux discussions du Parlement européen et du Conseil sur des propositions législatives relevant de ses compétences. Au-delà du cadre de la responsabilité, d'autres représentants de la BCE ont pris part à des réunions publiques devant la Commission économique et monétaire pour les discussions techniques sur les thèmes liés aux domaines d'expertise et aux missions de la BCE.

La BCE rend également compte de ses activités de surveillance bancaire tant au Parlement européen qu'au Conseil de l'UE <sup>146</sup>. L'on trouvera des informations plus détaillées dans le [Rapport annuel 2016 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

## 7.2 Les relations internationales

Dans un environnement international difficile, la BCE a pris part à des discussions dans des instances internationales, a rassemblé des informations et a communiqué sur sa propre politique, renforçant ainsi ses relations avec ses principales contreparties internationales. Ceci était particulièrement important au cours d'une année où les autorités monétaires du monde entier ont continué de soutenir la reprise économique naissante.

### 7.2.1 Le G20

Sur fond de reprise économique mondiale toujours atone, la présidence chinoise du G20 a accordé une attention particulière au soutien à la croissance mondiale et a réussi à attirer l'attention sur le rôle des réformes structurelles en complément des politiques budgétaire et monétaire pour atteindre cet objectif. Par ailleurs, la présidence du G20 a élargi le débat sur les moteurs de la croissance afin d'y inclure l'innovation et la numérisation. Le G20 a également adopté de nouvelles mesures pour permettre un meilleur examen des réformes structurelles par les pairs dans le cadre de son ordre de jour renforcé en matière de réformes structurelles. Dans le contexte actuel d'opposition croissante à la mondialisation, le G20 s'est focalisé davantage sur les inégalités et l'intégration et a également progressé vers un

---

<sup>145</sup> Toutes les réponses du Président de la BCE aux questions des députés européens sont publiées sur le [site internet de la BCE](#) dans la section prévue à cet effet.

<sup>146</sup> Les réponses écrites de la présidente du conseil de surveillance de la BCE aux questions des députés européens sont publiées sur le site internet de la supervision bancaire de la BCE.

environnement fiscal plus juste en mettant à nouveau l'accent sur la propriété effective et les mesures à prendre quant aux juridictions fiscales non coopératives. Les ministres des finances du G20 et les gouverneurs des banques centrales, dont les réunions se passent en présence du Président de la BCE, se sont engagés à se concerter étroitement en matière de marchés des changes et à éviter toute forme de protectionnisme en matière de politiques de commerce et d'investissement. À la suite des récentes attaques terroristes, les efforts à l'encontre du financement du terrorisme ont également été intensifiés. La finalisation des éléments de base du cadre de réglementation financière a été encouragée, avec un accent mis sur une mise en œuvre complète, cohérente et dans les délais impartis du programme convenu en matière de réformes du secteur financier. Au sommet de Hangzhou, les membres du G20 ont également prôné les avancées en matière de promotion du financement vert et, dans le cadre des discussions menées sur l'architecture financière internationale, d'examen de l'utilisation accrue des droits de tirage spéciaux (DTS), d'assouplissement de l'accès au Club de Paris et de promotion du rôle des banques de développement multilatérales nouvelles ou existantes.

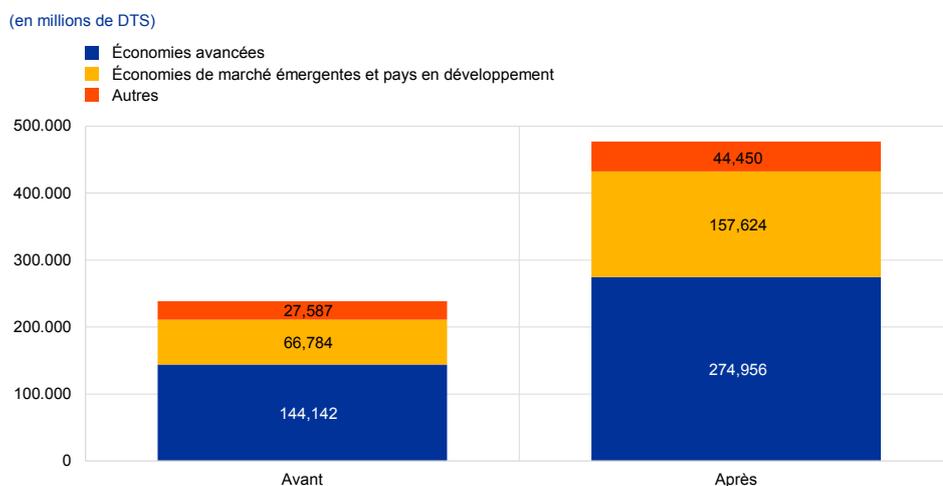
## 7.2.2 Les questions liées au FMI et à l'architecture financière internationale

La BCE a continué de promouvoir des positions européennes communes dans les discussions au Fonds monétaire international (FMI) sur les politiques du Fonds et, de manière plus générale, l'architecture financière internationale. Sur le plan de la gouvernance du FMI, les profonds remaniements de 2010 en matière de quotes-parts et de gouvernance sont entrés en vigueur début 2016 après leur ratification par la majorité requise des membres du FMI. Cela s'est traduit par un glissement de plus de 6 % des quotes-parts vers les marchés émergents et pays en développement dynamiques, ce qui reflète mieux leur rôle accru dans l'économie mondiale. Dans le cadre de cette série de réformes, les pays européens avancés se sont engagés à réduire de deux sièges leur représentation combinée au sein du Conseil.

La BCE soutient un FMI fort, doté de ressources suffisantes et basé sur des quotes-parts au centre du système monétaire international dans lequel il contribue grandement à la stabilité économique et financière mondiale. Grâce à l'appui des États membres de l'UE, les ressources totales en quotes-parts du FMI ont doublé pour atteindre 477 milliards de DTS en 2016. Les membres du FMI, dont une série d'États membres de l'UE, ont aussi engagé quelque 260 milliards de DTS pour garantir que le FMI continue à avoir accès aux emprunts bilatéraux dans un cadre de gouvernance renforcé. Le calendrier des discussions sur la 15<sup>e</sup> révision générale des quotes-parts a été modifié afin de conclure l'examen avant les assemblées annuelles de 2019.

### Graphique 37

#### Répartition des quotes-parts du FMI avant et après la réforme de 2010



Sources : FMI et calculs de la BCE.

Comme il est primordial que les politiques d'octroi de crédit du FMI restent en phase avec les besoins de ses membres, le FMI a examiné l'adéquation du filet de sécurité financière mondial, et notamment sa portée, sa disponibilité et les coûts engendrés par les instruments de prévention et de résolution.

À la suite de crises dans certains pays de la zone euro et des programmes de prêt et d'ajustement de l'UE et du FMI pour ces pays, le [Bureau d'évaluation indépendant \(BEI\) du FMI](#) a publié un rapport exhaustif sur le rôle du FMI au cours de ces crises et sur sa participation aux programmes d'aide financière pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Bien que ce rapport porte principalement sur le processus de décision du FMI, il contient également des réflexions sur des thèmes économiques tels que les causes de la crise ainsi que la nature et le caractère approprié des conditions des politiques menées.

### 7.2.3 La coopération technique

La BCE a élargi sa coopération technique avec les banques centrales de pays extérieurs à l'UE afin de favoriser de saines pratiques de banque centrale et ainsi contribuer à la stabilité monétaire et financière mondiale. Ces activités de coopération reflètent le rôle de la BCE comme banque centrale majeure dans l'économie mondiale. La BCE a poursuivi sa coopération avec des banques centrales des économies de marché émergentes du G20 (par exemple l'Inde et la Turquie) afin de partager l'expertise technique et les meilleures pratiques. En 2016, un nouveau protocole d'accord a été signé avec la Banque centrale du Brésil. Celui-ci fait office de base pour une coopération accrue et se concentre sur les questions relatives aux principales activités de banque centrale, notamment la politique monétaire, la stabilité financière et le contrôle des banques. Une coopération renforcée avec les organisations internationales et régionales a favorisé le rayonnement de la BCE en Amérique latine, Asie et Afrique.

La BCE a poursuivi sa coopération avec des banques centrales de pays ayant une perspective d'adhésion à l'Union européenne, principalement par une série d'ateliers régionaux. Des événements à finalité spécifique ont mis l'accent sur les défis institutionnels dans le cadre de l'adhésion à l'UE, la surveillance macroprudentielle et microprudentielle et l'indépendance de la banque centrale comme élément clé d'une bonne gouvernance économique. La coopération technique avec les banques centrales de pays candidats et potentiellement candidats à l'UE s'opère en étroite coopération avec les BCN de l'UE et vient compléter l'analyse et le suivi réguliers par la BCE des évolutions économiques et financières dans ces pays et le dialogue mis en place avec leurs banques centrales.

## Encadré 9

### Brexit – implications et perspectives

---

Le 23 juin 2016, le Royaume-Uni a organisé un référendum sur son appartenance à l'UE. Le vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne a recueilli la majorité avec 51,9 % des votes. Selon l'article 50 du traité sur l'Union européenne, la notification officielle par le Royaume-Uni au Conseil européen de son intention de quitter l'Union européenne marquera le début d'un processus de négociations pour un accord de sortie entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. À l'heure actuelle, une forte incertitude plane sur les futures relations économiques entre le Royaume-Uni et l'Union européenne <sup>147</sup>.

Parmi les conséquences immédiates du référendum figuraient une incertitude accrue, un bref épisode de volatilité et une forte dépréciation de la livre sterling. La zone euro a résisté de façon encourageante à la recrudescence des incertitudes et de la volatilité grâce aux préparatifs des banques centrales et des autorités de contrôle (notamment les réserves de liquidités des banques centrales et l'engagement des autorités vis-à-vis des banques en ce qui concerne les liquidités, le financement et les risques opérationnels) ainsi que le renforcement du cadre réglementaire <sup>148</sup>. Même si le niveau élevé des liquidités excédentaires rendait peu probable l'éventualité que la BCE doive prendre des mesures d'urgence, les précautions nécessaires ont été prises, comme le mentionnait le [communiqué de presse](#) de la BCE du 24 juin 2016, pour pouvoir au besoin injecter des liquidités supplémentaires, notamment grâce à des [accords permanents de crédits croisés](#) conclus avec la Banque d'Angleterre. Par ailleurs, les services de surveillance bancaire de la BCE avaient, dès avant le référendum, entretenu des contacts étroits avec les banques les plus exposées afin de s'assurer qu'elles suivaient attentivement les risques et qu'elles se préparaient aux issues possibles du scrutin.

Il est difficile de prévoir les implications économiques précises du référendum sur le long terme. Celles-ci dépendront notamment du calendrier, de l'avancement et de l'issue des négociations à venir entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Les répercussions du résultat du référendum sur les perspectives économiques pour la zone euro ont été analysées dans les [projections macroéconomiques établies par les services de la BCE de septembre 2016](#) et dans un [encadré du bulletin économique de la BCE](#), qui n'ont fait état que d'une incidence limitée sur l'activité économique dans la zone euro à court terme. En outre, l'édition de novembre 2016 de la [Revue de stabilité financière](#) de la BCE a examiné les aspects de stabilité financière relatifs au résultat du référendum. Elle a établi le constat que la plupart des segments de marché touchés par les

<sup>147</sup> Cf. également la section 1.1 du chapitre 1.

<sup>148</sup> Cf. la section 1.2 du chapitre 1 pour une analyse plus approfondie.

turbulences qui ont suivi le référendum britannique ont rapidement résorbé la majeure partie des pertes qu'ils avaient subies.

Le président de la BCE a par ailleurs présenté à plusieurs reprises au Parlement européen l'évaluation par la BCE des éventuelles répercussions du Brexit, par exemple le [26 septembre 2016](#) et le [28 novembre 2016](#). La BCE avait alors souligné les avantages du marché unique, tant pour la zone euro que le Royaume-Uni. Quel que soit le caractère des futures relations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni, il est impératif que l'intégrité du marché unique et l'homogénéité des règles et de leur application soient maintenues. Lors de leur réunion informelle à Bratislava en septembre, les chefs d'État ou de gouvernement des 27 autres États membres de l'UE ont pour la première fois discuté de leur avenir commun après le retrait prévu du Royaume-Uni. En réaction aux préoccupations actuelles des citoyens, ils ont approuvé une feuille de route visant à lutter contre des défis communs en matière d'immigration, de terrorisme et d'insécurité économique et sociale. La BCE a souligné à plusieurs reprises que le projet européen nécessitait des fondations économiques plus solides afin que l'Europe puisse renforcer sa capacité dans ces domaines.

---

## 8 La communication externe

### Explication de la politique de la BCE aux citoyens européens

Une communication ouverte et transparente soutient l'efficacité de la politique d'une banque centrale. Elle permet à la banque de garder le grand public et les marchés financiers informés de ses objectifs et de ses missions, d'expliquer les raisons de ses actions et, dès lors, de guider leurs attentes. La BCE a une longue tradition de communication ouverte et en 2016, elle a continué de renforcer sa communication, en particulier en continuant de développer ses activités de sensibilisation et sa communication numérique.

### Activités de sensibilisation

En 2016, la BCE a continué de développer ses initiatives de diffusion d'informations vers le grand public pour améliorer la compréhension de ses politiques et de ses décisions et, de cette façon, accroître la confiance des citoyens de la zone euro.

La BCE a accueilli 522 groupes de visiteurs à Francfort, et plus de 15 000 visiteurs extérieurs de 35 pays. Les visiteurs ont reçu des présentations générales, ainsi que des présentations ciblées permettant une interaction avec des experts de la BCE. Lors de visites guidées, ils ont également pu découvrir le nouveau bâtiment de la BCE, ainsi que ses expositions sur l'art et sur l'euro. En juillet 2016, la BCE a commencé à ouvrir ses portes le premier samedi de chaque mois à la communauté locale, attirant plus de 3 000 visiteurs au second semestre de l'année.

Pour expliquer ses missions à des citoyens plus jeunes de la zone euro, la BCE a organisé sa compétition Generation Euro Students' Award pour la sixième fois. Ce concours constitue le premier canal d'interaction de la Banque avec les étudiants

âgés de 16 à 19 ans et leurs professeurs et visent à leur en apprendre davantage sur la politique monétaire et sur la BCE. Les étudiants participent à un jeu de rôles dans lequel ils prennent des décisions de politique monétaire sur la base de leur diagnostic de la situation économique et monétaire dans la zone euro.

La BCE s'est également centrée sur des groupes d'âge plus jeune. Le 3 octobre 2016, 230 enfants âgés de huit à dix ans, ainsi que leur famille, ont été accueillis à la BCE pour la deuxième journée portes ouvertes du programme télévisé populaire allemand pour les enfants « Die Sendung mit der Maus ». Le programme comprenait des visites guidées du bâtiment, des présentations, des ateliers sur le rôle et la fonction de la BCE ainsi que sur les billets et les pièces en euros, des jeux éducatifs et plusieurs expositions.

Des actions de sensibilisation ont également été menées en dehors de Francfort. Par exemple, la BCE et la Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann ont participé aux *National Ploughing Championships 2016* d'Irlande (championnat national 2016 d'agriculture), la plus grande exposition et foire commerciale agricole en extérieur en Europe.

## Une numérisation accrue

La BCE a également continué de développer ses efforts de communication numérique afin de s'adapter aux modes de consommation actuels de l'information.

Sur le plan du contenu, la BCE a redoublé d'efforts pour être plus accessible au grand public, permettant à ses décisions d'être mieux comprises grâce à l'utilisation d'un langage clair et à des canaux de communication numérique pour expliquer des concepts qui, sinon, sont assez techniques. Un exemple en est les « explainers » sur le site internet de la BCE, qui sont disponibles dans plusieurs langues de l'UE. Cette préoccupation pour la communication numérique s'est accompagnée par ailleurs d'une utilisation plus intensive de l'infographie.

Sur le plan technique, la Banque a continué de moderniser ses sites internet. Les sites internet de la BCE et du Comité européen du risque systémique sont désormais pleinement adaptatifs : les pages internet et les publications importantes peuvent être consultées de manière optimale, quel que soit le support choisi par les lecteurs. De plus, la BCE a répondu à la demande croissante de transmission d'événements en *streaming* en format de haute qualité.

La présence de la Banque sur les plates-formes des médias sociaux s'est encore accrue. Le [compte Twitter](#) de la BCE compte actuellement plus de 360 000 abonnés et est utilisé pour attirer l'attention sur les publications et sur les messages-clés des discours. En décembre 2016, la BCE a organisé son premier débat en direct sur Twitter, durant lequel Benoît Cœuré a répondu à des questions postées par le grand public en utilisant #askECB, permettant ainsi une interaction directe en temps réel. De plus, la BCE utilise sa chaîne de You Tube pour publier des vidéos et Flickr pour des photographies. La BCE gère également un compte LinkedIn auquel quelque 43 000 citoyens se sont abonnés.

# Annexes

## 1 Le cadre institutionnel

### Les organes de décision et le gouvernement d'entreprise de la BCE

L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales (SEBC) sont dirigés par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le [Conseil des gouverneurs](#) et le [Directoire](#). Le [Conseil général](#) constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, les statuts du SEBC et les règlements intérieurs respectifs <sup>149</sup>. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro contribuent ensemble, sur les plans stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

Dans le cadre des responsabilités de la BCE en matière de contrôle bancaire, le Conseil des gouverneurs adopte des actes juridiques définissant le cadre général dans lequel sont prises les décisions concernant la surveillance prudentielle et approuve, selon la procédure d'approbation tacite, les projets de décision prudentielle élaborés par le [Conseil de surveillance prudentiel](#) <sup>150</sup>. De plus amples informations concernant les missions de surveillance prudentielle de la BCE sont disponibles dans le [Rapport annuel de la BCE sur ses activités prudentielles en 2016](#).

### Le Conseil des gouverneurs

Le [Conseil des gouverneurs](#) est le principal organe de décision de la BCE. Il est composé des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des BCN des pays participant à la zone euro. Les droits de vote dont disposent les membres du

---

<sup>149</sup> S'agissant du règlement intérieur de la BCE, cf. : la décision (UE) 2016/1717 de la BCE du 21 septembre 2016 modifiant la décision BCE/2004/2 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne (BCE/2016/27), JO L 258 du 24.9.2016, p. 17, et les décisions BCE/2015/8, BCE/2014/1 et BCE/2009/5 ; la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.3.2004, p. 33 ; la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 portant adoption du règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.6.2004, p. 61 ; et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 8.12.1999, p. 34. Ces règlements sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

<sup>150</sup> Des informations complémentaires relatives à la prise de décision au sein du mécanisme de surveillance unique (MSU) sont disponibles sur le [site internet de la supervision bancaire de la BCE](#).

Conseil des gouverneurs sont soumis à un système de rotation, dont le fonctionnement est expliqué sur le [site internet de la BCE](#).

Le Conseil des gouverneurs se réunit habituellement **deux fois par mois**, au siège de la BCE, à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. Il s'est réuni vingt-trois fois en 2016. Les réunions consacrées à la politique monétaire se tiennent toutes les six semaines. Un **compte rendu** des réunions de politique monétaire est publié, généralement quatre semaines après la réunion. Lors des autres réunions, le Conseil des gouverneurs examine essentiellement les questions portant sur les autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. Afin de garantir la séparation entre les missions de politique monétaire et autres tâches de la BCE et ses responsabilités en matière de surveillance prudentielle, des réunions du Conseil des gouverneurs spécialement consacrées aux questions prudentielles sont organisées.

Le Conseil des gouverneurs peut également prendre des décisions par le biais d'une procédure écrite. En 2016, plus de 1 400 procédures écrites ont été introduites, dont plus de 1 000 étaient des procédures d'approbation tacite.

## **Le Conseil des gouverneurs**

**Mario Draghi** Président de la BCE

**Vítor Constâncio** Vice-président de la BCE

**Josef Bonnici** Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (jusqu'au 30 juin 2016)

**Benoît Cœuré** Membre du Directoire de la BCE

**Carlos Costa** Gouverneur, Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Gouverneur, Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Gouverneur, Eesti Pank

**Boštjan Jazbec** Gouverneur, Banka Slovenije

**Klaas Knot** Président, De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Gouverneur, Central Bank of Ireland

**Sabine Lautenschläger** Membre du Directoire de la BCE

**Erkki Liikanen** Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Gouverneur, Banco de España

**Jozef Makúch** Gouverneur, Národná banka Slovenska

**Yves Mersch** Membre du Directoire de la BCE

**Ewald Nowotny** Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Peter Praet** Membre du Directoire de la BCE

**Gaston Reinesch** Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Gouverneur, Latvijas Banka

**Jan Smets** Gouverneur, Banque nationale de Belgique

**Yannis Stournaras** Gouverneur, Banque de Grèce

**Vitas Vasiliauskas** Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas

**Mario Vella** Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2016)

**François Villeroy de Galhau** Gouverneur, Banque de France

**Ignazio Visco** Gouverneur, Banca d'Italia

**Jens Weidmann** Président, Deutsche Bundesbank



Au premier rang (de gauche à droite) : Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Benoît Cœuré, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane, Yves Mersch

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

Au troisième rang (de gauche à droite) : Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Peter Praet, Vitas Vasiliauskas

Note : Luis M. Linde et Mario Vella n'ont pu être présents au moment de la photo.

## Le Directoire

Le **Directoire** se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres nommés par le Conseil européen, à l'issue d'un vote à la majorité qualifiée, après consultation du Parlement européen et de la BCE. Le Directoire est chargé de la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs, de la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro (conformément aux décisions prises et aux orientations définies par le Conseil des gouverneurs) et de la gestion des affaires courantes de la BCE.

### Le Directoire

**Mario Draghi** Président de la BCE

**Vítor Constâncio** Vice-président de la BCE

**Benoît Cœuré** Membre du Directoire de la BCE

**Sabine Lautenschläger** Membre du Directoire de la BCE

**Yves Mersch** Membre du Directoire de la BCE

**Peter Praet** Membre du Directoire de la BCE



Au premier rang (de gauche à droite) : Sabine Lautenschläger, Mario Draghi, Vítor Constâncio

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

## Le Conseil général

Le [Conseil général](#) se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des BCN de l'ensemble des vingt-huit États membres de l'UE. Entre autres missions, le Conseil général contribue à l'exercice des fonctions consultatives de la BCE, à la collecte d'informations statistiques, à l'établissement des règles nécessaires à la normalisation des procédures comptables et d'information relatives aux opérations des BCN, à l'adoption des mesures relatives à la détermination de la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE autres que celles déjà définies dans le Traité et à la définition des conditions d'emploi du personnel de la BCE.

### Le Conseil général

**Mario Draghi** Président de la BCE

**Vítor Constâncio** Vice-président de la BCE

**Marek Belka** Président, Narodowy Bank Polski (jusqu'au 20 juin 2016)

**Josef Bonnici** Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (jusqu'au 30 juin 2016)

**Mark Carney** Gouverneur, Bank of England

**Carlos Costa** Gouverneur, Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Gouverneur, Central Bank of Cyprus

**Adam Glapiński** Président, Narodowy Bank Polski (depuis le 21 juin 2016)

**Ardo Hansson** Gouverneur, Eesti Pank

**Stefan Ingves** Gouverneur, Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Gouverneur, Banca Națională a României

**Boštjan Jazbec** Gouverneur, Banka Slovenije

**Klaas Knot** Président, De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Gouverneur, Central Bank of Ireland

**Erkki Liikanen** Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Gouverneur, Banco de España

**Jozef Makúch** Gouverneur, Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Dimitar Radev** Gouverneur, Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)

**Gaston Reinesch** Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Gouverneur, Latvijas Banka

**Lars Rohde** Gouverneur, Danmarks Nationalbank

**Jiří Rusnok** Gouverneur, Česká národní banka (depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2016)

**Miroslav Singer** Gouverneur, Česká národní banka (jusqu'au 30 juin 2016)

**Jan Smets** Gouverneur, Banque nationale de Belgique

**Yannis Stournaras** Gouverneur, Banque de Grèce

**Vitas Vasiliauskas** Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas

**Mario Vella** Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2016)

**François Villeroy de Galhau** Gouverneur, Banque de France

**Ignazio Visco** Gouverneur, Banca d'Italia

**Boris Vujčić** Gouverneur, Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** Président, Deutsche Bundesbank



Au premier rang (de gauche à droite) : Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Au troisième rang (de gauche à droite) : Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Note : Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić et Mario Vella n'ont pu être présents au moment de la photo.



## Gouvernement d'entreprise

Outre les organes de décision, la structure du gouvernement d'entreprise de la BCE comprend deux comités de haut niveau, le Comité d'audit et le Comité d'éthique professionnelle ainsi que plusieurs autres niveaux de contrôle interne et externe. Elle est complétée par le Cadre d'éthique professionnelle, la décision de la BCE <sup>151</sup> relative aux conditions et modalités des enquêtes concernant la lutte antifraude et les règles régissant l'accès du public aux documents de la BCE. Depuis la création

<sup>151</sup> Décision (UE) 2016/456 de la Banque centrale européenne du 4 mars 2016 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers de l'Union (BCE/2016/3), JO L 79 du 30.3.2016, p. 34.

du MSU, les questions relatives au gouvernement d'entreprise revêtent une importance encore plus grande au sein de la BCE.

### **Le comité d'audit**

Le comité d'audit de la BCE assiste le Conseil des gouverneurs en formulant des conseils et des avis s'agissant de (a) l'intégrité des informations financières, (b) la surveillance des contrôles internes, (c) la conformité avec les lois, réglementations et codes de conduite applicables et (d) l'exercice des fonctions d'audit. Son [mandat](#) est disponible sur le site internet de la BCE. Le comité d'audit est présidé par Erkki Liikanen et comprenait, en 2016, quatre autres membres : Vítor Constâncio, Josef Bonnici <sup>152</sup>, Patrick Honohan et Ewald Nowotny.

### **Le comité d'éthique professionnelle**

Afin d'assurer la mise en œuvre appropriée et cohérente des différents codes de conduite des organes participant aux processus de décision de la BCE, le comité d'éthique professionnelle fournit des conseils et des orientations sur les questions d'éthique professionnelle aux membres du Conseil des gouverneurs, du Directoire et du conseil de surveillance prudentielle. Son [mandat](#) est disponible sur le site internet de la BCE. Le comité d'éthique professionnelle est présidé par Jean-Claude Trichet et comprend deux autres membres externes : Patrick Honohan <sup>153</sup> et Klaus Liebscher.

## **Les niveaux de contrôle externe et interne**

### **Les niveaux de contrôle externe**

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux de contrôle externe, à savoir le commissaire aux comptes extérieur, nommé selon un système de rotation pour un mandat de cinq ans et chargé de vérifier les comptes annuels de la BCE, et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE.

### **Les niveaux de contrôle interne**

La structure de contrôle interne de la BCE comporte trois niveaux : (a) les contrôles de gestion, (b) différentes fonctions de surveillance des risques et de la conformité, et (c) une assurance de vérification indépendante.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle dans laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction

---

<sup>152</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> décembre 2016, succédant à Hans Tietmeyer.

<sup>153</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> août 2016, succédant à Hans Tietmeyer.

générale) assume la responsabilité première de la gestion de ses risques ainsi que de l'efficacité et de l'efficience de ses opérations.

Les fonctions de surveillance comprennent des mécanismes de suivi et des processus efficaces permettant un contrôle adéquat des risques financiers et opérationnels ainsi que des risques de réputation et de comportement. Les fonctions de contrôle du deuxième niveau sont exercées par des fonctions internes de la BCE (ayant trait par exemple au budget et au contrôle de gestion, à la gestion du risque opérationnel et financier, à l'assurance-qualité relative à la surveillance bancaire ou à la conformité) et/ou, le cas échéant, par les comités de l'Eurosystème/du SEBC (par exemple le comité du développement organisationnel, le comité de la gestion des risques et le comité budgétaire).

En outre, et indépendamment de la structure de contrôle interne et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la fonction d'audit interne de la BCE, placée sous la responsabilité directe du Directoire, conformément à la Charte d'audit de la BCE. Les activités d'audit interne de la BCE sont conformes aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne. De plus, le comité des auditeurs internes, qui se compose d'experts de l'audit interne de la BCE, des BCN et des autorités compétentes nationales (ACN), apporte son soutien à la réalisation des objectifs de l'Eurosystème/du SEBC et du MSU.

## Le Cadre d'éthique professionnelle de la BCE

Le Cadre d'éthique professionnelle de la BCE comprend le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire, le Code de conduite des membres du conseil de surveillance prudentielle et le règlement intérieur de la BCE. Le Cadre d'éthique professionnelle fixe les règles d'éthique et les principes directeurs permettant d'assurer les plus hauts niveaux d'intégrité, de compétence, d'efficience et de transparence dans l'accomplissement des missions de la BCE. Il contient notamment des dispositions détaillées sur la manière d'éviter et, le cas échéant, de gérer, d'éventuels conflits d'intérêt ; des restrictions, des obligations de déclaration et un système de suivi en matière de transactions financières privées ; des règles relatives à une période de carence que les anciens employés de la BCE doivent respecter avant d'occuper d'autres fonctions ; des règles détaillées ayant trait aux activités menées en dehors de la BCE et aux relations avec les tierces parties.

## Les mesures antifraude et les mesures relatives à la prévention du blanchiment de capitaux

En 1999, le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté un règlement<sup>154</sup> autorisant, notamment, l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, à procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes, organismes et agences de l'UE. En 2004, le Conseil des gouverneurs a approuvé le cadre juridique, révisé en 2016, fixant les conditions et les modalités selon lesquelles devaient être exécutées les enquêtes menées par l'OLAF à la BCE en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale<sup>155</sup>. Par ailleurs, en 2007, la BCE a instauré des dispositifs internes de prévention du blanchiment de capitaux (*anti-money laundering* – AML) et de lutte contre le financement du terrorisme (*counter-terrorist financing* – CTF). Un système de déclaration interne complète le dispositif AML/CTF de la BCE afin de garantir que toutes les informations pertinentes sont systématiquement collectées et dûment communiquées au Directoire.

## L'accès du public aux documents de la BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents<sup>156</sup> est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de l'UE dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE. En raison des nouvelles responsabilités de la BCE en matière de contrôle bancaire, le nombre et la complexité des demandes de consultation de documents de la part des citoyens et des autorités nationales se sont considérablement accrus.

Dans le cadre de son engagement en faveur de la transparence et de la responsabilité démocratique, la BCE a décidé, en février 2016, de rendre publics les agendas des réunions de chaque membre du Directoire et de la présidente du conseil de surveillance prudentielle, avec un décalage de trois mois.

## Le Bureau de conformité et de gouvernance

Faisant rapport directement au président de la BCE, le Bureau de conformité et de gouvernance (*Compliance and Governance Office* – CGO) apporte son soutien au Directoire en matière de protection de l'intégrité et de la réputation de la BCE,

---

<sup>154</sup> Règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 136 du 31.5.1999, p. 1.

<sup>155</sup> Décision (UE) 2016/456 de la Banque centrale européenne du 4 mars 2016 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers de l'Union (BCE/2016/3), JO L 79 du 30.3.2016, p. 34.

<sup>156</sup> Décision BCE/2004/3 du 4 mars 2004 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 80 du 18.3.2004, p. 42.

promeut les normes d'éthique professionnelle et renforce la responsabilité démocratique et la transparence de la BCE. Afin d'améliorer à la fois la cohérence globale et l'efficacité du cadre du gouvernement d'entreprise de la BCE, le CGO assure en outre le secrétariat des comités d'audit et d'éthique professionnelle de la BCE et agit en tant qu'interface entre la BCE, d'une part, et le médiateur européen et l'OLAF, d'autre part.

## 2

### Les comités de l'Eurosystème/du SEBC

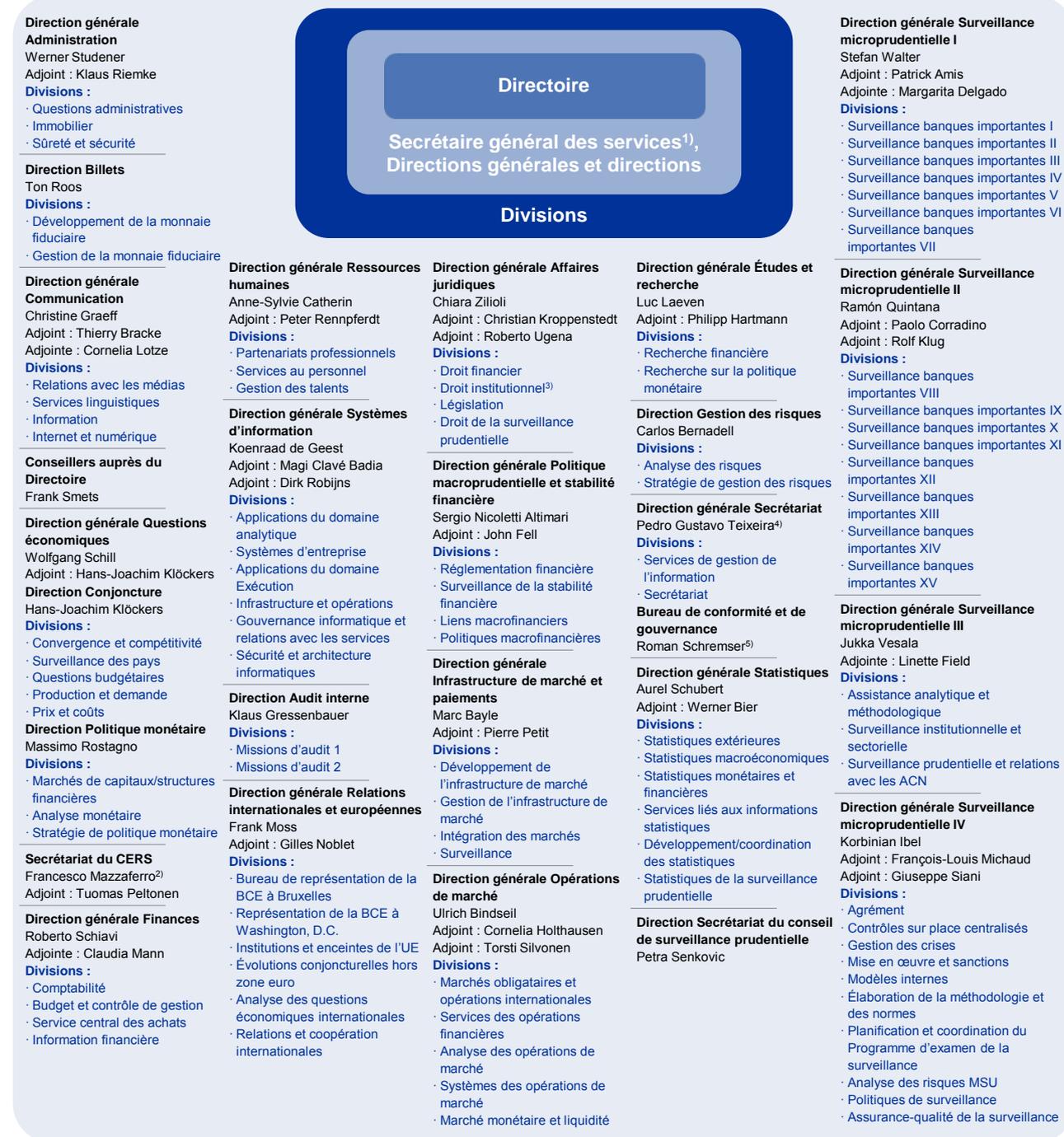
Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro participent aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. En outre, certains comités se réunissent dans une composition MSU (comprenant un représentant de la banque centrale et un représentant de l'autorité compétente nationale de chaque État membre participant) lorsqu'ils assistent la BCE dans ses travaux relatifs à la surveillance prudentielle des établissements de crédit. Les représentants d'autres organismes compétents peuvent également être invités aux réunions des comités, si cela est jugé opportun.

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC, le comité budgétaire, la Conférence sur les ressources humaines et leurs présidents (au 1<sup>er</sup> janvier 2017)

Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO) Roberto Schiavi	Comité des opérations de marché (MOC) Ulrich Bindseil
Comité des billets (BANCO) Ton Roos	Comité de la politique monétaire (MPC) Wolfgang Schill
Comité du contrôle de gestion (COMCO) Nathalie Aufauvre	Comité du développement organisationnel (ODC) Steven Keuning
Comité Eurosystème/SEBC de la communication (ECCO) Christine Graeff	Comité des infrastructures de marché et des paiements (MIPC) Marc Bayle
Comité de stabilité financière (FSC) Vitor Constâncio	Comité de gestion des risques (RMC) Carlos Bernadell
Comité des systèmes d'information (ITC) Koenraad de Geest	Comité des statistiques (STC) Aurel Schubert
Comité des auditeurs internes (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité budgétaire (BUCOM) Sharon Donnery
Comité des relations internationales (IRC) Frank Moss	Conférence sur les ressources humaines (HRC) Anne-Sylvie Catherin
Comité juridique (LEGCO) Chiara Zilioli	

Il existe deux autres comités. Le comité budgétaire assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions relatives au budget de la BCE. La Conférence sur les ressources humaines constitue un forum d'échange d'expériences, d'expertise et d'informations entre les banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

### ORGANIGRAMME DE LA BCE (au 1<sup>er</sup> janvier 2017)



1) Fait rapport au Directoire via le président.

2) Fait rapport au président de la BCE en sa qualité de président du CERS.

3) Y compris les activités liées à la protection des données.

4) Secrétaire du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général.

5) Fait rapport au Directoire via le président sur les questions de conformité.

## Les ressources humaines de la BCE

Un secrétaire général des services (*Chief Services Officer* – CSO) a été nommé en janvier 2016. Cette fonction a été créée en vue de renforcer encore l'expertise opérationnelle et analytique, d'améliorer l'efficacité organisationnelle et de faciliter la collaboration entre les fonctions de soutien et leur orientation vers l'ensemble des besoins de la BCE. De plus, le CSO, qui est notamment responsable de l'administration et des systèmes d'information, a fait de l'élaboration d'un processus de planification stratégique plus global une priorité, favorisant ainsi davantage la collaboration entre les entités organisationnelles dont il a la charge et toutes les autres entités organisationnelles.

La création, en avril 2016, d'une nouvelle entité organisationnelle responsable de toutes les questions financières a permis à la fonction Ressources humaines, qui a fait l'objet d'une restructuration, de se consacrer pleinement à l'exécution de ses missions en assurant une qualité de service élevée, afin que les agents de la BCE puissent développer leur potentiel au sein d'une structure organisationnelle moderne et dynamique. Une des priorités est d'attirer et de retenir un personnel talentueux et de l'encadrer dans l'exercice de ses fonctions. En outre, le service des ressources humaines de la BCE met particulièrement l'accent sur la sauvegarde de la santé et du bien-être des agents de la BCE.

Les bases permettant d'améliorer la fonction stratégique « Partenaires professionnels » ont été posées en 2016, dans l'optique de renforcer la gestion, par la BCE, des questions relatives au personnel et de refléter les exigences opérationnelles dans les objectifs des politiques relatives aux ressources humaines.

Le renforcement des capacités de la BCE dans les domaines de la gestion des talents et de l'amélioration des aptitudes à diriger et la promotion d'une culture de l'excellence en termes d'éthique professionnelle et de soutenabilité organisationnelle à long-terme ont également été des enjeux importants de la politique de ressources humaines de la BCE en 2016. L'accent a surtout été mis sur l'élaboration d'un programme visant à améliorer les aptitudes à diriger (*Leadership Growth Programme*), qui sera mis en place de manière progressive en 2017 et 2018, sur la mise en œuvre d'un programme concernant les bonnes pratiques en matière d'encadrement du personnel (« *healthy leading* ») et sur l'appui aux efforts déployés par le CGO, récemment créé, pour mettre au point une formation obligatoire relative aux questions d'éthique.

Le service des ressources humaines a en outre mis en œuvre plusieurs initiatives visant à renforcer la fonction de supervision bancaire européenne. Celles-ci visaient notamment à poursuivre l'élaboration stratégique d'un parcours de formation à la supervision mis en place à l'échelle du MSU (cette formation a été suivie par plus de 1 900 participants) et à organiser vingt-huit événements de renforcement de la cohésion et de la collaboration entre les différents pays dont sont issus les membres des équipes de surveillance prudentielle conjointes (JST). Il s'agissait également de mener à bien l'intégration des trente-trois jeunes diplômés sélectionnés pour le premier programme de stage dans le domaine de la supervision bancaire. Ils ont

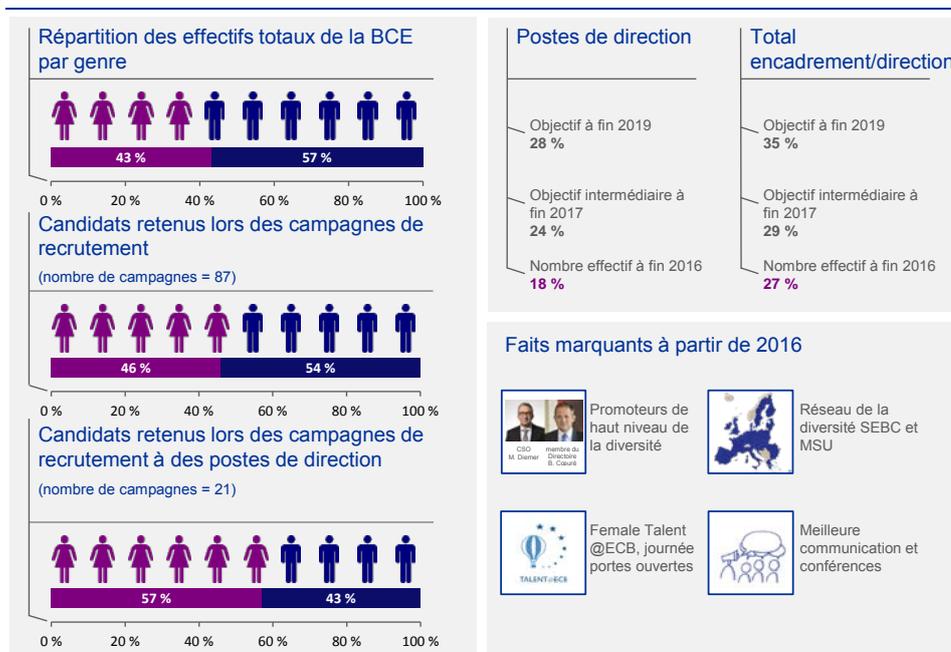
effectué avec succès leur session d'initiation, leur formation et leur stage au sein d'une autorité compétente nationale.

En 2016, la BCE a poursuivi les efforts qu'elle déploie pour accroître la diversité des genres, particulièrement en ce qui concerne les postes de direction. Alors que, à la fin 2016, 27 % du total des postes d'encadrement/de direction et 18 % des postes de direction étaient déjà occupés par des femmes, la BCE s'efforce désormais d'atteindre ses objectifs intermédiaires et finaux pour 2017 et 2019 (cf. figure 3). Depuis l'introduction, en juin 2013, des objectifs en matière de diversité des genres et la mise en place d'un plan d'action spécifique, la question de la diversité des genres est un enjeu important à la BCE, qui s'attache à repérer, attirer et valoriser les talents féminins. De plus, en 2016, la BCE a mis en œuvre d'autres mesures relatives à la diversité, dont un parrainage de haut niveau par le membre du Directoire Benoît Cœuré et par le CSO, une journée « portes ouvertes » organisée à l'intention des étudiantes à l'université talentueuses, et la création d'un réseau de la diversité SEBC et MSU.

Au-delà de la question du genre, la BCE s'engage à promouvoir la diversité dans tous ses aspects afin d'instaurer une culture d'entreprise « inclusive » reposant sur le partage des responsabilités entre les parrains, les ambassadeurs de la diversité auprès de la BCE, la Direction générale Ressources humaines, l'ensemble du personnel d'encadrement et les réseaux consacrés à la question de la diversité, comme *Female Network*, *Rainbow Network* et le groupe ethnique et culturel de la BCE (*ECB Ethnic and Cultural Group*).

### Graphique 3

Diversité des genres à la BCE : objectifs et niveaux (données au 31 décembre 2016)



Source : BCE.

Au 31 décembre 2016, la BCE comptait 2 898,5 postes en équivalent temps plein, contre 2 650 à la fin 2015. Le nombre effectif d'agents en équivalent temps plein

titulaires d'un contrat de travail à la BCE se situait à 3 171 (contre 2 871 au 31 décembre 2015) <sup>157</sup>. Au total, 208 nouveaux contrats à durée déterminée (de nature limitée ou convertibles en contrats à durée indéterminée) ont été offerts en 2016. En outre, 304 contrats de courte durée ont été conclus, en plus d'un certain nombre de prolongations de contrats, pour pallier les absences d'une durée inférieure à un an. En 2016, la BCE a continué d'offrir des contrats de courte durée, allant jusqu'à trente-six mois, à des agents des BCN et des organisations internationales. Au 31 décembre 2016, 250 agents des BCN et des organisations internationales, soit 11 % de plus qu'à la fin 2015, travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions. En septembre 2016, la BCE a accueilli les quatorze participants du onzième contingent de son *Graduate Programme* et, au 31 décembre 2016, la BCE comptait 320 stagiaires (17 % de plus qu'en 2015). La BCE a également offert cinq postes de chercheur au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg (*Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*), qui est ouvert à des économistes de premier plan, et six postes à de jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship Programme*).

Alors que la taille de l'organisation s'est légèrement accrue, 56 membres du personnel bénéficiant de contrats à durée déterminée ou indéterminée ont quitté la BCE en 2016 (contre 53 en 2015) suite à une démission ou un départ en retraite, tandis que 317 contrats à court terme sont arrivés à échéance durant l'année.

---

<sup>157</sup> Outre les contrats relatifs à des postes en équivalent temps plein, ce chiffre inclut les contrats de courte durée offerts aux agents détachés par les BCN et les organisations internationales et les contrats proposés aux participants au *Graduate Programme*.

# Comptes annuels

2016

<b>Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2016</b>	<b>A 2</b>
<b>États financiers de la BCE</b>	<b>A 19</b>
Bilan au 31 décembre 2016	A 19
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2016	A 21
Les règles et méthodes comptables	A 22
Annexe au bilan	A 31
Instruments de hors bilan	A 49
Annexe au compte de résultat	A 52
<b>Rapport des commissaires aux comptes</b>	<b>A 59</b>
<b>Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes</b>	<b>A 63</b>

# Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2016

## 1 Objet du rapport de gestion de la BCE

La BCE fait partie de l'Eurosystème, dont l'objectif principal est le maintien de la stabilité des prix. Ses principales missions, décrites dans les statuts du SEBC, comprennent la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Union européenne, la conduite des opérations de change, la gestion des réserves de change des pays de la zone euro et la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement.

De plus, la BCE est chargée d'assurer le fonctionnement efficace et cohérent du mécanisme de surveillance unique (MSU) dans le but d'effectuer une surveillance bancaire intrusive et efficace, contribuant à la sauvegarde et à la solidité du système bancaire et à la stabilité du système financier.

Étant donné que la BCE conduit ses activités et ses opérations à l'appui de ses objectifs, il convient d'examiner son résultat financier à l'aune des mesures prises. De ce point de vue, le rapport de gestion fait partie intégrante des comptes annuels de la BCE dans la mesure où il présente des informations contextuelles au lecteur sur les activités de la BCE et l'incidence de ses principales activités et opérations sur les risques auxquels elle fait face et sur ses états financiers<sup>1</sup>.

Il fournit en outre des informations sur les ressources financières de la BCE et sur les principales procédures encadrant la production de ses états financiers.

## 2 Principales procédures et fonctions

Les procédures internes de la BCE garantissent la qualité et l'exactitude des informations figurant dans ses états financiers. Par ailleurs, plusieurs fonctions essentielles participent à la mise en œuvre de décisions influençant fortement les chiffres publiés.

### 2.1 Contrôles au sein des unités organisationnelles

Dans la structure de contrôle interne de la BCE, chaque entité organisationnelle est responsable de la gestion de ses risques opérationnels propres et de la mise en œuvre de contrôles afin de garantir l'efficacité et l'efficacéité de ses opérations et l'exactitude des informations qui seront incluses dans les états financiers de la BCE.

---

<sup>1</sup> Les « états financiers » comprennent le bilan, le compte de résultat et des notes. Les « comptes annuels » englobent les états financiers, le rapport de gestion, le rapport du commissaire aux comptes et l'annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes.

La responsabilité et l'obligation de rendre compte concernant l'exécution du budget relèvent aussi essentiellement des différentes entités organisationnelles.

## 2.2 Procédures budgétaires

La division Budget et contrôle de gestion (BCO) de la Direction générale Finances élabore, prépare et contrôle le budget conformément aux priorités stratégiques définies par le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Ces missions sont effectuées en coopération avec les différentes entités organisationnelles, tout en appliquant le principe de séparation<sup>2</sup>. Cette division assure également un contrôle de la gestion des ressources et de la planification, une analyse coût-avantage et une analyse de l'investissement pour les projets de la BCE et contribue à ces processus pour les projets du SEBC conformément aux cadres adoptés. Un contrôle des dépenses par rapport aux budgets approuvés est effectué à intervalles réguliers par le Directoire, qui tient compte de l'avis de la division BCO, sous l'autorité du secrétaire général des services (*Chief Services Officer*, CSO), et par le Conseil des gouverneurs avec l'assistance du Comité budgétaire (BUCOM). Conformément à l'article 15 du règlement intérieur de la BCE, le BUCOM assiste le Conseil des gouverneurs à travers une évaluation des propositions relatives au budget annuel de la BCE et des demandes de financement budgétaire supplémentaire formulées par le Directoire, avant leur soumission au Conseil des gouverneurs pour approbation.

## 2.3 Gestion de portefeuille

La BCE détient des titres libellés en euros à des fins de politique monétaire, qu'elle a achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*, SMP), du programme d'achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme*, ABSPP), du programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme*, PSPP) et des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programmes*, CBPP)<sup>3</sup>. Ces programmes d'achats<sup>4</sup> ont pour objet d'assouplir davantage les conditions monétaires et financières et de contribuer ainsi au retour des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les achats effectués au titre de ces programmes sont conformes aux décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux achats mensuels globaux de l'Eurosystème et doivent respecter des critères d'éligibilité prédéterminés.

<sup>2</sup> Une telle séparation est requise par le règlement MSU, aux termes duquel la BCE s'acquitte de ses missions de surveillance prudentielle sans préjudice de ses missions de politique monétaire et de toute autre mission et séparément de celles-ci.

<sup>3</sup> La BCE ne détient pas d'actifs acquis dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP), qui a été mis en place le 8 juin 2016. Les achats dans le cadre du CSPP sont réalisés par six banques centrales nationales (BCN) pour le compte de l'Eurosystème.

<sup>4</sup> La BCE procède actuellement à des achats au titre du CBPP, de l'ABSPP et du PSPP. Un terme a été mis aux achats dans le cadre des deux premiers CBPP et du SMP.

La BCE détient en outre un portefeuille de réserves de change, composé de dollars des États-Unis, de yens japonais, d'or et de droits de tirage spéciaux, et d'un portefeuille de fonds propres, libellé en euros.

Le but des réserves de change de la BCE est de financer d'éventuelles interventions sur le marché des changes. Cette finalité détermine les objectifs de haut niveau de la gestion de portefeuille, à savoir liquidité, sécurité et rendement par ordre de priorité. La gestion du placement des réserves de change de la BCE est assurée par une fonction centrale de gestion des risques, tandis que les opérations de placement sont effectuées de façon décentralisée. En ce qui concerne les portefeuilles libellés en dollars et en yens, le Conseil des gouverneurs définit un portefeuille de référence stratégique, sur proposition de la fonction de gestion des risques de la BCE. Les gestionnaires de portefeuille de la BCE déterminent ensuite des portefeuilles de référence tactiques. Sur la base de ces portefeuilles, les gestionnaires de portefeuille des BCN dégagent des positions effectives.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE, composé d'actifs libellés en euros, vise à fournir une source de revenus contribuant à couvrir ses charges d'exploitation non liées à l'exécution des missions de surveillance prudentielle<sup>5</sup>. Dans ce contexte, la gestion du portefeuille de fonds propres cherche à maximiser les rendements, moyennant certaines limites en matière de risque.

Par ailleurs, les fonds liés aux plans de retraite de la BCE sont investis dans un portefeuille géré de façon externe.

## 2.4 Fonctions de surveillance des risques financiers

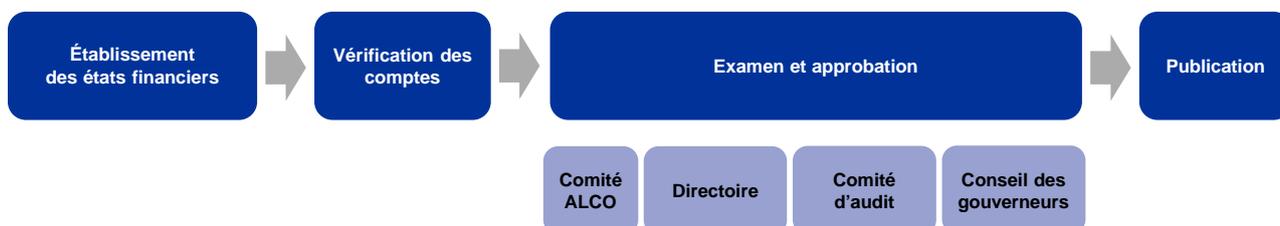
La Direction de la Gestion des risques propose des politiques et des procédures assurant un niveau adéquat de protection contre les risques financiers pour la BCE, liés à ses portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, à son portefeuille de réserves de change et à son portefeuille de fonds propres libellé en euros. Par ailleurs, le Comité de la gestion des risques (RMC), qui se compose d'experts des banques centrales de l'Eurosystème, aide les organes de décision à garantir à l'Eurosystème, y compris la BCE, un niveau de protection approprié. Il gère et contrôle, pour ce faire, les risques financiers résultant des opérations de marché. En ce qui concerne ces activités, le RMC contribue notamment au suivi, à la mesure et à la déclaration des risques financiers au bilan de l'Eurosystème, y compris la BCE, ainsi qu'à la définition et à l'examen des méthodologies et cadres associés.

---

<sup>5</sup> Les dépenses engagées par la BCE pour l'accomplissement de ses missions de surveillance prudentielle sont recouvrées grâce aux redevances annuelles perçues auprès des entités soumises à la supervision.

## 2.5 Établissement des états financiers de la BCE

Les états financiers de la BCE sont établis conformément aux principes déterminés par le Conseil des gouverneurs. Le graphique ci-dessous illustre le processus de production et d'approbation des états financiers avant leur publication.



La Division Information financière de la Direction générale Finances est chargée d'établir les états financiers, en collaboration avec d'autres unités organisationnelles, et de veiller à ce que tous les documents correspondants soient mis en temps voulu à la disposition des commissaires aux comptes et des organes de décision.

Les états financiers de la BCE sont vérifiés par des commissaires aux comptes extérieurs indépendants recommandés par le Conseil des gouverneurs et approuvés par le Conseil de l'UE<sup>6</sup>. Leur responsabilité consiste à exprimer un avis évaluant si les états financiers donnent une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations et s'ils sont conformes aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs. À cet égard, les commissaires aux comptes examinent les livres et les comptes de la BCE, évaluent l'adéquation des contrôles internes appliqués à la préparation et à la présentation des états financiers et analysent la pertinence des méthodes comptables utilisées.

Les processus d'information financière et les états financiers de la BCE sont également susceptibles de faire l'objet d'audits internes. Tous les rapports de la Direction de l'Audit interne, qui peuvent comprendre des recommandations adressées aux entités organisationnelles concernées, sont soumis au Directoire.

Composé de représentants de différentes entités organisationnelles de la BCE, le comité ALCO (*Assets and Liabilities Committee*) surveille et analyse de façon systématique tous les facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur le bilan et le compte de résultat de la BCE. Il examine par ailleurs les états financiers ainsi que la documentation correspondante avant qu'ils ne soient soumis au Directoire pour approbation.

Après avoir reçu l'agrément du Directoire, les états financiers ainsi que l'avis des commissaires aux comptes extérieurs et l'ensemble de la documentation correspondante sont soumis au Comité d'audit<sup>7</sup> pour examen avant d'être approuvés par le Conseil des gouverneurs. Le Comité d'audit assiste le Conseil des

<sup>6</sup> Afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance des commissaires aux comptes extérieurs de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit tous les cinq ans est appliqué.

<sup>7</sup> Ce Comité est composé de cinq membres : le vice-président de la BCE, deux gouverneurs très expérimentés de BCN de la zone euro et deux membres extérieurs, choisis parmi des hauts fonctionnaires ayant une expérience de banque centrale.

gouverneurs dans le champ de ses responsabilités concernant, notamment, l'intégrité des informations financières et la surveillance des contrôles internes. Dans ce contexte, il évalue en particulier les états financiers de la BCE et examine s'ils donnent une image fidèle et s'ils ont été établis dans le respect des règles comptables approuvées. Le Comité d'audit examine également toute question importante relative aux procédures comptables ou à l'information financière qui pourrait avoir une incidence sur les états financiers de la BCE.

Les états financiers, le rapport de gestion et l'annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes de la BCE sont approuvés par le Conseil des gouverneurs chaque année en février puis publiés immédiatement, avec le rapport du commissaire aux comptes.

### 3 Gestion des risques

La gestion des risques est un élément essentiel des activités de la BCE et est conduite à travers un processus continu d'identification, d'évaluation, de réduction et de suivi des risques. Le tableau ci-dessous présente les principaux risques auxquelles la BCE fait face ainsi que leurs sources et les cadres de contrôle des risques applicables. Les sections suivantes fournissent davantage de détails.

## Risques auxquels la BCE fait face

Risque	Composante	Type de risque	Source de risque	Cadre du contrôle des risques
Risques financiers	Risque de crédit <sup>1</sup>	Risque de défaut de crédit	<ul style="list-style-type: none"> <li>avoirs de réserves de change</li> <li>portefeuille de placements libellé en euros</li> <li>portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>critères d'éligibilité</li> <li>limites d'expositions</li> <li>diversification</li> <li>constitution de garanties</li> <li>surveillance des risques financiers</li> </ul>
		Risque de migration du crédit	<ul style="list-style-type: none"> <li>avoirs de réserve de change</li> <li>portefeuille de placements libellé en euros</li> </ul>	
	Risque de marché	Risques de change et sur produits de base <sup>2</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>avoirs de réserve de change</li> <li>avoirs en or</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>diversification</li> <li>comptes de réévaluation</li> <li>surveillance des risques financiers</li> </ul>
		Risque de taux d'intérêt <sup>3</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>avoirs de réserve de change</li> <li>portefeuille de placements libellé en euros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>limites en matière de risque de marché</li> <li>politiques d'allocation des actifs</li> <li>comptes de réévaluation</li> <li>surveillance des risques financiers</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) baisse des valeurs de marché</li> <li>b) diminution du produit net d'intérêts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>bilan de la BCE dans son ensemble</li> </ul>			
	Risque de liquidité <sup>4</sup>		<ul style="list-style-type: none"> <li>avoirs de réserve de change</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>politiques d'allocation des actifs</li> <li>limites de liquidité</li> <li>surveillance des risques financiers</li> </ul>
	Risque opérationnel <sup>5</sup>		<ul style="list-style-type: none"> <li>personnel, ressources humaines, politiques en matière de personnel</li> <li>processus opérationnels et de gouvernance interne</li> <li>systèmes</li> <li>événements extérieurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>identification, évaluation, déclaration et suivi des risques opérationnels ainsi que réponses à y apporter</li> <li>cadre de gestion du risque opérationnel, y compris la politique de tolérance au risque</li> <li>cadre de gestion de la continuité d'activité</li> <li>cadre de la gestion des crises</li> </ul>

1) Le **risque de crédit** est défini comme le risque de subir des pertes financières à la suite d'un « événement de défaut », lié au manquement par un débiteur (une contrepartie ou un émetteur) à remplir en temps voulu ses obligations financières, ou d'une revalorisation d'actifs financiers due à une détérioration de leur qualité et de leurs notations de crédit.

2) Les **risques de change et sur produits de base** sont les risques de subir des pertes financières sur a) des positions libellées en devises à la suite de fluctuations des cours de change et b) la détention de produits de base à la suite de fluctuations des prix du marché.

3) Le **risque de taux d'intérêt** est le risque de subir des pertes financières dues à des variations défavorables des taux d'intérêt donnant lieu à a) une baisse des prix du marché d'instruments financiers ou b) une incidence négative sur le produit net d'intérêts.

4) Le **risque de liquidité** est le risque de subir des pertes financières en raison de l'incapacité de liquider un actif à la valeur prévalant sur le marché dans des délais appropriés.

5) Le **risque opérationnel** est défini comme le risque de répercussions négatives de nature financière, en termes d'activité ou d'image résultant de personnes, de la mise en œuvre inadéquate ou du défaut de mise en œuvre de processus opérationnels et de gouvernance interne, de la défaillance de systèmes sur lesquels sont basés des processus ou d'événements externes (comme des catastrophes naturelles ou des attaques extérieures).

### 3.1 Risques financiers

Les risques financiers résultent des activités essentielles de la BCE et des expositions correspondantes. La BCE décide de l'allocation de ses actifs et s'appuie

sur des cadres de gestion des risques appropriés, compte tenu des objectifs et des finalités de ses différents portefeuilles et de ses expositions financières ainsi que des préférences de ses organes de décision en matière de risque.

Les risques financiers peuvent être quantifiés à l'aide de diverses mesures des risques. La BCE applique des techniques d'estimation des risques mises au point en interne et fondées sur un cadre conjoint de simulation du risque de crédit et de marché. Les principaux concepts, techniques et hypothèses de modélisation sous-jacents aux mesures du risque sont inspirés des normes en vigueur sur le marché et s'appuient sur les données de marché disponibles.

Pour comprendre précisément les risques potentiels pouvant survenir et les fréquences et degrés de gravité divers qu'ils peuvent recouvrir, et pour éviter de se baser sur une seule mesure de risque, la BCE utilise principalement deux types de mesure statistique du risque, à savoir la mesure du risque potentiel de perte maximale (*Value at Risk*, VaR) et la mesure du déficit attendu (*Expected Shortfall*)<sup>8</sup>, estimées pour plusieurs niveaux de confiance, sur un horizon d'un an. Ces mesures du risque ne tiennent pas compte a) du risque de liquidité des portefeuilles de la BCE, notamment des avoirs de réserve de change, et b) du risque à long terme de diminutions du produit net d'intérêts perçu par la BCE. C'est la raison pour laquelle, afin de mieux comprendre et de compléter ces estimations statistiques des risques, la BCE réalise également régulièrement des analyses de sensibilité et de scénarios de crise ainsi que des projections à long terme des expositions et des revenus.

Au 31 décembre 2016, les risques financiers pour l'ensemble des portefeuilles de la BCE mesurés selon un risque potentiel de perte maximale correspondant à un seuil de confiance de 95 % sur un horizon d'un an s'élevaient au total à 10,6 milliards d'euros, soit un niveau supérieur de 0,6 milliard d'euros aux estimations arrêtées au 31 décembre 2015. Cette augmentation tient essentiellement à la hausse de la valeur des avoirs en or détenus par la BCE consécutive au renchérissement de l'or en 2016. Ce risque supplémentaire est compensé par une progression des comptes de réévaluation correspondants.

### 3.1.1 Risque de crédit

Les cadres de contrôle et limites de risque employés par la BCE pour gérer son profil de risque de crédit varient en fonction du type d'opération, traduisant ainsi les objectifs de politique monétaire ou d'investissement des différents portefeuilles et les caractéristiques de risque des actifs sous-jacents.

Le risque de crédit lié aux réserves de change de la BCE est faible, car celles-ci sont investies dans des actifs dont la qualité de crédit est élevée.

---

<sup>8</sup> La VaR est définie comme la perte maximale qui, sur la base d'un modèle statistique, ne sera pas dépassée pour un seuil de confiance donné. Le déficit attendu est défini comme la perte moyenne pondérée par les probabilités dans les scénarios dépassant le seuil VaR pour un niveau de confiance donné.

Le portefeuille de fonds propres libellé en euros vise à fournir à la BCE des revenus contribuant à couvrir ses charges d'exploitation non liées à l'exécution des missions de surveillance prudentielle, tout en préservant le capital investi. Aussi la question du rendement est-elle relativement plus importante pour la répartition des actifs et le cadre de contrôle des risques en ce qui concerne ces avoirs qu'elle ne l'est pour le portefeuille de réserves de change de la BCE. Cela étant, le risque de crédit de ces avoirs est maintenu à des niveaux faibles.

Les titres acquis à des fins de politique monétaire sont valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation, la migration du crédit associée n'influençant par conséquent pas directement les états financiers de la BCE. Ces titres demeurent cependant soumis au risque de défaut de crédit, que le cadre de gestion des risques appliqué permet de maintenir en deçà des niveaux de tolérance de la BCE.

### 3.1.2 Risque de marché

Dans la gestion de ses avoirs, la BCE est exposée à deux types de risques de marché principaux : le risque de change et le risque sur produits de base (cours de l'or). Elle est également exposée à des risques de taux d'intérêt.

#### Risques de change et sur produits de base

Les risques de change et sur produits de base dominent le profil de risque financier de la BCE. Cela est dû au montant de ses réserves de change (qui comprennent essentiellement des dollars des États-Unis) et de ses avoirs en or ainsi qu'au degré élevé de volatilité des cours de change et du prix de l'or.

En raison du rôle que jouent les réserves de change et d'or dans la politique monétaire, la BCE ne cherche pas à éliminer les risques de change et sur produits de base. Ces risques sont en fait atténués par la diversification des avoirs entre différentes monnaies et l'or.

Conformément aux règles de l'Eurosystème, les comptes de réévaluation de l'or et du dollar, qui s'établissaient, au 31 décembre 2016, à respectivement 13,9 milliards d'euros (contre 11,9 milliards d'euros en 2015) et 12,0 milliards d'euros (contre 10,6 milliards d'euros en 2015), peuvent être utilisés pour absorber les retombées de futurs mouvements défavorables des prix de l'or et du cours de change du dollar, atténuant ou évitant ainsi que le compte de résultat de la BCE n'en soit affecté.

#### Risque de taux d'intérêt

La majeure partie des portefeuilles de réserves de change et de placements libellés en euros de la BCE est investie dans des titres à revenu fixe. Ces titres sont réévalués aux prix du marché et donc soumis au risque de marché lié aux variations des taux d'intérêt. La gestion de ce risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de

marché est assurée par le biais de politiques d'allocation des actifs et de limites en matière de risque de marché.

Le risque de taux d'intérêt sur les réserves de change de la BCE, qui sont détenues en vue d'éventuelles interventions, est faible dans la mesure où elles sont essentiellement placées en actifs de relativement courtes durées afin de préserver en permanence leur valeur de marché. Cette considération n'étant pas très importante pour le portefeuille de fonds propres libellé en euros, les actifs dont il se compose ont généralement des échéances plus longues, ce qui se traduit par un risque de taux d'intérêt plus élevé, mais toujours limité.

La BCE est par ailleurs exposée à un risque d'asymétrie entre le taux d'intérêt perçu sur ses actifs et le taux payé sur ses engagements, ce qui se reflète sur son produit net d'intérêts. Ce risque n'est lié directement à aucun portefeuille en particulier mais à la structure du bilan de la BCE dans son ensemble, notamment l'existence d'asymétries des échéances et des rendements entre les actifs et les passifs. Des politiques d'allocation des actifs, y compris les politiques et procédures assurant que les achats sont effectués à des prix adéquats, sont utilisées pour gérer ce type de risque, en fonction de considérations de politique monétaire. L'existence d'engagements non rémunérés au bilan de la BCE l'atténue encore.

La BCE surveille ce risque en effectuant une analyse prospective de sa rentabilité. Celle-ci montre qu'elle devrait continuer de percevoir un produit net d'intérêts au cours des années à venir, malgré la part croissante des actifs de politique monétaire à faibles rendements et longues échéances à son bilan en raison des programmes de politique monétaire d'achats d'actifs en cours.

### 3.1.3 Risque de liquidité

Étant donné le rôle de l'euro comme monnaie de réserve majeure, le rôle de la BCE en tant que banque centrale et la structure de ses avoirs et engagements, la principale exposition de la BCE au risque de liquidité provient de ses réserves de change. Cela tient aux grandes quantités de ces avoirs qui sont susceptibles de devoir être liquidées rapidement dans le cadre d'interventions de change. Pour gérer ce risque, les politiques d'allocation des actifs et les limites garantissent un placement d'une part suffisamment large des avoirs de la BCE dans des actifs pouvant être rapidement liquidés sans incidence notable sur le prix.

En 2016, le risque de liquidité sur les portefeuilles de la BCE est resté faible.

## 3.2 Risque opérationnel

Les principaux objectifs du cadre de gestion des risques opérationnels de la BCE (*operational risk management*, ORM) sont a) de contribuer à ce que la BCE remplisse sa mission et atteigne ses objectifs et b) de protéger sa réputation et ses autres actifs contre le risque de perte, d'utilisation abusive et de dommages.

Dans le cadre ORM, chaque entité organisationnelle est responsable de l'identification, de l'évaluation, de la déclaration et du suivi des risques et des contrôles opérationnels ainsi que des réponses à y apporter. Les entités organisationnelles exerçant des fonctions transversales assurent certains contrôles au niveau de toute la Banque. Dans ce contexte, la politique de tolérance au risque de la BCE fournit des orientations sur les stratégies de traitement et sur les procédures d'acceptation des risques. Elle est liée à une matrice des risques fondée sur les échelles de la BCE de classification de l'incidence et de la probabilité des risques (qui reposent sur des critères à la fois quantitatifs et qualitatifs).

La section ORM/BCM, sous la responsabilité du secrétaire général des services, est responsable du suivi des cadres ORM et BCM (*business continuity management*, gestion de la continuité opérationnelle) et fournit une assistance méthodologique aux responsables du risque et des contrôles dans le cadre des activités ORM et BCM. Elle adresse en outre des rapports annuels et *ad hoc* sur les risques opérationnels au Comité ORC et au Directoire, et assiste les organes de décision dans leur rôle de surveillance concernant la gestion des risques et des contrôles opérationnels de la BCE. Elle coordonne le programme BCM ainsi que les tests réguliers de continuité opérationnelle et examine les dispositifs de continuité opérationnelle pour les opérations urgentes de la BCE. Enfin, elle assiste l'équipe de gestion des crises, notamment ses structures d'appui, et les différentes entités organisationnelles en cas de situations (exceptionnelles) susceptibles de se muer en crise opérationnelle.

## 4 Ressources financières

Les ressources financières de la BCE sont a) placées dans des actifs générant des revenus, et/ou b) utilisées pour compenser directement des pertes résultant des risques financiers. Ces ressources financières sont composées du capital, de la provision générale pour risques, des comptes de réévaluation et du produit net d'intérêts de l'exercice.

### Capital

Au 31 décembre 2016, le capital libéré de la BCE s'établissait à 7,740 milliards d'euros. La note 15.1 « Capital » de l'Annexe du bilan fournit des informations détaillées.

### Provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or

Eu égard à son exposition considérable aux risques financiers décrite dans la section 3.1, la BCE conserve une provision pour risques de change (devises), de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or (produits de base). Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année,

compte tenu d'un certain nombre de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques. L'évaluation des risques, mise en œuvre de façon cohérente dans la durée, est décrite dans la section 3.1. Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2016, la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or s'élevait à 7,620 milliards d'euros, ce qui correspondait à la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro à cette date.

## Comptes de réévaluation

Les plus-values latentes sur l'or, les devises et les titres soumis à une réévaluation de leurs prix ne sont pas comptabilisées comme des produits dans le compte de résultat, mais enregistrées directement dans des comptes de réévaluation figurant au passif du bilan de la BCE. Ces soldes peuvent être utilisés pour absorber les retombées de toute évolution future défavorable des différents prix et/ou des taux de change et renforcent à ce titre la capacité de résistance de la BCE face aux risques sous-jacents.

Le montant total des comptes de réévaluation pour l'or, les devises et les titres s'élevait à 28,8 milliards d'euros<sup>9</sup> à fin décembre 2016, contre 25,0 milliards d'euros en 2015. Des informations complémentaires figurent dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et dans la note 14 « Comptes de réévaluation » de l'Annexe au bilan.

## Produit net

Le produit net tiré des actifs et engagements de la BCE au cours d'un exercice peut être utilisé pour absorber des pertes potentielles au cours du même exercice en cas de concrétisation de risques financiers. Le produit net contribue donc à la sauvegarde des avoirs nets de la BCE.

### *Évolution des ressources financières de la BCE*

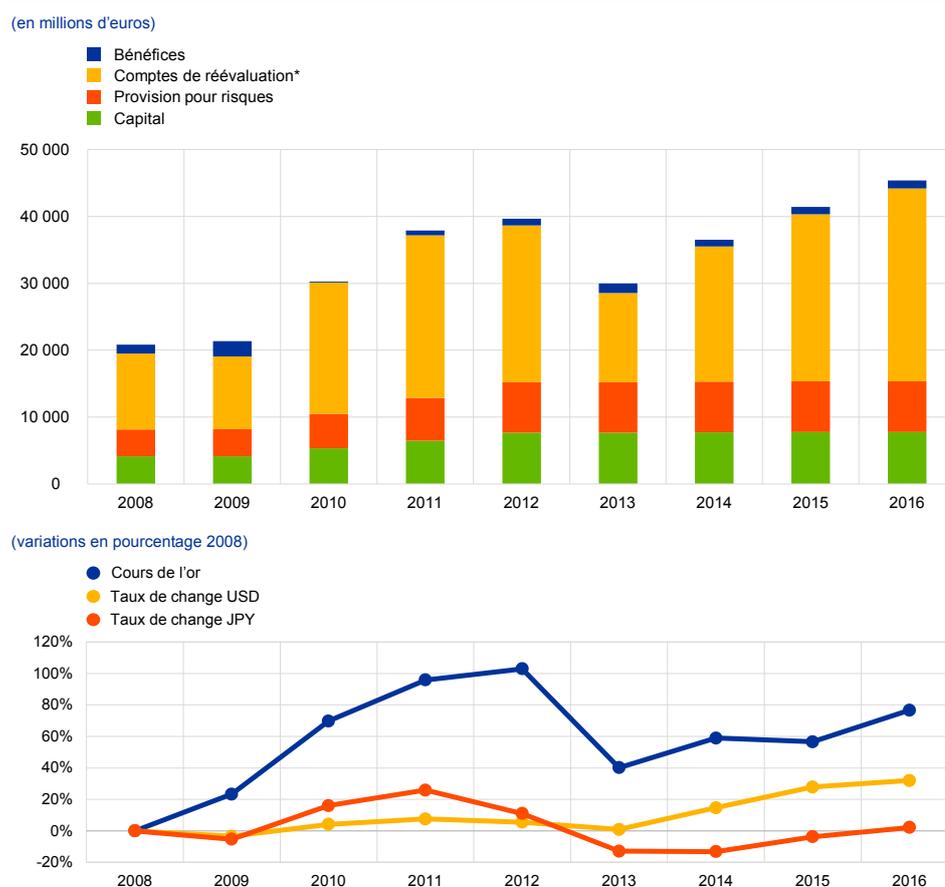
Le graphique 1 présente l'évolution des ressources financières de la BCE mentionnées ci-dessus ainsi que des principaux taux de change et du prix du pétrole au cours de la période 2008-2016. Pendant cette période, a) le capital libéré de la BCE a pratiquement doublé, en raison de la décision prise par le Conseil des gouverneurs en 2010 d'augmenter le capital souscrit ; b) la provision pour risques a progressé jusqu'à un montant égal au capital libéré par les BCN de la zone euro ; c)

<sup>9</sup> En outre, la rubrique du bilan « Comptes de réévaluation » comprend le réajustement concernant les avantages postérieurs à l'emploi.

les comptes de réévaluation ont affiché un fort degré de volatilité, principalement due aux variations des taux de change et du prix de l'or ; et d) le bénéfice net a été compris entre 0,2 milliard et 2,3 milliards d'euros, influencé par plusieurs facteurs comme les transferts à la provision pour risques de la BCE, l'évolution des taux d'intérêt et les achats de titres aux fins de la politique monétaire.

### Graphique 1

Les ressources financières de la BCE, les principaux taux de change et le prix de l'or<sup>10</sup> au cours de la période 2008-2016



Source : BCE.

\* Y compris les plus-values de réévaluation totales sur les avoirs en or, les devises et les titres.

## 5 Incidence des activités essentielles sur les états financiers

Le tableau ci-dessous fournit une vue d'ensemble des principales opérations et fonctions de la BCE dans la réalisation de son mandat et leur incidence sur les états financiers de la BCE. La totalité des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème est reflétée dans les états financiers de la BCE et des BCN de la zone

<sup>10</sup> Les variations des principaux taux de change et du prix de l'or sont présentées en pourcentage par rapport aux taux et prix à fin 2008.

euro, conformément au principe de mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire dans l'Eurosystème.

Opération/fonction	Incidence sur les états financiers de la BCE
Opérations de politique monétaire	Les opérations de politique monétaire menées à l'aide des instruments conventionnels (opérations d' <i>open market</i> , facilités permanentes et réserves obligatoires imposées aux établissements de crédit) sont mises en œuvre de façon décentralisée par les BCN de l'Eurosystème. Ces opérations n'apparaissent donc pas au bilan de la BCE.
Titres détenus à des fins de politique monétaire (CBPP, SMP, ABSPP, PSPP) <sup>11</sup>	Les titres achetés à des fins de politique monétaire sont comptabilisés au bilan dans la rubrique « Titres détenus à des fins de politique monétaire ». Les avoirs au titre de ces portefeuilles sont comptabilisés au coût amorti, un test de dépréciation étant mené au moins une fois par an. Les coupons courus et les décotes et primes amorties sont portés au compte de résultat <sup>12</sup> .
Activités de placement (gestion des réserves de change et des fonds propres)	<p>Les réserves de change de la BCE sont présentées au bilan<sup>13</sup> ou enregistrées dans des comptes hors bilan jusqu'à la date de règlement.</p> <p>Le portefeuille de fonds propres de la BCE est présenté au bilan, principalement sous la rubrique « Autres actifs financiers ».</p> <p>Le produit net d'intérêts, y compris les coupons courus et les décotes/primes amorties, sont portés au compte de résultat<sup>14</sup>. Les moins-values latentes sur les prix et cours de change supérieures aux plus-values latentes enregistrées précédemment sur les mêmes postes ainsi que les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de titres sont également portées au compte de résultat<sup>15</sup>. Les plus-values latentes sont enregistrées au bilan dans la rubrique « Comptes de réévaluation ».</p>
Opérations d'apport de liquidité en devises	<p>La BCE agit en tant qu'intermédiaire entre les banques centrales n'appartenant pas à la zone euro et les BCN de l'Eurosystème par le biais d'opérations de <i>swap</i> visant à offrir des financements à court terme en devises aux contreparties de l'Eurosystème.</p> <p>Ces opérations sont comptabilisées au bilan dans les rubriques « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro » et « Autres créances/engagements intra-Eurosystème » et n'ont pas d'incidence sur le compte de résultat de la BCE.</p>
Systèmes de paiement (TARGET2)	Les soldes intra-Eurosystème des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE constitués lors de l'utilisation de TARGET2 sont présentés dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif. La rémunération de ces soldes est incluse dans le compte de résultat sous les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts ».
Billets en circulation	<p>La part attribuée à la BCE de la valeur totale des billets en euros en circulation est de 8 %. Elle est adossée à des créances sur les BCN, qui sont rémunérées au taux des opérations principales de refinancement. Ces intérêts sont inclus, dans le compte de résultat, sous la rubrique « Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème ».</p> <p>Les dépenses liées au transport transfrontalier des billets en euros entre imprimeries et BCN pour la livraison des nouvelles coupures, d'une part, et entre BCN lorsqu'il s'agit de compenser les pénuries en faisant appel à des stocks excédentaires, d'autre part, sont supportées de façon centralisée par la BCE. Ces dépenses sont présentées dans le compte de résultat sous la rubrique « Service de production des billets ».</p>
Supervision bancaire	Les coûts annuels de la BCE relatifs à ses missions de surveillance prudentielle sont recouverts grâce aux redevances annuelles de surveillance prudentielle perçues auprès des entités soumises à la supervision. Les redevances prudentielles sont comptabilisées dans le compte de résultat sous la rubrique « Produits nets de commissions ».

<sup>11</sup> La BCE n'achète pas de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

<sup>12</sup> Déclarés sur une base nette sous la rubrique « Autres produits d'intérêts » ou « Autres charges d'intérêts », selon que le montant net est positif ou négatif.

<sup>13</sup> Essentiellement comptabilisées dans les rubriques « Avoirs et créances en or », « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro » et « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro ».

<sup>14</sup> Le revenu tiré des réserves de change de la BCE est présenté sous « Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve en devises », alors que le revenu et les charges d'intérêts liés à ses fonds propres figurent dans les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts ».

<sup>15</sup> Respectivement dans les rubriques « Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change » et « Plus/moins-values réalisées sur opérations financières ».

## 6 Résultats financiers en 2016

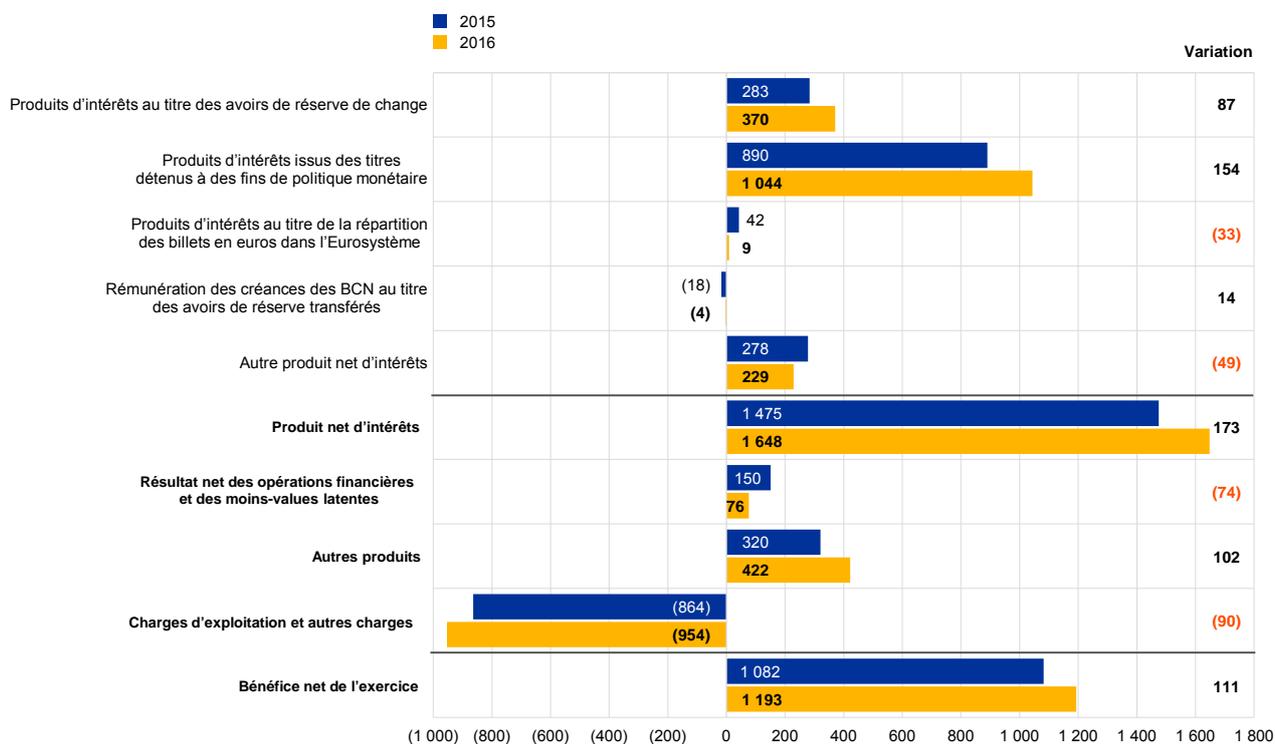
En 2016, le bénéfice net de la BCE s'est élevé à 1 193 millions d'euros, contre 1 082 millions d'euros en 2015.

Le graphique 2 présente les différents postes du compte de résultat pour 2016, comparés avec l'année 2015.

### Graphique 2

#### Ventilation du compte de résultat de la BCE pour 2016 et 2015

(en millions d'euros)



Source : BCE.

### Faits marquants

- Les produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change ont augmenté de 87 millions d'euros, principalement du fait de la hausse des revenus d'intérêts provenant des titres libellés en dollars.
- Le produit d'intérêts sur les titres acquis à des fins de politique monétaire s'est accru, passant de 890 millions d'euros en 2015 à 1,044 milliard d'euros en 2016. La baisse des revenus liée aux titres arrivant à échéance dans le

cadre du SMP et des premier et deuxième CBPP a été plus que compensée par les intérêts perçus au titre du programme d'achats d'actifs (APP)<sup>16</sup>.

- Le revenu d'intérêts lié à la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation et les charges d'intérêts dues aux BCN au titre des réserves de change transférées ont diminué, de 33 et 14 millions d'euros respectivement, sous l'effet du taux moyen plus bas sur les opérations principales de refinancement en 2016.
- Les autres produits nets d'intérêts se sont contractés, essentiellement en raison de la baisse des intérêts sur le portefeuille de fonds propres due à l'environnement de faibles rendements dans la zone euro.
- Le résultat net des opérations financières et des moins-values latentes sur actifs financiers s'est réduit de 74 millions d'euros, du fait principalement de la hausse des moins-values latentes de fin d'année découlant de la baisse globale du prix de marché des titres détenus dans le portefeuille en dollars.
- Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 864 millions d'euros en 2015 à 954 millions d'euros en 2016. Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation des coûts liés au mécanisme de surveillance unique (MSU). La totalité des coûts liés au MSU sont couverts par les redevances facturées aux entités soumises à la surveillance prudentielle. Dès lors, les autres produits se sont élevés en 2016 à 102 millions d'euros, contre 320 millions en 2015.

## 7 Évolution à long terme des états financiers de la BCE

Les graphiques 3 et 4 présentent l'évolution du bilan et du compte de résultat de la BCE, et de leurs composantes, au cours de la période 2008-2016.

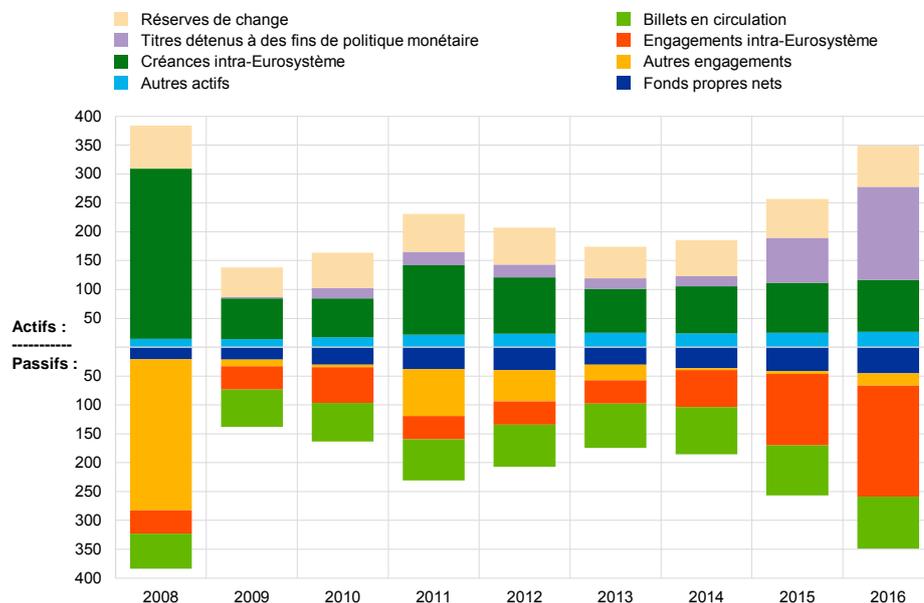
---

<sup>16</sup> L'APP comprend le CBPP3, l'ABSPP, le PSPP et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La BCE ne procède pas à l'acquisition de titres dans le cadre du CSPP. Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles (en anglais) [sur le site Internet de la BCE](#).

### Graphique 3

#### Évolution du bilan de la BCE (2008-2016)<sup>17</sup>

(en milliards d'euros)

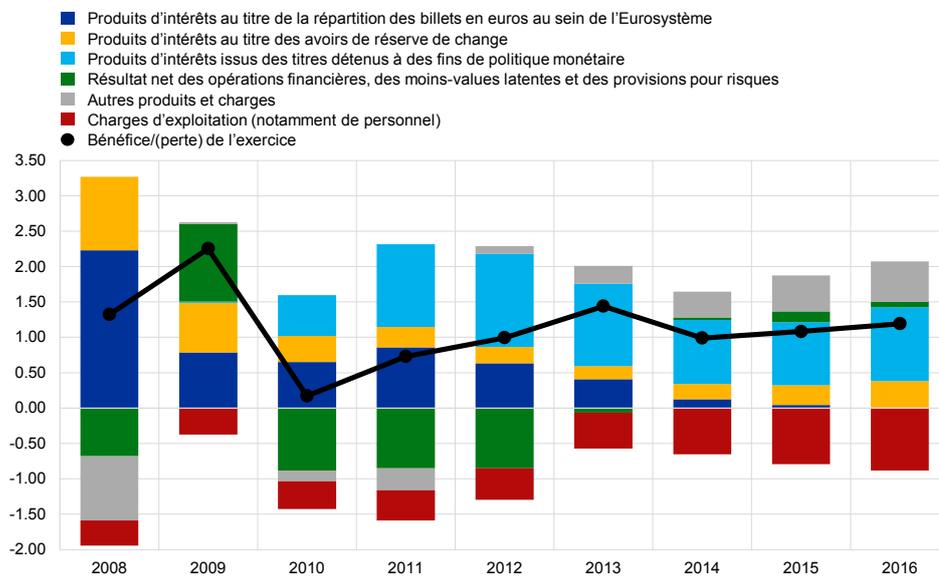


Source : BCE.

### Graphique 4

#### Évolution du compte de résultat de la BCE (2008-2016)

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

La contraction du bilan de la BCE pendant la période 2008-2014 a surtout résulté de l'amélioration des conditions de financement en dollars pour les contreparties de

<sup>17</sup> Le graphique montre des valeurs en fin d'année.

l'Eurosystème et de la réduction progressive qui s'en est suivie des opérations d'apport de liquidité en dollars proposées par l'Eurosystème. Il en est résulté une baisse des créances de la BCE au sein de l'Eurosystème et de ses autres engagements. Au quatrième trimestre 2014, le bilan de la BCE a recommencé à croître, sous l'effet des achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et de l'ABSPP. Cette expansion du bilan s'est poursuivie en 2015 et 2016, en raison des achats de titres émis par les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les agences reconnues de la zone euro dans le cadre du PSPP. Les titres acquis à travers l'ensemble de ces programmes ont été réglés *via* des comptes TARGET2 et ont donc résulté en une hausse correspondante des engagements intra-Eurosystème.

Le bénéfice net de la BCE sur la même période a été influencé par les facteurs suivants.

- Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a baissé, ce qui a réduit considérablement le revenu de seigniorage de la BCE. Le taux moyen, en 2016, a été de 0,01%, contre 4 % en 2008, le produit d'intérêts sur les billets en circulation diminuant donc de 2,2 milliards d'euros en 2008 à 0,01 milliard en 2016.
- La provision générale pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or a été accrue, particulièrement en 2010-2012. Au cours de cette période, un montant cumulé de 3,5 milliards d'euros a été transféré à la provision pour risques, réduisant le bénéfice déclaré du même montant.
- Les revenus d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change ont diminué progressivement, de 1,0 milliard d'euros en 2008 à 0,2 milliard en 2013, principalement sous l'effet de la baisse des rendements en dollars et de la réduction qui en a résulté des revenus d'intérêts tirés du portefeuille en dollars. Cette tendance a toutefois été inversée ces trois dernières années et, en 2016, ces revenus se sont élevés à 0,4 milliard d'euros.
- Les titres acquis en vertu des programmes d'achats d'actifs aux fins de la politique monétaire ont produit, en moyenne, 57 % des revenus nets d'intérêts totaux de la BCE depuis 2010.

# États financiers de la BCE

## Bilan au 31 décembre 2016

ACTIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2016 euros	2015 euros
<b>Avoirs et créances en or</b>	1	17 820 761 460	15 794 976 324
<b>Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	2		
Créances sur le FMI	2.1	716 225 836	714 825 534
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2.2	50 420 927 403	49 030 207 257
		<b>51 137 153 239</b>	<b>49 745 032 791</b>
<b>Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	2.2	<b>2 472 936 063</b>	<b>1 862 714 832</b>
<b>Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	3	<b>98 603 066</b>	<b>52 711 983</b>
<b>Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	4		
Titres détenus à des fins de politique monétaire	4.1	160 815 274 667	77 808 651 858
<b>Créances intra-Eurosystème</b>	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème	5.1	90 097 085 330	86 674 472 505
<b>Autres actifs</b>	6		
Immobilisations corporelles et incorporelles	6.1	1 239 325 587	1 263 646 830
Autres actifs financiers	6.2	20 618 929 223	20 423 917 583
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	6.3	839 030 321	518 960 866
Produits à recevoir et charges constatées d'avance	6.4	2 045 522 937	1 320 068 350
Divers	6.5	1 799 777 235	1 180 224 603
		<b>26 542 585 303</b>	<b>24 706 818 232</b>
<b>Total de l'actif</b>		<b>348 984 399 128</b>	<b>256 645 378 525</b>

PASSIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2016 euros	2015 euros
Billets en circulation	7	90 097 085 330	86 674 472 505
Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	8	1 851 610 500	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	9		
Autres engagements	9.1	1 060 000 000	1 026 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	10	16 730 644 177	2 330 804 192
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change	11.1	40 792 608 418	40 792 608 418
Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)	11.2	151 201 250 612	83 083 520 309
		<b>191 993 859 030</b>	<b>123 876 128 727</b>
Autres engagements	12		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	12.1	660 781 618	392 788 148
Charges à payer et produits constatés d'avance	12.2	69 045 958	95 543 989
Divers	12.3	1 255 559 836	891 555 907
		<b>1 985 387 412</b>	<b>1 379 888 044</b>
Provisions	13	7 706 359 686	7 703 394 185
Comptes de réévaluation	14	28 626 267 808	24 832 823 174
Capital et réserves	15		
Capital	15.1	7 740 076 935	7 740 076 935
Bénéfice de l'exercice		1 193 108 250	1 081 790 763
<b>Total du passif</b>		<b>348 984 399 128</b>	<b>256 645 378 525</b>

## Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2016

	Numéro de rubrique de l'annexe	2016 euros	2015 euros
Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change	22.1	370 441 770	283 205 941
Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	22.2	8 920 896	41 991 105
Autres produits d'intérêts	22.4	1 604 648 023	1 732 919 191
<b>Produits d'intérêts</b>		<b>1 984 010 689</b>	<b>2 058 116 237</b>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	22.3	(3 611 845)	(17 576 514)
Autres charges d'intérêts	22.4	(332 020 205)	(565 387 082)
<b>Charges d'intérêts</b>		<b>(335 632 050)</b>	<b>(582 963 596)</b>
<b>Produits nets d'intérêts</b>	<b>22</b>	<b>1 648 378 639</b>	<b>1 475 152 641</b>
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	23	224 541 742	214 433 730
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	24	(148 172 010)	(64 053 217)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or		0	0
<b>Résultat net des opérations financières, des moins-values latentes et des provisions pour risques</b>		<b>76 369 732</b>	<b>150 380 513</b>
<b>Produits/charges nets de commissions</b>	<b>25</b>	<b>371 322 769</b>	<b>268 332 261</b>
<b>Produits des actions et des titres de participation</b>	<b>26</b>	<b>869 976</b>	<b>908 109</b>
<b>Autres produits</b>	<b>27</b>	<b>50 000 263</b>	<b>51 023 378</b>
<b>Total des produits nets</b>		<b>2 146 941 379</b>	<b>1 945 796 902</b>
Charges de personnel	28	(466 540 231)	(440 844 142)
Autres charges d'exploitation	29	(414 207 622)	(351 014 617)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(64 769 605)	(64 017 361)
Service de production des billets	30	(8 315 671)	(8 130 019)
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>1 193 108 250</b>	<b>1 081 790 763</b>

Francfort-sur-le-Main, le 7 février 2017

Banque centrale européenne

Mario Draghi  
Président

## Les règles et méthodes comptables<sup>18</sup>

### La forme et la présentation des états financiers

Les états financiers de la BCE ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables suivantes<sup>19</sup>, qui permettent, selon le Conseil des gouverneurs, une présentation impartiale tout en reflétant la nature des activités de banque centrale.

### Les règles comptables

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de continuité de l'exploitation, principe de spécialisation des exercices, permanence des méthodes et comparabilité.

### La comptabilisation de l'actif et du passif

Un élément d'actif ou de passif n'est comptabilisé au bilan que lorsqu'il est probable que tout gain ou toute perte économique futur(e) bénéficiera à ou sera supportée par la BCE, que l'essentiel des risques et avantages associés à l'actif ou au passif a été transféré à la BCE, et que le coût ou la valeur de l'actif ou le montant de la dette peut être mesuré de manière fiable.

### La base comptable

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables (autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire), l'or ainsi que l'ensemble des autres éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan.

Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

À l'exception des transactions sur titres au comptant, les opérations sur instruments financiers libellés en devises sont enregistrées sur des comptes hors bilan à la date d'opération. À la date de règlement, les inscriptions hors bilan sont contre-passées

---

<sup>18</sup> Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées de manière détaillée dans la décision (UE) 2016/2247 de la BCE du 3 novembre 2016 concernant les comptes annuels de la BCE (BCE/2016/35), JO L 347 du 20.12.2016, p. 1.

<sup>19</sup> Ces règles et méthodes comptables, qui sont revues et mises à jour régulièrement lorsque cela est jugé nécessaire, sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

et les opérations sont enregistrées dans les comptes de bilan. Les achats et ventes de devises influent sur la position nette en devises à la date d'opération et les plus-values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à cette date. Les intérêts, primes et décotes courus relatifs aux instruments financiers libellés en devises sont calculés et comptabilisés quotidiennement. Ainsi, la position en devises est également modifiée quotidiennement lorsque ces intérêts courus sont comptabilisés.

## Les actifs et passifs en or et devises

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments financiers inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la date de clôture du bilan. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé, pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2016, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 30 décembre 2016.

Le droit de tirage spécial (DTS) est défini comme un panier de devises. Pour la réévaluation des avoirs en DTS de la BCE, la valeur du DTS a été calculée comme la somme pondérée des taux de change en euros de cinq devises majeures (dollar des États-Unis, euro, yen, livre sterling et renminbi) au 30 décembre 2016.

## Titres

### *Titres détenus à des fins de politique monétaire*

Les titres actuellement détenus à des fins de politique monétaire sont comptabilisés au coût amorti et soumis à dépréciation.

### *Autres titres*

Les titres négociables (autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire) et autres actifs similaires sont valorisés soit au prix moyen du marché, soit à partir de la courbe des taux de rendement considérée, à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Les options incorporées aux titres ne sont pas dissociées à

des fins de valorisation. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2016, les prix moyens du marché au 30 décembre 2016 ont été utilisés. Les actions non liquides et tout autre instrument de capital détenu en tant que placement permanent sont valorisés à leur coût d'acquisition soumis à dépréciation.

## Les modalités d'enregistrement des produits

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus<sup>20</sup>. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède, à la fin de l'exercice, les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Ces moins-values latentes sur un titre ou une devise spécifique, ou sur l'or, ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres ou devises, ou sur l'or. Dans le cas d'une telle moins-value latente sur poste du bilan portée au compte de résultat, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change ou à la valeur de marché en fin d'année. Les moins-values latentes sur *Swaps* de taux d'intérêt qui sont portées au compte de résultat en fin d'exercice sont amorties au cours des exercices suivants.

Les pertes pour dépréciation sont portées au compte de résultat et ne sont pas contre-passées les années suivantes, sauf en cas de diminution de la dépréciation pouvant être attribuée à un événement observable survenu après sa comptabilisation initiale.

Les primes ou décotes nées des titres sont étalées sur la durée de vie contractuelle résiduelle de la ligne de titres concernée.

## Les opérations de cession temporaire

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées

---

<sup>20</sup> Un seuil minimum de 100 000 euros s'applique aux charges et provisions d'exploitation.

au passif du bilan comme des dépôts garantis. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêt de titres) effectuées dans le cadre d'un programme proposé par un établissement spécialisé ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie a été fournie sous la forme d'espèces et que ces espèces ne sont toujours pas placées.

## Instruments de hors bilan

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *Swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change.

La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les appels de marge quotidiens sur les encours de contrats à terme de taux d'intérêt ainsi que les *Swaps* de taux d'intérêt faisant l'objet d'une compensation par une contrepartie centrale sont enregistrés dans le compte de résultat. La valorisation des opérations à terme sur titres et des *Swaps* de taux d'intérêt ne faisant pas l'objet d'une compensation par une contrepartie centrale est effectuée par la BCE à l'aide de méthodes communément admises qui se fondent sur les prix de marché observables et les taux d'actualisation, des dates de règlement à la date de valorisation.

## Événements postérieurs à la date de clôture du bilan

La valeur des actifs et des passifs fait l'objet d'un ajustement pour tenir compte d'événements survenus entre la date de clôture de l'exercice et la date à laquelle le Directoire autorise la soumission des comptes annuels de la BCE au Conseil des gouverneurs pour approbation, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan à la date de clôture de l'exercice.

D'importants événements postérieurs à la date de clôture du bilan, n'affectant pas les éléments d'actif et de passif du bilan à cette date, sont détaillés dans l'annexe.

## Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème

Les soldes intra-SEBC résultent essentiellement des paiements transfrontaliers réalisés en euros au sein de l'Union européenne (UE) et réglés en monnaie de banque centrale. La plus grande partie de ces transactions sont effectuées par des entités privées (établissements de crédit, entreprises ou particuliers). Elles sont réglées *via* le système TARGET2 (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes TARGET2 des banques centrales de l'UE. Ces soldes bilatéraux font l'objet d'une compensation avant d'être affectés, quotidiennement, à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite dans les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC. Les soldes intra-Eurosystème des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE constitués lors de l'utilisation de TARGET2 ainsi que les autres soldes intra-Eurosystème libellés en euros (comme les acomptes sur dividendes versés aux BCN) sont présentés dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif et figurent dans la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (nettes) » ou « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) ». Les soldes intra-SEBC des BCN hors zone euro vis-à-vis de la BCE, qui découlent de leur participation à TARGET2<sup>21</sup>, figurent dans la rubrique « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans la rubrique « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les soldes intra-Eurosystème résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE par les BCN rejoignant l'Eurosystème sont libellés en euros et enregistrés sous la rubrique « Engagements au titre du transfert de réserves de change ».

## Le traitement des immobilisations

Les immobilisations, dont les actifs incorporels à l'exception des terrains et des œuvres d'art, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains et les œuvres d'art sont enregistrés à leur coût d'acquisition. Concernant l'amortissement du bâtiment principal de la BCE, les coûts sont affectés aux composantes appropriées, qui sont amorties conformément à l'estimation de la durée de vie de ces actifs. La méthode de calcul employée est celle de l'amortissement linéaire, qui s'étale sur la durée de vie estimée des actifs partant du

---

<sup>21</sup> Au 31 décembre 2016, les BCN hors zone euro participant à TARGET2 étaient les suivantes : Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski et Banca Națională a României.

trimestre qui suit le début de l'utilisation. Les durées de vie appliquées aux principales catégories d'actifs sont les suivantes :

Bâtiments	20, 25 ou 50 ans
Équipements	10 ou 15 ans
Matériel technique	4, 10 ou 15 ans
Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Mobilier	10 ans

La période d'amortissement des dépenses immobilisées liées aux locaux loués actuellement par la BCE est corrigée afin de prendre en compte les événements qui ont une incidence sur la durée de vie estimée de l'actif correspondant.

Les immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros sont passées en totalité en charge l'année de leur acquisition.

Les immobilisations conformes aux critères d'immobilisation mais qui sont encore en cours de construction ou de développement sont enregistrées sous la rubrique « Immobilisations en cours ». Les coûts qui y sont liés sont répartis entre les différents comptes d'immobilisations corporelles une fois que les actifs peuvent être utilisés.

## Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme

La BCE met en œuvre des plans à prestations définies pour ses employés et les membres du Directoire ainsi que pour les membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE.

Le plan de retraite des employés est financé par des actifs détenus dans un fonds de retraite à long terme. Les cotisations obligatoires versées par la BCE et les employés s'élèvent à respectivement 20,7 % et 7,4 % du salaire de base et figurent au titre du régime à prestations définies. Les membres du personnel peuvent effectuer des versements supplémentaires, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies donnant droit à des prestations complémentaires<sup>22</sup>. Celles-ci sont déterminées par le montant des cotisations volontaires et par les rendements des placements effectués avec ces cotisations.

Les dispositions relatives aux prestations postérieures à l'emploi et autres prestations à long terme en faveur des membres du Directoire et des membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. De même, pour les membres du personnel, des dispositions relatives à des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites

<sup>22</sup> Les fonds accumulés par un membre du personnel à travers des versements volontaires peuvent être utilisés au moment de la retraite pour acheter des droits à pension supplémentaires. Ceux-ci sont inclus dans l'obligation au titre des prestations définies à compter de cette date.

et à d'autres avantages à long terme ne sont pas financées par un mécanisme spécifique.

## Engagement net au titre du régime à prestations définies

L'élément figurant au passif du bilan sous la rubrique « Autres engagements » au titre des plans à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, diminuée de la juste valeur des actifs de fonds de pension servant à financer ces engagements.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est calculée par actualisation des flux de trésorerie futurs estimés, à l'aide d'un taux déterminé par référence aux rendements de marché, à la date de clôture du bilan, d'obligations libellées en euros d'entreprises de première catégorie, assorties d'une échéance proche de celle des obligations au titre des retraites.

Des écarts actuariels peuvent apparaître en raison d'un ajustement en fonction de l'expérience (lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

## Coût net au titre du régime à prestations définies

Le coût net au titre du régime à prestations définies est enregistré, d'une part, dans le compte de résultat et, d'autre part, au bilan sous la rubrique « Comptes de réévaluation » qui comptabilise le rajustement de l'engagement net au titre des avantages postérieurs à l'emploi.

Le montant net imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations définies ;
- (b) le coût financier net au taux d'actualisation de l'engagement net au titre des prestations définies ;
- (c) le rajustement au titre des autres prestations à long terme, dans leur intégralité.

Le montant net figurant sous la rubrique « Comptes de réévaluation » englobe les éléments suivants :

- (a) les écarts actuariels enregistrés au titre des prestations définies ;
- (b) le rendement réel des actifs du régime, à l'exclusion des montants pris en compte dans le calcul des intérêts nets sur le passif net au titre des prestations définies ;

- (c) toute variation de l'effet du plafond de l'actif, à l'exclusion des montants pris en compte dans le calcul des intérêts nets sur le passif net au titre des prestations définies.

Ces prestations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

## Billets en circulation

La BCE et les BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent les billets de banque en euros<sup>23</sup>. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets<sup>24</sup>.

La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées<sup>25</sup>, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêts de ces créances sont inclus, dans le compte de résultat, sous la rubrique « Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème ».

## Acomptes sur dividendes

Un montant égal au total du revenu de la BCE issu des billets en euros en circulation et de celui provenant des titres détenus à des fins de politique monétaire achetés dans le cadre a) du Programme pour les marchés de titres, b) du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, c) du programme d'achats de titres adossés à des actifs et d) du programme d'achats de titres du secteur public est distribué en janvier de l'année suivante à travers le versement d'un acompte sur dividendes, sauf si le Conseil des gouverneurs en décide autrement<sup>26</sup>. Ce montant est intégralement réparti, sauf s'il est supérieur au bénéfice net de la BCE pour l'exercice, et sous réserve de toute décision du Conseil des gouverneurs relative à un transfert à la provision pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or. Le Conseil des gouverneurs peut également décider de

<sup>23</sup> Décision BCE/2010/29 du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte), JO L 35 du 9.2.2011, p. 26, modifiée.

<sup>24</sup> La « clé de répartition des billets en euros » désigne les pourcentages résultant de la prise en compte de la part de la BCE dans le total des billets en euros émis et de l'application à la part des BCN dans ce total d'une clé de répartition identique à celle du capital souscrit.

<sup>25</sup> Décision (UE) 2016/2248 de la BCE du 3 novembre 2016 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro (BCE/2016/36), JO L 347 du 20.12.2016, p. 26.

<sup>26</sup> Décision (UE) n° 2015/298 de la BCE du 15 décembre 2014 concernant la distribution provisoire du revenu de la BCE (refonte) (BCE/2014/57), JO L 53 du 25.2.2015, p. 24, modifiée.

déduire du montant des acomptes sur dividendes le montant des charges supportées par la BCE pour l'émission et le traitement des billets en euros.

## Reclassements

Les produits d'intérêts (comme les intérêts sur coupons) et les charges d'intérêts (comme l'amortissement des primes) provenant des titres détenus à des fins de politique monétaire figuraient auparavant respectivement dans les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts », sur une base brute. Afin d'harmoniser au niveau de l'Eurosystème la déclaration des produits et charges d'intérêts au titre des opérations de politique monétaire, la BCE a décidé de présenter ces positions, à compter de 2016, sur une base nette sous les rubriques « Autres produits d'intérêts » ou « Autres charges d'intérêts », selon que le montant net est positif ou négatif. Les montants comparables pour 2015 ont été ajustés comme suit :

	Montant publié en 2015 euros	Ajustement dû au reclassement euros	Montant corrigé euros
Autres produits d'intérêts	2 168 804 955	(435 885 764)	1 732 919 191
Autres charges d'intérêts	(1 001 272 846)	435 885 764	(565 387 082)

Ce reclassement n'a pas eu d'incidence sur le bénéfice net déclaré pour 2015.

## Questions diverses

La BCE étant une banque centrale, la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (République fédérale d'Allemagne) en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2017.

## Annexe au bilan

### 1 Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2016, la BCE détenait 16 229 522 onces<sup>27</sup> d'or fin. Aucune transaction sur or n'ayant été effectuée en 2016, les avoirs de la BCE sont demeurés inchangés par rapport à leur niveau constaté au 31 décembre 2015. La progression de la contre-valeur en euros de ces avoirs s'explique par la hausse du cours de l'or en 2016 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables ainsi que la note 14 « Comptes de réévaluation »).

### 2 Créances en devises sur des non-résidents et des résidents de la zone euro

#### 2.1 Créances sur le FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2016. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre des euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette donnée. À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

#### 2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ; et créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces deux rubriques sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises et de placements sous la forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens.

Créances sur des non-résidents de la zone euro	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Comptes courants	6 844 526 120	4 398 616 340	2 445 909 780
Dépôts sur le marché monétaire	2 005 810 644	1 666 345 182	339 465 462
Prises en pension	503 747 273	831 266 648	(327 519 375)
Titres	41 066 843 366	42 133 979 087	(1 067 135 721)
<b>Total</b>	<b>50 420 927 403</b>	<b>49 030 207 257</b>	<b>1 390 720 146</b>

<sup>27</sup> Correspondant à 504,8 tonnes.

Créances sur des résidents de la zone euro	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Comptes courants	1 211 369	953 098	258 271
Dépôts sur le marché monétaire	1 964 182 715	1 861 761 734	102 420 981
Prises en pension	507 541 979	0	507 541 979
Titres	0	0	0
<b>Total</b>	<b>2 472 936 063</b>	<b>1 862 714 832</b>	<b>610 221 231</b>

La hausse de ces rubriques enregistrée en 2016 s'explique principalement par l'appréciation du dollar et du yen par rapport à l'euro.

Au 31 décembre 2016, les avoirs nets en devises de la BCE libellés en dollars et en yens<sup>28</sup> s'élevaient à :

	2016 Devise en millions	2015 Devise en millions
Dollars des États-Unis	46 759	46 382
Yens	1 091 844	1 085 596

### 3 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Au 31 décembre 2016, cette rubrique était constituée des comptes courants auprès de résidents de la zone euro.

## 4 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

### 4.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire

Au 31 décembre 2016, cette rubrique comprenait les titres acquis par la BCE dans le cadre des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées, du Programme pour les marchés de titres (Securities Markets Programme, SMP), du programme d'achats de titres adossés à des actifs (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) et du programme d'achats de titres du secteur public (public sector purchase programme, PSPP).

<sup>28</sup> Avoirs diminués des engagements libellés dans la devise correspondante qui font l'objet d'une réévaluation du cours de change. Ils sont compris dans les rubriques « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro », « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », « Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan » (au passif) et « Charges à payer et produits constatés d'avance », et prennent également en compte les opérations de change à terme et de *swap* de change figurant dans les rubriques de hors bilan. Les plus-values sur les instruments financiers libellés en devises provenant des réévaluations ne sont pas prises en compte.

Les achats effectués au titre du premier programme d'achats d'obligations sécurisées se sont achevés le 30 juin 2010 et le deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées a pris fin le 31 octobre 2012. Le SMP a été arrêté le 6 septembre 2012.

En 2016, les programmes de l'Eurosystème constituant le programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP)<sup>29</sup>, c'est-à-dire le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (third covered bond purchase programme, CBPP3), l'ABSPP et le PSPP, ont été étendus pour inclure une quatrième composante, le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (corporate sector purchase programme, CSPP)<sup>30</sup>. Le Conseil des gouverneurs a pris, en 2016, des décisions qui ont exercé une incidence directe sur le rythme des achats mensuels et la durée de l'APP<sup>31</sup>. Il a été décidé a) de porter les achats mensuels nets cumulés au titre de l'APP réalisés par les BCN et la BCE de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros en moyenne à compter d'avril 2016 et b) de poursuivre les achats au titre de l'APP après mars 2017 à hauteur de 60 milliards d'euros par mois, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif<sup>32</sup>. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP.

Les titres acquis dans le cadre de tous ces programmes sont valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation (cf. « Les titres » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Le coût amorti des titres détenus par la BCE ainsi que leurs valeurs de marché<sup>33</sup> (qui ne sont pas comptabilisées au bilan ou dans le compte de résultat, mais fournies à des fins de comparaison), sont les suivants :

---

<sup>29</sup> Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles [sur le site Internet de la BCE](#).

<sup>30</sup> Dans le cadre de ce programme, les BCN peuvent acheter des obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro. La BCE ne procède pas à l'acquisition de titres dans le cadre de ce programme.

<sup>31</sup> Se reporter aux communiqués de presse de la BCE (disponibles en français sur le site Internet de la Banque de France) [du 10 mars 2016](#) et [du 8 décembre 2016](#).

<sup>32</sup> Afin d'assurer la stabilité des prix, la BCE vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

<sup>33</sup> Les valeurs de marché sont données à titre indicatif et sont établies à partir des cotations du marché. Lorsque ces cotations ne sont pas disponibles, les prix du marché sont estimés à partir des modèles internes de l'Eurosystème.

	2016 euros		2015 euros		Variation euros	
	Coût amorti	Valeur de marché	Coût amorti	Valeur de marché	Coût amorti	Valeur de marché
Premier programme d'achats d'obligations sécurisées	1 032 305 522	1 098 106 253	1 786 194 503	1 898 990 705	(753 888 981)	(800 884 452)
Deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées	690 875 649	743 629 978	933 230 549	1 013 540 352	(242 354 900)	(269 910 374)
Troisième programme d'achats d'obligations sécurisées	16 550 442 553	16 730 428 857	11 457 444 451	11 396 084 370	5 092 998 102	5 334 344 487
Programme pour les marchés de titres	7 470 766 415	8 429 995 853	8 872 443 668	10 045 312 608	(1 401 677 253)	(1 615 316 755)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	22 800 124 065	22 786 088 513	15 321 905 622	15 220 939 054	7 478 218 443	7 565 149 459
Programme d'achats de titres du secteur public	112 270 760 463	112 958 545 591	39 437 433 065	39 372 318 024	72 833 327 398	73 586 227 567
<b>Total</b>	<b>160 815 274 667</b>	<b>162 746 795 045</b>	<b>77 808 651 858</b>	<b>78 947 185 113</b>	<b>83 006 622 809</b>	<b>83 799 609 932</b>

La diminution du coût amorti des portefeuilles détenus dans le cadre des premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres est attribuable aux remboursements.

Le Conseil des gouverneurs évalue, à intervalles réguliers, les risques financiers liés aux titres détenus dans le cadre de l'ensemble de ces programmes.

Des tests de dépréciation sont effectués chaque année, et approuvés par le Conseil des gouverneurs, à partir des données arrêtées en fin d'année. Lors de ces tests, des indicateurs de dépréciation font l'objet d'une évaluation distincte pour chaque programme. Lorsque des indicateurs de dépréciation ont été observés, des analyses complémentaires ont été réalisées pour confirmer que les flux de trésorerie des titres sous-jacents n'ont pas subi une dépréciation. Sur la base des résultats des tests de dépréciation, aucune perte n'a été enregistrée en 2016 pour les titres détenus dans les portefeuilles de politique monétaire.

## 5 Créances intra-Eurosystème

### 5.1 Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). La rémunération de ces créances est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement<sup>34</sup> (cf. la note 22.2 « Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »).

<sup>34</sup> Depuis le 16 mars 2016, le taux d'intérêt appliqué par l'Eurosystème à ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement est de 0,00 %.

## 6 Autres actifs

### 6.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

Au 31 décembre 2016, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
<b>Coût</b>			
Terrains et immeubles	1 011 662 911	1 027 242 937	(15 580 026)
Équipements	221 888 762	219 897 386	1 991 376
Matériels informatiques et logiciels	88 893 887	77 350 193	11 543 694
Matériel, mobilier et véhicules	96 197 706	92 000 437	4 197 269
Immobilisations en cours	3 024 459	244 590	2 779 869
Autres immobilisations	9 713 742	9 453 181	260 561
<b>Coût total</b>	<b>1 431 381 467</b>	<b>1 426 188 724</b>	<b>5 192 743</b>
<b>Amortissement cumulé</b>			
Terrains et immeubles	(72 284 513)	(79 468 891)	7 184 378
Équipements	(31 590 282)	(15 827 521)	(15 762 761)
Matériels informatiques et logiciels	(57 935 440)	(45 530 493)	(12 404 947)
Matériel, mobilier et véhicules	(29 107 438)	(20 831 615)	(8 275 823)
Autres immobilisations	(1 138 207)	(883 374)	(254 833)
<b>Total amortissement cumulé</b>	<b>(192 055 880)</b>	<b>(162 541 894)</b>	<b>(29 513 986)</b>
<b>Valeur comptable nette</b>	<b>1 239 325 587</b>	<b>1 263 646 830</b>	<b>(24 321 243)</b>

La nette diminution de la catégorie « Terrains et immeubles » et de l'amortissement cumulé au titre de cette catégorie s'explique principalement par la décomptabilisation des dépenses immobilisées liées aux équipements qui n'étaient plus utilisés.

### 6.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE<sup>35</sup> détenus au titre de la contrepartie directe des postes capital et réserves, et provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or. Elle englobe également 3 211 actions de la Banque des règlements internationaux (BRI) comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

Les composantes de cette rubrique sont les suivantes :

<sup>35</sup> Les accords de pension conclus dans le cadre de la gestion du portefeuille de fonds propres sont enregistrés, au passif, sous la rubrique « Divers » (cf. la note 12.3 « Divers »).

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	30 000	30 000	-
Titres libellés en euros	19 113 074 101	19 192 975 459	(79 901 358)
Prises en pension en euros	1 463 994 460	1 188 997 789	274 996 671
Autres actifs financiers	41 830 662	41 914 335	(83 673)
<b>Total</b>	<b>20 618 929 223</b>	<b>20 423 917 583</b>	<b>195 011 640</b>

La nette augmentation de cette rubrique en 2016 est attribuable principalement au réinvestissement des revenus d'intérêts sur le portefeuille de fonds propres.

### 6.3 Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisées au 31 décembre 2016 (cf. la note 19 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les instruments de hors bilan » et « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les plus-values enregistrées sur l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 18 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

### 6.4 Produits à recevoir et charges constatées d'avance

En 2016, cette rubrique comprend les intérêts courus sur les coupons des titres, y compris les intérêts versés lors de l'acquisition, d'un montant de 1 924,5 millions d'euros (contre 1 186,6 millions en 2015) (cf. la note 2.2 « Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ; et créances en devises sur des résidents de la zone euro », la note 4 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro » et la note 6.2 « Autres actifs financiers »).

En outre, cette rubrique englobe a) des produits à recevoir sur des projets communs de l'Eurosystème (cf. note 27 « Autres revenus ») ; b) des produits au titre des intérêts courus sur d'autres actifs financiers ; et c) diverses provisions.

### 6.5 Divers

Cette rubrique comprend l'engagement du versement de l'acompte sur dividendes dus par la BCE au titre du revenu monétaire (cf. « Les acomptes sur dividendes » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 11.2 « Autres engagements intra-Eurosystème (nets) »).

Elle inclut également les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisées au 31 décembre 2016 qui résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été initialement enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

## 7 Billets en circulation

Cette rubrique recouvre la part de la BCE (8 %) dans le total des billets en euros en circulation (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

## 8 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro

Le 8 décembre 2016, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème auraient la possibilité d'accepter également les espèces en garantie des facilités de prêt de titres dans le cadre de leur programme d'achats de titres du secteur public, sans devoir les réinvestir. Pour la BCE, ces opérations sont effectuées par un établissement spécialisé.

Des opérations de prêt de titres, pour un montant de 1,9 milliard d'euros, conduites dans le cadre du PSPP avec des établissements de crédit de la zone euro étaient encore comptabilisées au 31 décembre 2016. Les espèces reçues en garanties ont été transférées aux comptes TARGET2 (cf. note 11.2 « Autres engagements intra-Eurosystème (nets) »). Les espèces n'ayant pas été placées en fin d'exercice, ces opérations ont été comptabilisées dans le bilan (cf. « Les opérations de cession temporaire » dans les notes relatives aux règles et aux méthodes comptables)<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Les opérations de prêt de titres qui ne donnent pas lieu à des garanties en espèces non investies en fin d'exercice sont comptabilisées dans les comptes hors bilan (cf. note 16 « Programmes de prêts de titres »).

## 9 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

### 9.1 Autres engagements

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer un fonds de garantie pour le règlement EURO1<sup>37</sup> opéré dans le système TARGET2.

## 10 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Au 31 décembre 2016, cette rubrique était constituée d'un montant de 9,5 milliards d'euros (contre 1,5 milliard d'euros en 2015) comprenant les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales hors zone euro et provenant de, ou représentant la contrepartie d'opérations traitées par l'intermédiaire du système TARGET2. L'augmentation de ces soldes en 2016 est due aux paiements effectués par des résidents de la zone euro en faveur de non-résidents de la zone euro (cf. la note 11.2 « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) »).

Cette rubrique est également constituée d'un montant de 4,1 milliards d'euros (contre 0,8 milliard d'euros en 2015) résultant de la mise en place du dispositif permanent d'échange réciproque de devises avec le Système fédéral de réserve des États-Unis. Dans le cadre de ce dispositif, le Système fédéral de réserve fournit des dollars à la BCE par le biais d'opérations de *swap*, en vue d'offrir des financements à court terme libellés en dollars aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE engage parallèlement des opérations de *swap* adossées avec les BCN de la zone euro, qui utilisent les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité en dollars avec les contreparties de l'Eurosystème sous la forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations de *swap* adossées ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème entre la BCE et les BCN (cf. la note 11.2 « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) »). En outre, les opérations de *swap* effectuées avec le Système fédéral de réserve et les BCN de la zone euro se sont traduites par des créances et des engagements à terme qui sont comptabilisés dans les comptes hors bilan (cf. la note 19 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »).

Le reste de cette rubrique est constitué d'un montant de 3,1 milliards d'euros (contre 0 euro en 2015) résultant d'opérations de prêt de titres en cours conduites, dans le cadre du PSPP, avec des non-résidents de la zone euro aux termes desquelles les espèces étaient reçues en garanties et transférées aux comptes TARGET2 (cf. la note 8 « Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro »).

---

<sup>37</sup> EURO1 est un système de paiement dont le fonctionnement est assuré par l'ABE.

## 11 Engagements intra-Eurosystème

### 11.1 Engagements au titre du transfert de réserves de change

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles ont rejoint l'Eurosystème. Aucune variation n'a été enregistrée en 2016.

	Depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 euros
Banque nationale de Belgique	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	672 637 756
Banque de Grèce	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904
<b>Total</b>	<b>40 792 608 418</b>

La rémunération de ces engagements est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre de ses opérations principales de refinancement, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 22.3 « Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés »).

### 11.2 Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)

En 2016, cette rubrique comprend essentiellement les soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 par les BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). La progression nette de ce poste a résulté, essentiellement, d'achats de titres dans le cadre du programme d'achats d'actifs (cf. la note 4 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), qui ont été

réglés *via* les comptes TARGET2. L'incidence de ces achats a été partiellement compensée par a) le règlement *via* le système TARGET2 des paiements effectués par des résidents de la zone euro en faveur de non-résidents de la zone euro (cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ») ; b) les espèces reçues en garanties de prêts de titres dans le cadre du PSPP (cf. la note 8 « Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro » et la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ») ; c) l'augmentation des montants liés aux opérations de *swap* adossées conduites avec des BCN en liaison avec les opérations d'apport de liquidité en dollars des États-Unis et d) les remboursements de titres acquis dans le cadre du SMP et des deux premiers programmes d'achats d'obligations sécurisées, qui ont été également réglés *via* les comptes TARGET2.

La rémunération des positions dans TARGET2, à l'exception des soldes résultant des opérations de *swap* adossées effectuées lors des opérations d'apport de liquidité en dollars, est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement.

Cette rubrique inclut également le montant dû aux BCN de la zone euro au titre des acomptes sur dividendes versés par la BCE (cf. « Les acomptes sur dividendes » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

	2016 euros	2015 euros
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	1 058 484 156 256	812 734 808 529
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	(908 249 140 203)	(730 463 422 714)
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre des acomptes sur dividendes versés par la BCE	966 234 559	812 134 494
<b>Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)</b>	<b>151 201 250 612</b>	<b>83 083 520 309</b>

## 12 Autres engagements

### 12.1 Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisées au 31 décembre 2016 (cf. la note 19 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les instruments de hors bilan » et « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les moins-values enregistrées sur les opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 18 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

## 12.2 Charges à payer et produits constatés d'avance

Au 31 décembre 2016, cette rubrique englobe un produit constaté d'avance en liaison avec le mécanisme de surveillance unique (MSU) (cf. la note 25 « Produits/charges nets de commissions »), les charges d'exploitation et les intérêts courus sur les instruments financiers.

Cette rubrique comprend également les intérêts dus aux BCN pour l'ensemble de l'année 2016 au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées à la BCE (cf. la note 11.1 « Engagements au titre du transfert de réserves de change »). Ce montant a été réglé en janvier 2017.

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Charges d'exploitation	20 723 173	20 455 723	267 450
Instruments financiers	3 621 142	2 191 753	1 429 389
Produits constatés d'avance en liaison avec le MSU	41 089 798	18 926 078	22 163 720
Réserves de change transférées à la BCE	3 611 845	17 576 514	(13 964 669)
TARGET2	-	36 393 921	(36 393 921)
<b>Total</b>	<b>69 045 958</b>	<b>95 543 989</b>	<b>(26 498 031)</b>

## 12.3 Divers

En 2016, cette rubrique renferme les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisées au 31 décembre 2016 (cf. la note 19 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces soldes ont résulté de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été initialement enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

En outre, cette rubrique comprend l'engagement net de la BCE au titre des prestations définies concernant les avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme en faveur de son personnel et des membres du Directoire ainsi que des membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE.

## *Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme*<sup>38</sup>

### Bilan

Les montants comptabilisés au bilan concernant les avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme en faveur des employés sont les suivants :

	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 Directoire et conseil (millions d'euros)	2016 Total (millions d'euros)	2015 Personnel (millions d'euros)	2015 Directoire et conseil (millions d'euros)	2015 Total (millions d'euros)
Valeur actuelle des obligations	1 361,3	27,7	1 388,9	1 116,7	24,1	1 140,8
Juste valeur des actifs du fonds	(878,0)	-	(878,0)	(755,3)	-	(755,3)
<b>Engagement net au titre du régime à prestations définies figurant au bilan</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>

En 2016, la valeur actuelle des obligations vis-à-vis des membres du personnel, à hauteur de 1 361,3 millions d'euros (1 116,7 millions d'euros en 2015), inclut des prestations non financées par un mécanisme spécifique, d'un montant de 187,0 millions d'euros (contre 155,9 millions d'euros en 2015), au titre des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites et d'autres prestations à long terme. Les dispositions relatives aux prestations postérieures à l'emploi et autres prestations à long terme en faveur des membres du Directoire et des membres du conseil de surveillance prudentielle ne sont pas non plus financées par un mécanisme spécifique.

<sup>38</sup> La somme des composantes indiquées dans les tableaux de cette section peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis. Les montants relatifs au Directoire et au conseil de surveillance prudentielle figurent dans les colonnes « Directoire et conseil ».

## Compte de résultat

Les montants enregistrés en 2016 dans le compte de résultat sont les suivants :

	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 Directoire et conseil (millions d'euros)	2016 Total (millions d'euros)	2015 Personnel (millions d'euros)	2015 Directoire et conseil (millions d'euros)	2015 Total (millions d'euros)
Coût des services rendus	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Intérêt net sur l'engagement net au titre du régime à prestations définies	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
dont :						
<i>Frais liés aux obligations</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Produit des actifs du fonds</i>	(19,5)	-	(19,5)	(13,4)	-	(13,4)
Rajustement (plus-values)/moins-values sur les autres prestations à long terme	0,6	0,1	0,7	2,6	(0,1)	2,5
<b>Total inclus dans le poste « Charges de personnel »</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>

Le coût des services rendus au cours de l'exercice a diminué en 2016, à 106,0 millions d'euros (contre 121,9 millions d'euros en 2015), essentiellement en raison de la hausse du taux d'actualisation, de 2 % en 2014 à 2,5 % en 2015<sup>39</sup>.

## Variations de l'obligation au titre des prestations définies, des actifs du fonds et des résultats des rajustements

La valeur actualisée de l'obligation au titre des prestations définies est modifiée comme suit :

	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 Directoire et conseil (millions d'euros)	2016 Total (millions d'euros)	2015 Personnel (millions d'euros)	2015 Directoire et conseil (millions d'euros)	2015 Total (millions d'euros)
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6
Coût des services rendus	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Coût financier	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Cotisations versées par les participants au fonds	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Prestations servies	(8,6)	(0,8)	(9,5)	(7,5)	(0,8)	(8,3)
Rajustement (plus-values)/moins-values	100,2	1,9	102,1	(127,5)	(2,2)	(129,7)
<b>Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice</b>	<b>1 361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1 388,9</b>	<b>1 116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1 140,8</b>

Les moins-values de rajustement totales, à hauteur de 102,1 millions d'euros en 2016, relatives à l'obligation au titre des prestations définies sont attribuables essentiellement à la baisse du taux d'actualisation, de 2,5 % en 2015 à 2 % en 2016.

<sup>39</sup> Le coût des services rendus est estimé à partir du taux d'actualisation utilisé l'année précédente.

La juste valeur des actifs du fonds au titre des prestations définies concernant les membres du personnel a enregistré les variations suivantes en 2016 :

	2016 millions d'euros	2015 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	755,3	651,9
Produits d'intérêts des actifs du fonds	19,5	13,4
Plus-values de rajustement	44,7	26,8
Cotisations versées par l'employeur	45,0	46,9
Cotisations versées par les participants au fonds	19,5	21,7
Prestations servies	(6,0)	(5,4)
<b>Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice</b>	<b>878,0</b>	<b>755,3</b>

Les plus-values de rajustement sur les actifs du fonds enregistrées en 2015 et 2016 s'expliquent par les rendements réels des fonds de placement, qui ont été plus élevés que le produit d'intérêts estimé des actifs du fonds.

En 2016, à la suite de la valorisation du financement du plan de retraite des employés de la BCE effectuée par les actuaires au 31 décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé, notamment a) de mettre fin à la contribution annuelle supplémentaire de 6,8 millions d'euros et b) d'accroître, à partir de septembre 2016, les cotisations versées par la BCE au plan de retraite des employés de 19,5 % à 20,7 % du salaire de base<sup>40</sup>. Ces décisions ont entraîné une réduction nette des cotisations totales versées par la BCE en 2016 malgré la hausse du nombre des participants au fonds (cf. la note 28 « Charges de personnel »).

Les résultats des rajustements (cf. la note 14 « Comptes de réévaluation ») ont enregistré les variations suivantes en 2016 :

<sup>40</sup> En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'accroître le taux de la cotisation payée par le personnel de la BCE de 6,7 % à 7,4 % du salaire de base.

	2016 millions d'euros	2015 millions d'euros
Plus-values/(moins-values) de rajustement en début d'exercice	(148,4)	(305,6)
Contributions des BCN adhérent à l'Eurosystème <sup>41</sup>	0,0	(1,8)
Plus-values sur les actifs du fonds	44,7	26,8
Plus-values/(moins-values) sur l'obligation	(102,1)	129,7
Moins-values comptabilisées au compte de résultat	0,7	2,5
<b>Moins-values de rajustement figurant sous la rubrique « Comptes de réévaluation » à la clôture de l'exercice</b>	<b>(205,1)</b>	<b>(148,4)</b>

## Principales hypothèses

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le Directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière. Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements au titre du régime de prestations sont présentées ci-après :

	2016 %	2015 %
Taux d'actualisation	2,00	2,50
Taux de rendement attendu des actifs du fonds <sup>42</sup>	3,00	3,50
Hausses générales futures des salaires <sup>43</sup>	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites <sup>44</sup>	1,40	1,40

En outre, les membres du personnel ont effectué des versements supplémentaires, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies, qui se sont élevés en 2016 à 133,2 millions d'euros, contre 123,3 millions d'euros en 2015. Ces contributions sont investies dans les actifs du fonds mais donnent également lieu à une obligation correspondante de valeur égale.

## 13 Provisions

Cette rubrique comprend principalement une provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or.

<sup>41</sup> Lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie, le *Lietuvos bankas* (Banque de Lituanie) a contribué aux soldes de l'ensemble des comptes de réévaluation de la BCE à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Les moins-values des rajustements comptabilisées et comprises dans les comptes de réévaluation au 31 décembre 2014 se sont traduites par une réduction des contributions versées par le *Lietuvos bankas*.

<sup>42</sup> Ces hypothèses ont été utilisées pour calculer la part de l'obligation de la BCE au titre des prestations définies, qui est financée par des actifs assortis d'une garantie en capital sous-jacente.

<sup>43</sup> En outre, une provision est constituée pour les hausses futures de salaires, atteignant jusqu'à 1,8 % par an, en fonction de l'âge des participants au plan de retraite.

<sup>44</sup> En vertu des règles régissant le plan de retraite de la BCE, les retraites seront augmentées annuellement. Si les ajustements généraux des salaires des membres du personnel de la BCE sont inférieurs à la hausse des prix, toute augmentation des retraites sera conforme aux ajustements généraux des salaires. Si les ajustements généraux des salaires dépassent la hausse des prix, ils seront appliqués pour déterminer l'augmentation des retraites, pour autant que la situation financière des plans de retraite de la BCE le permette.

La provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or sera utilisée, dans la mesure jugée nécessaire par le Conseil des gouverneurs, pour compenser des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values supérieures aux montants des réévaluations enregistrées au passif du bilan. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition à ces risques et compte tenu d'un certain nombre de facteurs. Le cumul de ce montant avec ceux détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2016, cette provision est demeurée inchangée par rapport à 2015, à 7 619 884 851 euros. Ce montant correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro à cette date.

## 14 Comptes de réévaluation

Cette rubrique représente principalement les soldes de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs, les passifs et les instruments de hors bilan (cf. « Les modalités d'enregistrement des produits », « Les actifs et passifs en or et devises », « Les titres » et « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Elle comprend également le rajustement de l'engagement net au titre du régime à prestations définies concernant les avantages postérieurs à l'emploi (cf. « Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 12.3 « Divers »).

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Or	13 926 380 231	11 900 595 095	2 025 785 136
Devises	14 149 471 665	12 272 562 352	1 876 909 313
Titres et autres instruments	755 494 021	808 078 836	(52 584 815)
Engagement net au titre des avantages postérieurs à l'emploi	(205 078 109)	(148 413 109)	(56 665 000)
<b>Total</b>	<b>28 626 267 808</b>	<b>24 832 823 174</b>	<b>3 793 444 634</b>

La progression du montant des comptes de réévaluation s'explique par la dépréciation de l'euro par rapport à l'or, au dollar des États-Unis et au yen en 2016.

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice étaient les suivants :

Taux de change	2016	2015
Dollar pour 1 euro	1,0541	1,0887
Yens pour 1 euro	123,40	131,07
Euro pour 1 DTS	1,2746	1,2728
Euros par once d'or fin	1 098,046	973,225

## 15 Capital et réserves

### 15.1 Capital

Le capital souscrit de la BCE se monte à 10 825 007 069 euros. Le capital libéré par les BCN de la zone euro et hors zone euro est de 7 740 076 935 euros.

Les BCN de la zone euro ont entièrement libéré leur part dans le capital, qui, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, s'élève à 7 619 884 851 euros, comme il ressort du tableau ci-après<sup>45</sup>.

	Clé de répartition du capital depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 <sup>46</sup> (en %)	Capital libéré depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 euros
Banque nationale de Belgique	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	1,1607	125 645 857
Banque de Grèce	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389
<b>Total</b>	<b>70,3915</b>	<b>7 619 884 851</b>

Les BCN hors zone euro sont tenues de libérer 3,75 % du montant de leur capital souscrit à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE. À fin 2016, cette contribution s'élevait, au total, à 120 192 083 euros, sans changement par rapport à 2015. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont ceux provenant de la répartition des billets en euros au

<sup>45</sup> Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. En conséquence, la somme des totaux indiqués dans les tableaux de cette note peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

<sup>46</sup> La dernière modification apportée aux parts des BCN dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE a été effectuée le 1<sup>er</sup> janvier 2014. Cependant, le 1<sup>er</sup> janvier 2015, en raison de l'entrée de la Lituanie dans la zone euro, la pondération totale des BCN de la zone euro dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE a augmenté tandis que celle des BCN hors zone euro a diminué. Aucun changement n'est survenu en 2016.

sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Les BCN hors zone euro ont versé les montants suivants :

	Clé de répartition du capital depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 (en %)	Capital libéré depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 euros
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124
Sveriges Riksbank	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148
<b>Total</b>	<b>29,6085</b>	<b>120 192 083</b>

## Instrument de hors bilan

### 16 Programme de prêts de titres

Pour la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme de prêts de titres. Aux termes de cet accord, un établissement spécialisé est chargé de conduire des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE.

En outre, conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs, la BCE a mis à disposition, à des fins de prêt, ses portefeuilles de titres acquis dans le cadre des premier, deuxième et troisième programmes d'achats d'obligations sécurisées ainsi que ses avoirs en titres acquis en vertu du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) et ceux achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP) qui sont également éligibles pour le PSPP<sup>47</sup>.

En l'absence de garanties en espèces non placées en fin d'exercice, les opérations de prêt de titres sont comptabilisées dans les comptes hors bilan<sup>48</sup>. De telles opérations de prêts de titres, pour un montant de 10,9 milliards d'euros (4,5 milliards en 2015) étaient comptabilisées au 31 décembre 2016. Sur ce montant, 3,9 milliards d'euros (0,3 milliard d'euros en 2015) étaient liés aux prêts de titres détenus à des fins de politique monétaire.

### 17 Contrats à terme sur taux d'intérêt

Au 31 décembre 2016, l'encours des transactions en devises, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, s'élevait à :

Contrats à terme sur taux d'intérêt libellés en devises	2016 Montant du contrat euros	2015 Montant du contrat euros	Variation euros
Achats	558 770 515	694 406 172	(135 635 657)
Ventes	2 258 798 975	690 554 100	1 568 244 875

Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

<sup>47</sup> La BCE n'achète pas de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) et n'a donc pas de portefeuille correspondant mis à disposition à des fins de prêts.

<sup>48</sup> Si des garanties en espèces restent non placées en fin d'exercice, ces opérations sont comptabilisées dans les comptes de bilan (cf. la note 8 « Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro » et la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

## 18 Swaps de taux d'intérêt

Au 31 décembre 2016, l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, représentait une valeur notionnelle de 378,3 millions d'euros (274,5 millions en 2015). Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

## 19 Opérations de *swap* de change et de change à terme

### Gestion des réserves de change

En 2016, des opérations de *swap* de change et de change à terme ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE. Les créances et les engagements résultant de ces opérations, qui étaient comptabilisés au 31 décembre 2016, sont présentés aux taux de marché relevés en fin d'année :

Opérations de <i>swap</i> de change et de change à terme	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Créances	3 123 544 615	2 467 131 004	656 413 611
Engagements	2 855 828 167	2 484 517 472	371 310 695

### Opérations d'apport de liquidité

Des créances et des engagements libellés en dollars dont la date de règlement se situe en 2017 ont résulté de la fourniture de liquidité en dollars aux contreparties de l'Eurosystème (cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

## 20 Gestion des opérations d'emprunt et de prêt

En 2016, la BCE a continué d'assumer la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne dans le cadre du mécanisme de soutien financier à moyen terme, du mécanisme européen de stabilisation financière, du Fonds européen de stabilité financière et du mécanisme européen de stabilité (MES) ainsi que pour la convention de prêt dont bénéficie la Grèce. En 2016, la BCE a traité les paiements liés à ces opérations ainsi que ceux effectués sous la forme de souscriptions des pays membres au titre du stock de capital autorisé du MES.

## 21 Engagements conditionnels résultant de litiges en cours

Quatre procès ont été intentés à la BCE et à d'autres institutions de l'Union européenne par un certain nombre de déposants, d'actionnaires et de détenteurs

d'obligations d'établissements de crédit chypriotes. Les requérants affirment qu'ils ont subi des pertes financières à la suite d'actions dont ils estiment qu'elles ont conduit à la restructuration de ces établissements dans le cadre du programme d'assistance financière en faveur de Chypre. Le Tribunal de l'Union européenne a jugé irrecevables dans leur intégralité douze cas similaire en 2014. Des pourvois ont été introduits contre huit de ces jugements. En 2016, la Cour de justice de l'Union européenne a confirmé l'inadmissibilité de ces cas ou s'est prononcée en faveur de la BCE dans le cadre de ces pourvois. La participation de la BCE au processus menant à la conclusion du programme d'assistance financière s'est limitée à la fourniture de conseils techniques, conformément au Traité instituant le mécanisme européen de stabilité, agissant en liaison avec la Commission européenne, et à la formulation d'un avis non contraignant sur le projet de loi concernant la résolution des banques chypriotes. Dès lors, la BCE considère qu'elle ne subira aucune perte à la suite de ces poursuites.

## Annexe au compte de résultat

### 22 Produit net d'intérêts

#### 22.1 Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change

Cette rubrique comprend les produits d'intérêts, déduction faite des charges d'intérêts, au titre des avoirs nets de réserve de change de la BCE, comme suit :

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Produits d'intérêts sur comptes courants	1 499 288	552 459	946 829
Produits d'intérêts sur dépôts du marché monétaire	18 095 835	6 306 443	11 789 392
Produits/(charges) d'intérêts sur mises en pension	(34 017)	38 311	(72 328)
Produits d'intérêts sur prises en pension	12 745 338	2 920 201	9 825 137
Produits d'intérêts sur titres	304 958 993	261 121 900	43 837 093
Produits/(charges) d'intérêts sur <i>Swaps</i> de taux d'intérêt	19 080	(861 355)	880 435
Produits d'intérêts sur opérations de <i>swap</i> et à terme en devises	33 157 253	13 127 982	20 029 271
<b>Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve en devises (nets)</b>	<b>370 441 770</b>	<b>283 205 941</b>	<b>87 235 829</b>

La hausse globale du produit net d'intérêts en 2016 s'explique principalement par la progression du produit d'intérêts sur le portefeuille en dollars.

#### 22.2 Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Ce poste comprend les produits d'intérêts de la BCE liés à sa part de 8 % dans l'émission totale des billets en euros (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 5.1 « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »). En dépit d'une hausse de 4,7 % de l'encours moyen des billets en circulation, une diminution des produits a été enregistrée en 2016 en raison du taux moyen des opérations principales de refinancement moins élevé qu'en 2015 (0,01 % en 2016 contre 0,05 % en 2015).

#### 22.3 Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés

Sous cette rubrique figure la rémunération versée aux BCN de la zone euro au titre de leurs créances relatives aux avoirs de réserve de change transférés à la BCE (cf. la note 11.1 « Engagements au titre du transfert de réserves de change »). La diminution de la rémunération en 2016 reflète le taux moyen des opérations principales de refinancement moins élevé qu'en 2015.

## 22.4 Autres produits d'intérêts et Autres charges d'intérêts<sup>49</sup>

En 2016, ces rubriques comprennent essentiellement les produits nets d'intérêts à hauteur de 1,0 milliard d'euros (contre 0,9 milliard en 2015) sur les titres acquis par la BCE à des fins de politique monétaire. Sur ce montant, 0,5 milliard d'euros (0,6 milliard d'euros en 2015) étaient liés aux produits nets d'intérêts tirés des titres acquis dans le cadre du SMP et 0,4 milliard d'euros (0,2 milliard d'euros en 2015) aux produits nets d'intérêts tirés des titres acquis dans le cadre de l'APP.

Le reste de cette rubrique est principalement constitué des produits et charges d'intérêts liés au portefeuille de fonds propres de la BCE (cf. la note 6.2 « Autres actifs financiers ») et à divers autres soldes rémunérés.

## 23 Plus/moins-values réalisées sur opérations financières

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2016 ont été les suivantes :

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées	159 456 244	175 959 137	(16 502 893)
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	65 085 498	38 474 593	26 610 905
<b>Plus-values nettes réalisées sur opérations financières</b>	<b>224 541 742</b>	<b>214 433 730</b>	<b>10 108 012</b>

Les plus-values nettes réalisées comprennent les gains et les pertes réalisés sur les titres, les contrats à terme de taux d'intérêt et les *Swaps* de taux d'intérêt. La baisse des plus-values nettes réalisées en 2016 s'explique principalement par la diminution des plus-values réalisées sur le portefeuille de titres en dollars.

La progression globale des plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or est attribuable principalement aux sorties enregistrées dans les portefeuilles de DTS dans le contexte du dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le FMI (cf. la note 2.1 « Créances sur le FMI »).

## 24 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

En 2016, les moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change ont été les suivantes :

<sup>49</sup> À compter de 2016, les produits d'intérêts et les charges d'intérêts provenant des titres détenus à des fins de politique monétaire sont déclarés sur une base nette sous la rubrique « Autres produits d'intérêts » ou « Autres charges d'intérêts », selon que le montant net est positif ou négatif (cf. « Reclassements » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(148 159 250)	(63 827 424)	(84 331 826)
Moins-values latentes sur <i>Swaps</i> de taux d'intérêt	-	(223 892)	223 892
Moins-values latentes de change	(12 760)	(1 901)	(10 859)
<b>Total</b>	<b>(148 172 010)</b>	<b>(64 053 217)</b>	<b>(84 118 793)</b>

Cet accroissement des moins-values latentes par rapport à 2015 s'explique principalement par la hausse des rendements de marché des titres détenus dans le portefeuille libellé en dollars et par la baisse globale de la valeur de marché de ces titres.

## 25 Produits/charges nets de commissions

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Commissions (produits)	382 191 051	277 324 169	104 866 882
Commissions (charges)	(10 868 282)	(8 991 908)	(1 876 374)
<b>Produits nets de commissions</b>	<b>371 322 769</b>	<b>268 332 261</b>	<b>102 990 508</b>

En 2016, les produits figurant dans cette rubrique comprennent principalement les redevances de surveillance prudentielle. Les charges englobent principalement les droits de garde ainsi que les commissions à verser aux gestionnaires d'actifs externes effectuant les achats de titres éligibles adossés à des actifs conformément aux instructions explicites de l'Eurosystème, et pour le compte de celui-ci.

### *Produits et charges liés aux missions de surveillance prudentielle*

La BCE assume ses missions de surveillance prudentielle depuis novembre 2004, conformément à l'article 33 du règlement n° 1024/2013/UE du Conseil du 15 octobre 2013. Afin de couvrir les dépenses qu'elle engage dans le cadre de ces missions, la BCE perçoit une redevance annuelle des entités soumises à la supervision. La BCE a annoncé en avril 2016 que les redevances annuelles se monteraient pour 2016 à 404,5 millions d'euros<sup>50</sup>. Ce montant est fondé sur une estimation, pour 2016, des dépenses annuelles s'élevant à 423,2 millions d'euros, corrigé a) de l'excédent des redevances annuelles de 18,9 millions d'euros perçues en 2015, b) des montants remboursés compte tenu des changements dans le nombre ou le statut des entités soumises à la surveillance prudentielle<sup>51</sup> (0,3 million d'euros) et c) des intérêts de 0,1 million d'euros reçus pour paiement tardif en 2015.

<sup>50</sup> Ce montant a été facturé en octobre 2016, l'échéance étant fixée au 18 novembre 2016.

<sup>51</sup> Sur la base de l'article 7 du règlement de la BCE sur les redevances de surveillance prudentielle (BCE/2014/41), lorsqu'une entité soumise à la surveillance prudentielle ou un groupe soumis à la surveillance prudentielle a) est soumis à la surveillance prudentielle seulement pour une partie de la période de redevance ou b) passe du statut d'entité importante à celui d'entité moins importante, ou *vice versa*, les redevances individuelles de surveillance prudentielle sont modifiées. Il est tenu compte de l'ensemble des montants perçus et remboursés pour le calcul des redevances de surveillance prudentielle annuelles totales à prélever les années suivantes.

Sur la base des dépenses réelles engagées par la BCE pour l'accomplissement de ses missions de surveillance prudentielle, le revenu provenant des redevances de surveillance prudentielle pour 2016 se montait à 382,2 millions d'euros.

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Redevances de surveillance prudentielle	382 151 355	277 086 997	105 064 358
<i>dont :</i>			
<i>Redevances versées par les entités importantes ou groupes importants</i>	338 418 328	245 620 964	92 797 364
<i>Redevances versées par les entités moins importantes ou groupes moins importants</i>	43 733 027	31 466 033	12 266 994
<b>Produit total au titre des missions de supervision prudentielle</b>	<b>382 151 355</b>	<b>277 086 997</b>	<b>105 064 358</b>

L'excédent de 41,1 millions d'euros résultant de la différence entre les dépenses estimées (423,2 millions d'euros) et les dépenses réelles (382,2 millions d'euros) pour 2016 figure à la rubrique « Charges à payer et produits constatés d'avance » (cf. la note 12.2 « Charges à payer et produits constatés d'avance »). Il entraînera une baisse des redevances à percevoir en 2017.

En outre, la BCE est habilitée à infliger des amendes et des astreintes à des entreprises en cas de manquement aux obligations au titre de ses règlements et de ses décisions. Aucune amende ou astreinte n'a été infligée en 2016.

Les dépenses liées au MSU résultent de la surveillance directe des entités importantes, de la supervision de la surveillance des entités moins importantes ainsi que de l'exécution de tâches horizontales et de services spécialisés. Cela comprend aussi les dépenses liées aux unités de soutien, notamment dans les domaines des locaux, de la gestion des ressources humaines, des services administratifs, du budget et du contrôle de gestion, de la comptabilité, des affaires juridiques, de l'audit interne, des statistiques et des services informatiques, qui sont nécessaires pour que la BCE s'acquitte de ses responsabilités en matière de supervision bancaire.

Pour 2016, ces dépenses sont réparties entre les postes suivants :

	2016 euros	2015 euros	Variation euros
Salaires et prestations	180 655 666	141 262 893	39 392 773
Loyers et coûts d'entretien des bâtiments	58 103 644	25 513 220	32 590 424
Autres charges de fonctionnement	143 392 045	110 310 884	33 081 161
<b>Dépenses totales liées aux missions de supervision prudentielle</b>	<b>382 151 355</b>	<b>277 086 997</b>	<b>105 064 358</b>

La hausse des effectifs totaux affectés à la supervision bancaire de la BCE, le déménagement vers de nouveaux locaux et la fourniture d'infrastructures statistiques et informatiques pour l'accomplissement des missions de surveillance prudentielle ont contribué à l'augmentation des dépenses totales liées au MSU pour 2016.

## 26 Produits des actions et des titres de participation

Les dividendes reçus au titre des actions de la BRI détenues par la BCE (cf. la note 6.2 « Autres actifs financiers ») sont présentés dans cette rubrique.

## 27 Autres produits

En 2016, les autres produits divers proviennent principalement des contributions accumulées des BCN de la zone euro au titre des coûts engagés par la BCE en liaison avec des projets communs de l'Eurosystème.

## 28 Charges de personnel

La hausse des effectifs moyens de la BCE en 2016 a entraîné une augmentation globale des charges de personnel. Cette progression a été partiellement compensée par la baisse des dépenses nettes au titre des avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme.

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers, d'un montant de 349,5 millions d'euros (306,4 millions d'euros en 2015), figurent sous cette rubrique. Cette rubrique inclut également un montant de 117,0 millions d'euros (134,4 millions d'euros en 2015) comptabilisé au titre des plans de retraite de la BCE, des autres avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme (cf. la note 12.3 « Divers »).

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des institutions de l'Union européenne, auquel il est donc comparable.

Les membres du Directoire et les membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE perçoivent un traitement de base alors que les membres à temps partiel du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE reçoivent une rémunération supplémentaire, qui est fonction du nombre de réunions auxquels ils assistent. En outre, les membres du Directoire et les membres du conseil de surveillance prudentielle employés à temps plein par la BCE perçoivent une indemnité de résidence et une indemnité pour frais de représentation. En ce qui concerne le président, un logement de fonction appartenant à la BCE est mis à sa disposition, à la place de l'indemnité de résidence. Conformément aux conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, les membres des deux organes ont droit à des allocations scolaires, de foyer et pour enfant à charge, en fonction de leur situation individuelle. Les traitements sont soumis à l'impôt communautaire ainsi qu'à des déductions au titre des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents. Les indemnités et allocations ne sont ni imposables ni soumises à retenue pour pension.

En 2016, les traitements de base versés aux membres du Directoire et aux membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE (c'est-à-dire à l'exclusion des représentants des autorités de surveillance nationales) ont été les suivants<sup>52</sup> :

	2016 euros	2015 euros
Mario Draghi (président)	389 760	385 860
Vitor Constâncio (vice-président)	334 080	330 744
Peter Praet (membre du Directoire)	277 896	275 604
Benoît Cœuré (membre du Directoire)	277 896	275 604
Yves Mersch (membre du Directoire)	277 896	275 604
Sabine Lautenschläger (membre du Directoire)	277 896	275 604
<b>Total Directoire</b>	<b>1 835 424</b>	<b>1 819 020</b>
<b>Total conseil de surveillance prudentielle (membres employés par la BCE)<sup>53</sup></b>	<b>631 254</b>	<b>635 385</b>
dont :		
<i>Danièle Nouy (présidente du conseil de surveillance prudentielle)</i>	277 896	275 604
<b>Total</b>	<b>2 466 678</b>	<b>2 454 405</b>

En outre, la rémunération versée aux membres à temps partiel du conseil de surveillance prudentielle a atteint 343 341 euros (352 256 euros en 2015).

Les indemnités et allocations versées aux membres des deux organes et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents effectuées par la BCE en leur nom se sont élevées au total à 807 475 euros (625 021 euros en 2015).

En décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé que la BCE paierait aux membres du personnel et à ceux du Directoire supportant la totalité des frais liés à leur couverture d'assurance médicale privée un montant équivalent à ce qu'ils recevraient s'ils participaient au régime d'assurance maladie de la BCE. Par ailleurs, cette disposition comprend une clause de rétroactivité pour les versements réalisés au titre de l'assurance maladie à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2013. En raison de cette clause, les indemnités et allocations versées en 2017 devraient être inférieures à celles de 2016.

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire et du conseil de surveillance prudentielle pendant une période limitée après la fin de leur mandat. Aucun paiement n'a été effectué à ce titre en 2016. Les retraites, y compris les indemnités correspondantes, versées aux anciens membres des deux organes ou à leurs ayants droit et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont établies à 834 668 euros, contre 783 113 euros en 2015.

À fin 2016, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 3 171<sup>54</sup>, dont 320 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2016 :

<sup>52</sup> Il s'agit de montants bruts, c'est-à-dire avant déduction de l'impôt communautaire.

<sup>53</sup> Ce total ne prend pas en compte le salaire de Sabine Lautenschläger, qui est inclus dans les chiffres relatifs au Directoire.

	2016	2015
Total au 1 <sup>er</sup> janvier (à l'exclusion des personnes entrant en fonction le 1 <sup>er</sup> janvier)	2 871	2 577
Nouveaux membres du personnel/changement de statut contractuel	725	648
Démissions/fin de contrat	(380)	(299)
Hausse/(baisse) nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	(45)	(55)
<b>Total au 31 décembre</b>	<b>3 171</b>	<b>2 871</b>
<b>Effectif moyen employé</b>	<b>3 007</b>	<b>2 722</b>

## 29 Autres charges d'exploitation

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

## 30 Service de production des billets

Ces dépenses ont trait principalement aux coûts de transport transfrontalier des billets en euros, d'une part entre imprimeries et BCN pour la livraison des nouveaux billets, d'autre part entre BCN lorsqu'il s'agit de compenser les pénuries en faisant appel à des stocks excédentaires. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.

<sup>54</sup> Ce chiffre n'inclut pas le personnel en congé sans solde. Il englobe les personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée et à court terme ainsi que les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Les employés en congé de maternité ou en congé de maladie de longue durée sont également inclus.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

8 February 2017

## Independent auditor's report

### *Opinion*

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2016, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2016 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35).

### *Basis for Opinion*

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### *Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35).

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

### *Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements*

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger  
Certified Public Accountant

*Cette page est une traduction de courtoisie, fournie par la BCE, du rapport du commissaire aux comptes extérieur de la BCE. En cas de divergence d'interprétation, seule la version anglaise signée par EY fait foi.*

Au Président et au Conseil des gouverneurs  
de la Banque centrale européenne  
Francfort-sur-le-Main

8 février 2017

Rapport du commissaire aux comptes indépendant

#### *Opinion*

Nous avons vérifié les états financiers de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2016, le compte de résultat pour l'exercice clos à cette date ainsi qu'un résumé des règles et méthodes comptables significatives et d'autres notes explicatives.

À notre avis, les états financiers ci-joints de la Banque centrale européenne sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2016 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs et définies dans la décision (UE) 2016/2247 de la BCE du 3 novembre 2016 concernant les comptes annuels de la BCE (BCE/2016/35).

#### *Fondement de l'opinion*

Nous avons effectué l'audit conformément aux normes internationales (ISA) de la profession. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités de l'auditeur pour l'audit des états financiers » du présent rapport. Nous sommes indépendants de la Banque centrale européenne conformément aux règles de déontologie en vigueur en Allemagne qui s'appliquent à l'audit des états financiers, qui respectent le Code de déontologie des professionnels comptables du Conseil des normes internationales de déontologie comptable (le « Code de l'IESBA ») et nous nous sommes acquittés des autres responsabilités déontologiques qui nous incombent selon ces règles. Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion d'audit.

#### *Responsabilités du Directoire de la Banque centrale européenne et des responsables de la gouvernance pour les états financiers*

Le Directoire est responsable de la préparation et de la présentation impartiale des états financiers, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs, qui sont définis dans la décision (UE) 2016/2247 de la BCE du 3 novembre 2016 concernant les comptes annuels de la BCE (BCE/2016/35), ainsi que du contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre la préparation d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur.

Lors de la préparation des états financiers, il incombe au Directoire d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation conformément à l'article 4 de la décision applicable (BCE/2016/35).

Il incombe aux responsables de la gouvernance de surveiller le processus d'information financière de la Banque centrale européenne.

#### *Responsabilités de l'auditeur pour l'audit des états financiers*

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers pris dans leur ensemble sont exempts d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, et de délivrer un rapport de l'auditeur contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra toujours de détecter toute anomalie significative qui pourrait exister. Les anomalies peuvent résulter de fraudes ou d'erreurs et elles sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, individuellement ou collectivement, elles puissent influencer sur les décisions économiques que les utilisateurs des états financiers prennent en se fondant sur ceux-ci.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique tout au long de cet audit. En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les états financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, concevons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et réunissons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une

Membre indépendant de Ernst & Young Global Limited

Président du Conseil d'administration : WP/StB (*Wirtschaftsprüfer/Steuerberater*) Georg Graf Waldersee - Conseil d'administration : WP/StB Hubert Barth, président  
WP/StB Ute Benzl - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer  
CPA (*certified public accountant*) Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB prof. dr. Peter Wollmert  
Siège social : Stuttgart - Forme juridique : GmbH - Trib. d'instance Stuttgart RC 730277 - TVA : DE 147799609

anomalie significative résultant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;

- nous acquérons une compréhension des éléments du contrôle interne pertinents pour l'audit afin de concevoir des procédures d'audit appropriées aux circonstances, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne de l'entité ;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, de même que des informations y afférentes fournies par cette dernière ;
- nous tirons une conclusion quant au caractère approprié de l'utilisation par la direction du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants obtenus, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité de l'entité à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport sur les informations fournies dans les états financiers au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants obtenus jusqu'à la date de notre rapport ;
- nous évaluons la présentation d'ensemble, la forme et le contenu des états financiers, y compris les informations fournies dans les notes, et apprécions si les états financiers représentent les opérations et événements sous-jacents d'une manière propre à donner une image fidèle.

Nous communiquons aux responsables de la gouvernance notamment l'étendue et le calendrier prévus des travaux d'audit et nos constatations importantes, y compris toute déficience importante du contrôle interne que nous aurions relevée au cours de notre audit. Nous fournissons également aux responsables de la gouvernance une déclaration précisant que nous nous sommes conformés aux règles de déontologie pertinentes concernant l'indépendance, et leur communiquons toutes les relations et les autres facteurs qui peuvent raisonnablement être considérés comme susceptibles d'avoir des incidences sur notre indépendance ainsi que les sauvegardes connexes s'il y a lieu.

Le commissaire aux comptes,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger  
Certified Public Accountant

## Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes

*Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2016.*

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- (a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve générale dans la limite de 100 % du capital ; et
- (b) le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.<sup>55</sup>

Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve générale de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au prorata et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des statuts du SEBC<sup>56</sup>.

Le bénéfice net de la BCE pour 2016 s'établit à 1 193,1 millions d'euros. Conformément à une décision du Conseil des gouverneurs, un acompte sur dividendes, à hauteur de 966,2 millions d'euros, a été versé aux BCN de la zone euro le 31 janvier 2017. Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de distribuer le bénéfice restant, de 226,9 millions d'euros, aux BCN de la zone euro.

	2016 euros	2015 euros
Bénéfice de l'exercice	1 193 108 250	1 081 790 763
Acomptes sur dividendes	(966 234 559)	(812 134 494)
Bénéfice après versement de l'acompte sur dividendes	226 873 691	269 656 269
Distribution du bénéfice restant	(226 873 691)	(269 656 269)
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>55</sup> Les BCN n'appartenant pas à la zone euro ne peuvent recevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE et ne sont pas tenues de financer les pertes de la BCE.

<sup>56</sup> L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

# Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2016<sup>1</sup>

(en millions d'euros)<sup>2</sup>

ACTIF	31 décembre 2016	31 décembre 2015
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>382 061</b>	<b>338 713</b>
<b>2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>327 854</b>	<b>307 243</b>
2.1 Créances sur le FMI	78 752	80 384
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	249 102	226 860
<b>3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>30 719</b>	<b>31 110</b>
<b>4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>19 082</b>	<b>20 242</b>
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	19 082	20 242
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
<b>5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>595 873</b>	<b>558 989</b>
5.1 Opérations principales de refinancement	39 131	88 978
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	556 570	469 543
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	172	468
5.6 Appels de marge versés	0	0
<b>6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>69 104</b>	<b>107 864</b>
<b>7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>1 974 899</b>	<b>1 161 004</b>
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	1 654 026	803 135
7.2 Autres titres	320 873	357 869
<b>8 Créances en euros sur des administrations publiques</b>	<b>26 460</b>	<b>25 145</b>
<b>9 Autres actifs</b>	<b>236 847</b>	<b>230 236</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>3 662 901</b>	<b>2 780 546</b>

<sup>1</sup> Sur la base de données provisoires non encore certifiées. Les comptes annuels des BCN seront clos d'ici fin mai 2017 et le bilan annuel consolidé final de l'Eurosystème publié par la suite.

<sup>2</sup> Les totaux/sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 décembre 2016	31 décembre 2015
<b>1 Billets en circulation</b>	<b>1 126 216</b>	<b>1 083 539</b>
<b>2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>1 313 264</b>	<b>768 419</b>
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	888 988	555 864
2.2 Facilité de dépôt	424 208	212 415
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	69	140
<b>3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>9 427</b>	<b>5 200</b>
<b>4 Certificats de dette émis</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	<b>220 760</b>	<b>141 805</b>
5.1 Administrations publiques	114 880	59 295
5.2 Autres engagements	105 880	82 510
<b>6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>205 678</b>	<b>54 529</b>
<b>7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>3 644</b>	<b>2 803</b>
<b>8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>9 301</b>	<b>3 677</b>
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	9 301	3 677
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
<b>9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	<b>59 263</b>	<b>59 179</b>
<b>10 Autres engagements</b>	<b>221 402</b>	<b>217 492</b>
<b>11 Comptes de réévaluation</b>	<b>394 418</b>	<b>345 703</b>
<b>12 Capital et réserves</b>	<b>99 527</b>	<b>98 199</b>
<b>Total du passif</b>	<b>3 662 901</b>	<b>2 780 546</b>

## Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

## Further information

ECB statistics:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

## Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2017.

## Conventions used in the table

---

- data do not exist/data are not applicable	(p) provisional
. data are not yet available	s.a. seasonally adjusted
... nil or negligible	n.s.a. non-seasonally adjusted

# 1 Financial and monetary developments

## 1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: <sup>1)</sup>	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. <sup>5)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures <sup>1)</sup>

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

### 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations <sup>2), 3)</sup>

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate <sup>4)</sup>	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations <sup>5)</sup>								
2016 29 June <sup>6)</sup>	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. <sup>6)</sup>	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. <sup>6)</sup>	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. <sup>7)</sup>	2,671	36	2,671	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

### 1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate <sup>2)</sup>		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.3 Long-term government bond yields

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
<b>Euro area</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
<b>European Union</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

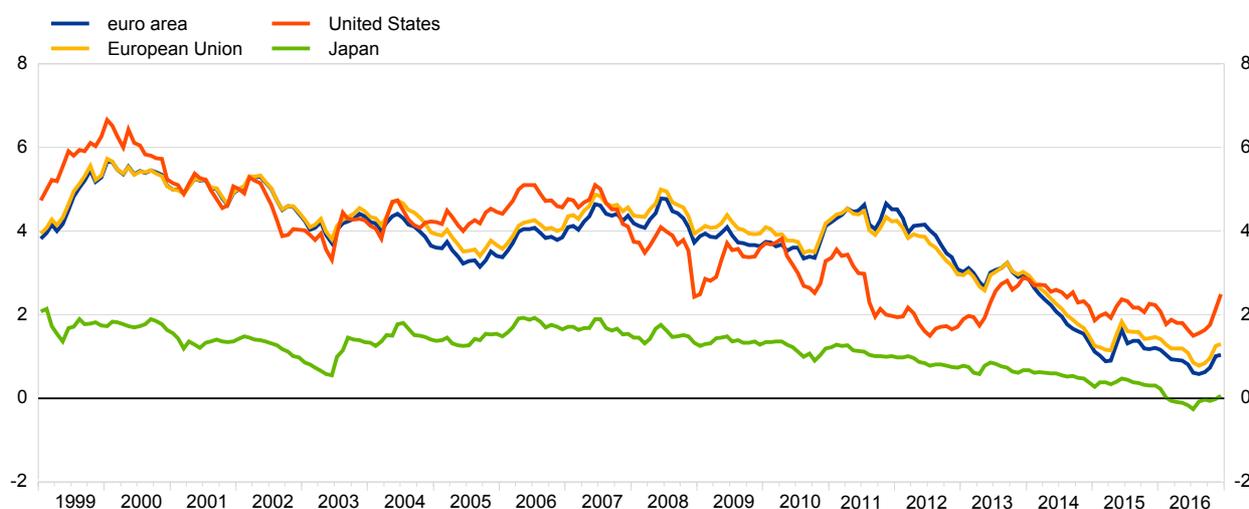
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

2) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields <sup>1)</sup>

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

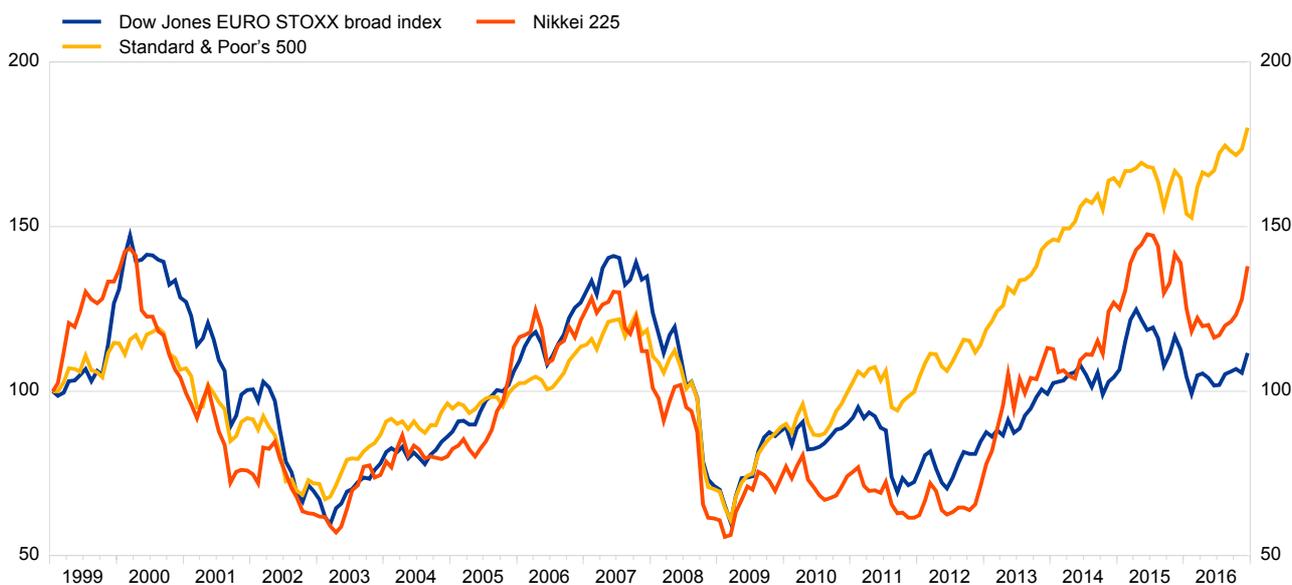
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

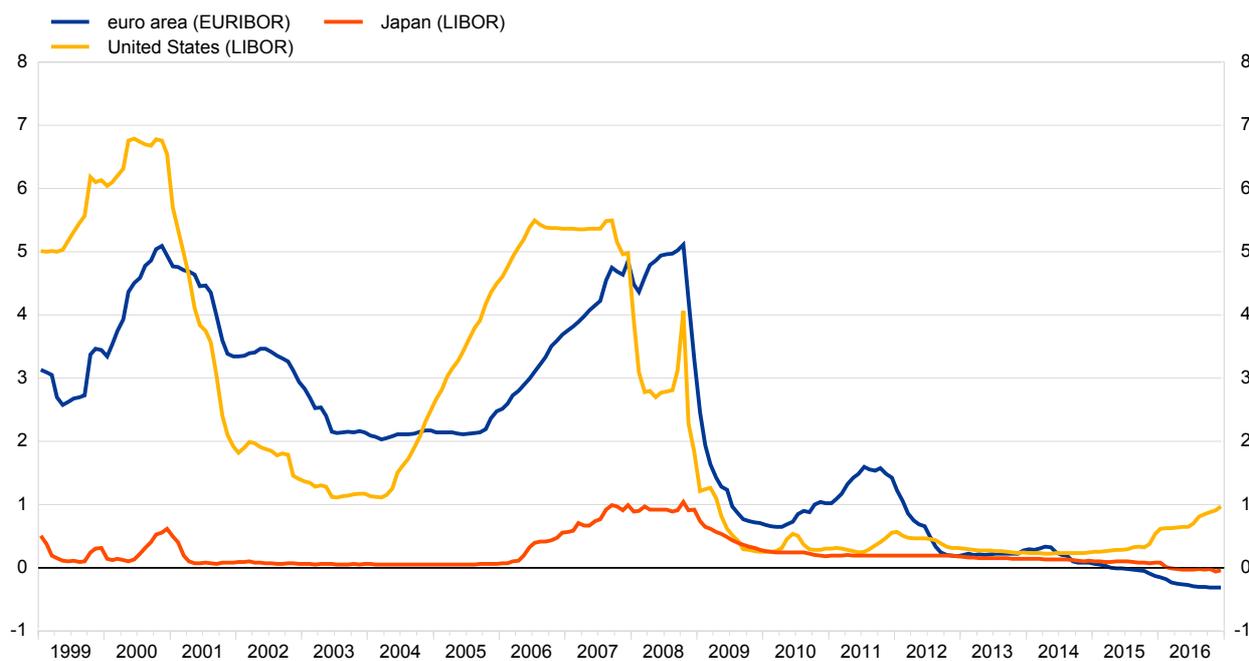
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

### Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

### 1.6.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.6.2 Households for house purchase <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

### 1.7.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area <sup>(2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.7.2 Households <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area <sup>(2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

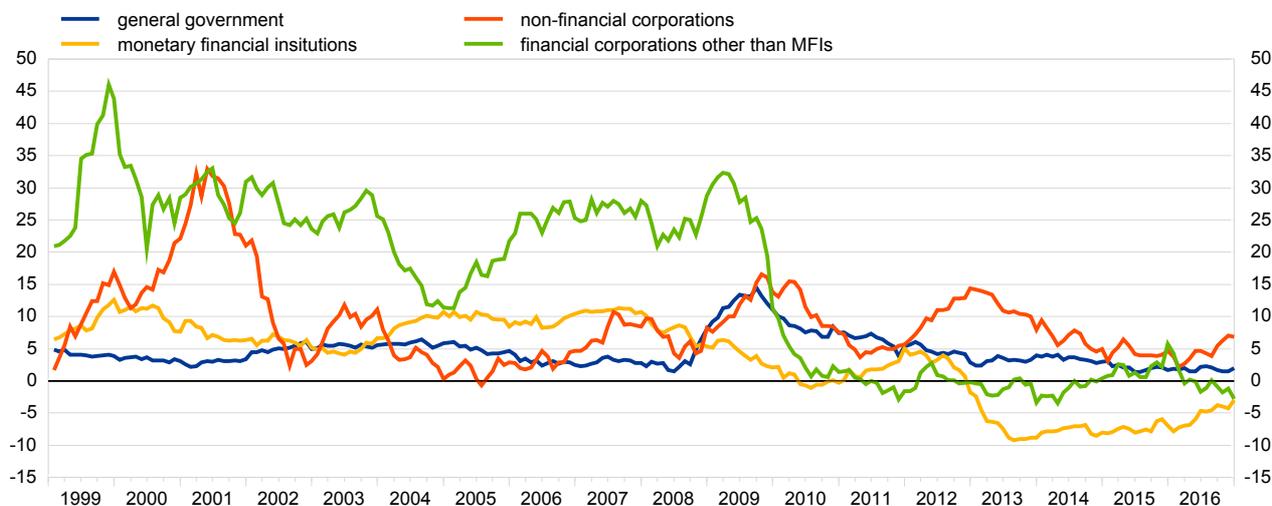
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

Source: ECB.

### Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.9 Listed shares issued by euro area residents

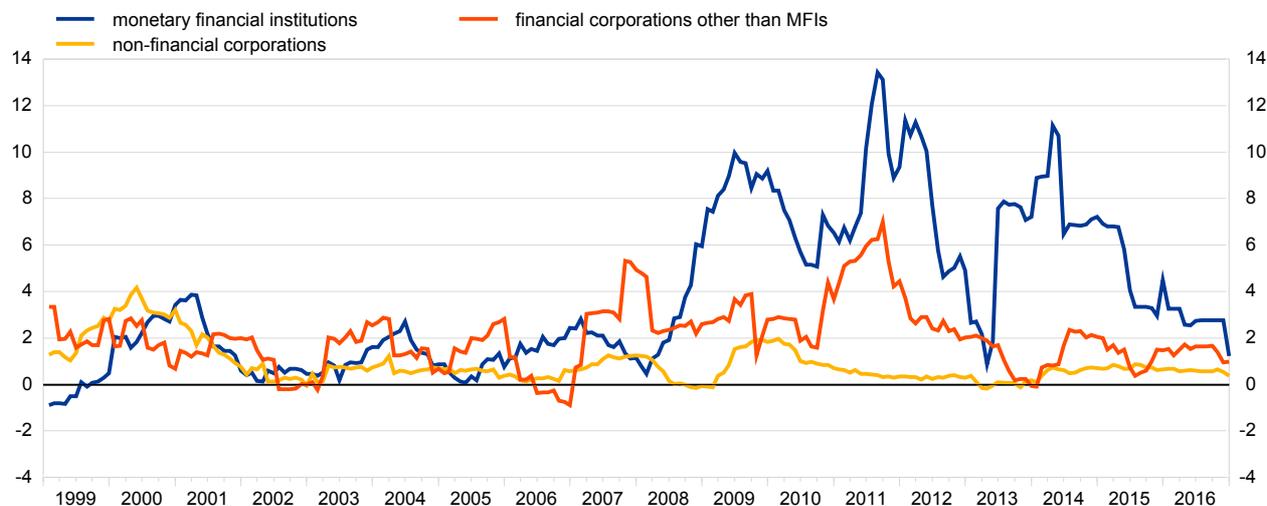
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.10 Monetary aggregates, components and counterparts <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>Components of M3</b>							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
<b>Counterparts of M3 <sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans <sup>4)</sup>	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

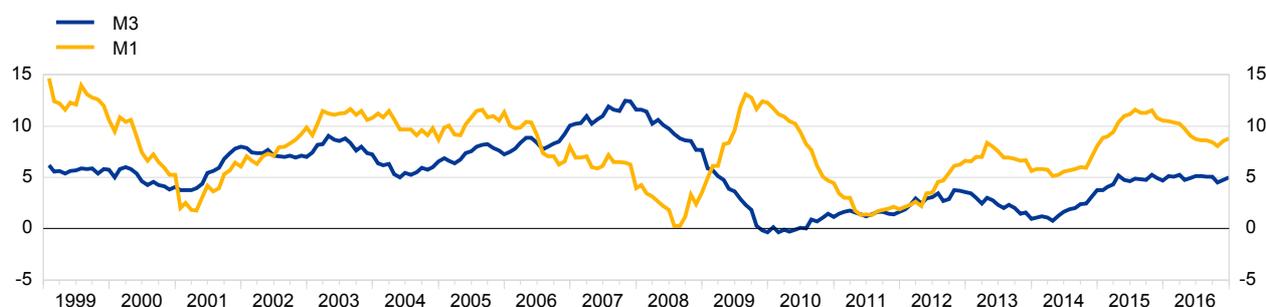
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.10 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.11 MFI loans to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

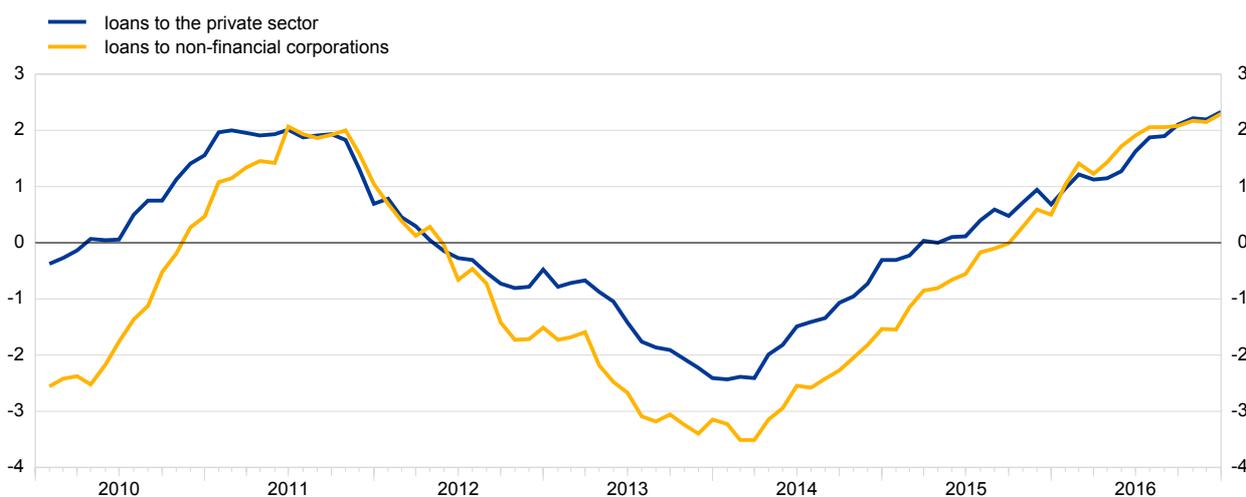
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
<b>Euro area</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.12 MFI loans to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

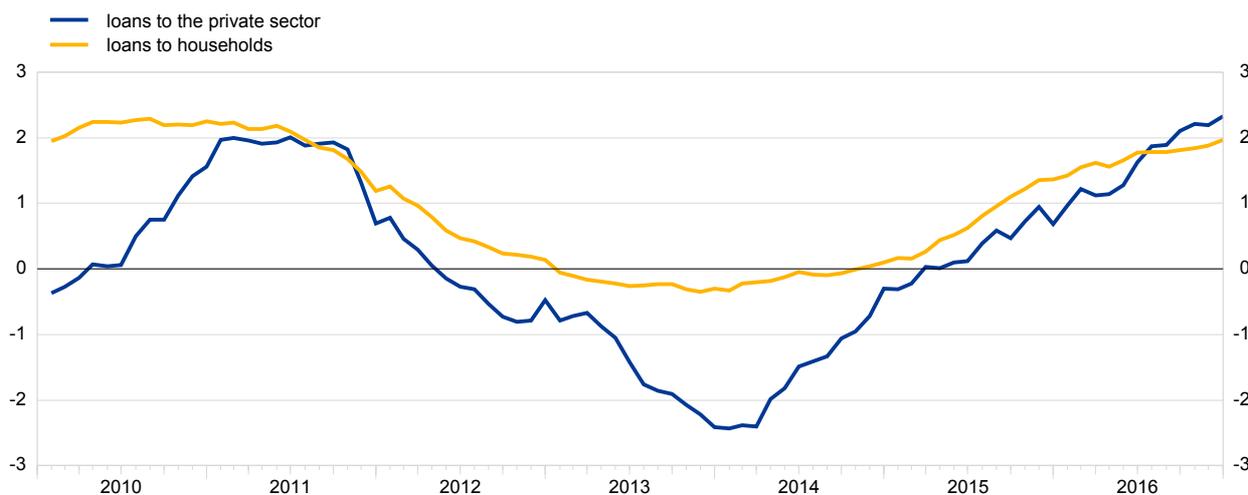
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
<b>Euro area</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

Source: ECB.

<sup>1)</sup> Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

<sup>1)</sup> Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

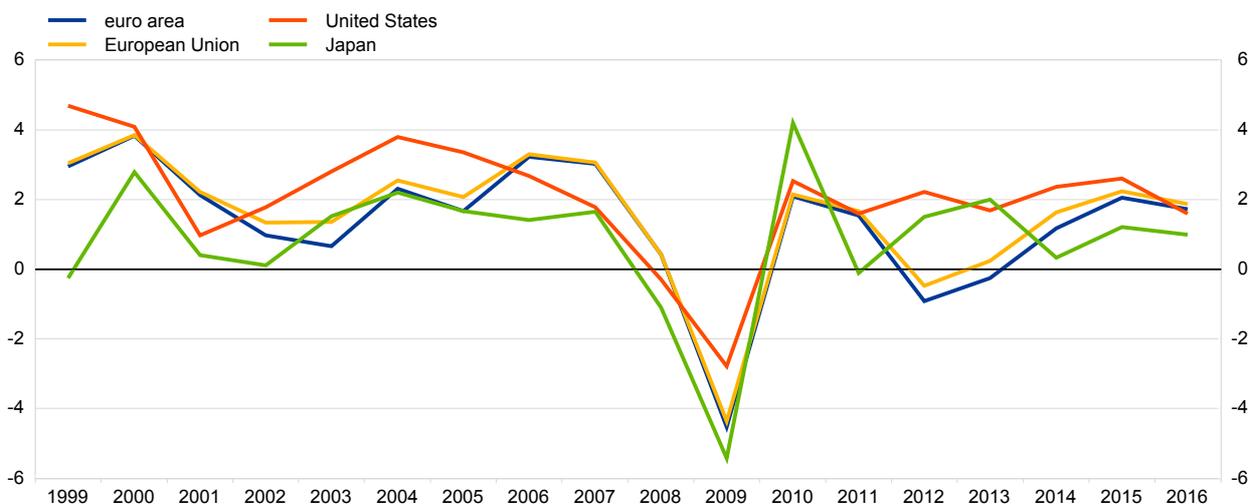
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

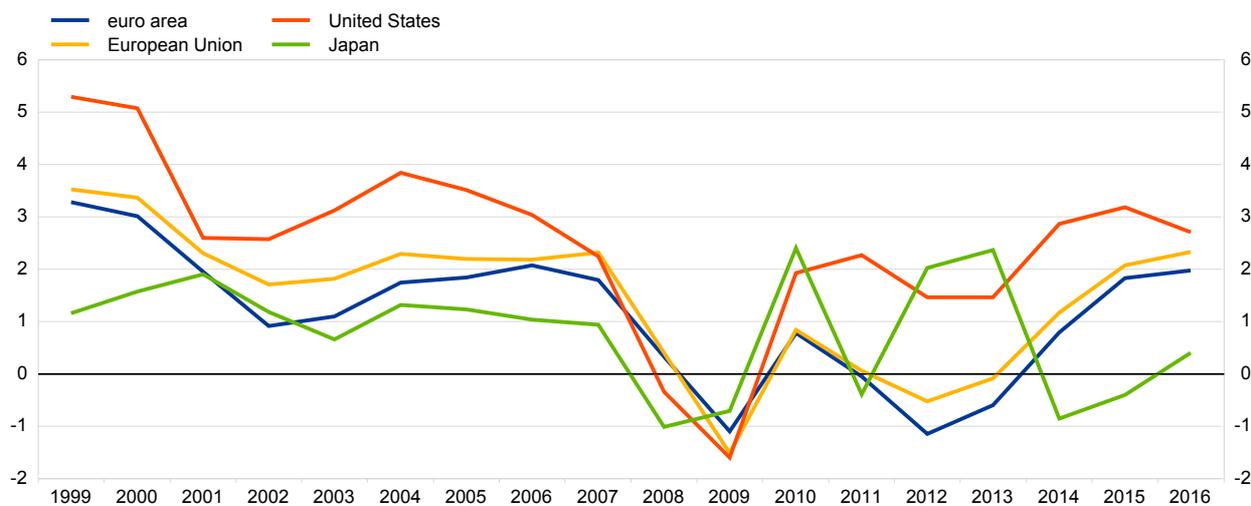
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

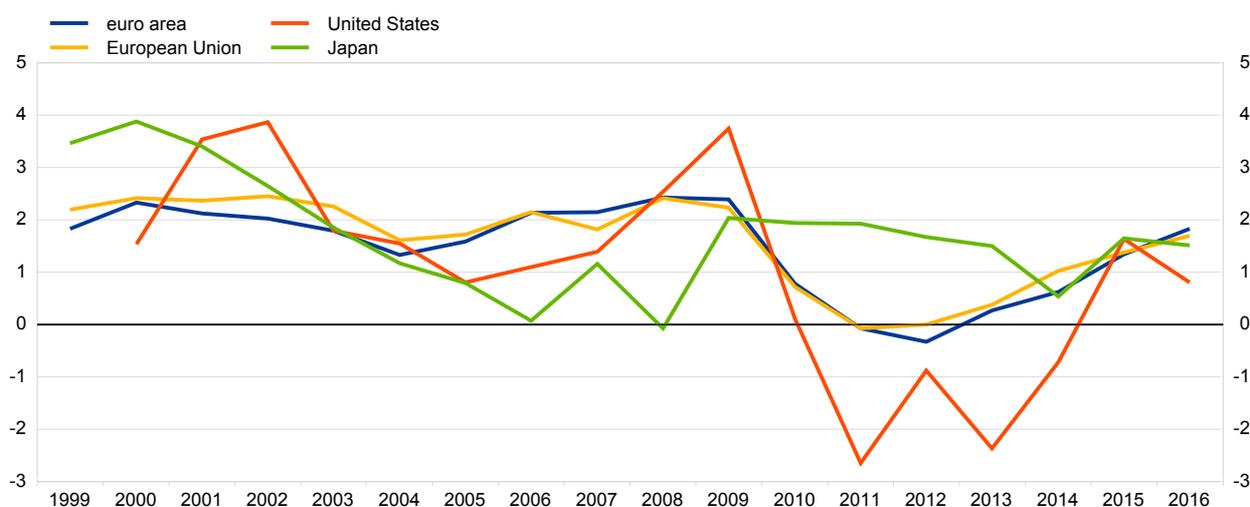
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
<b>Euro area</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
<b>European Union</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

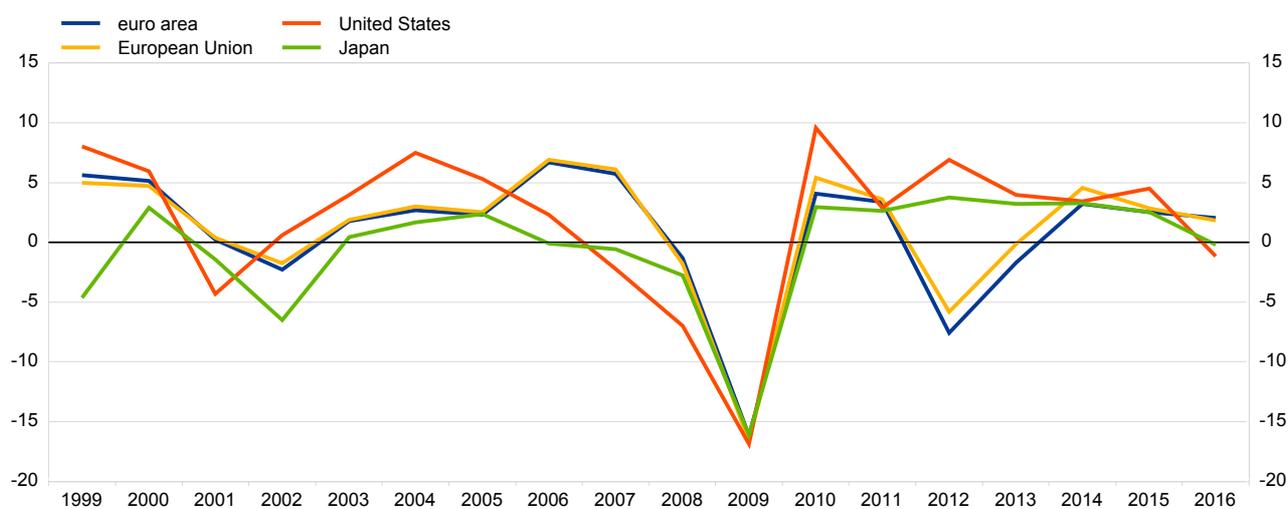
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
<b>Euro area</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>2.9</b>
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
<b>European Union</b>	<b>4.4</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>4.4</b>	<b>6.4</b>	<b>3.0</b>
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

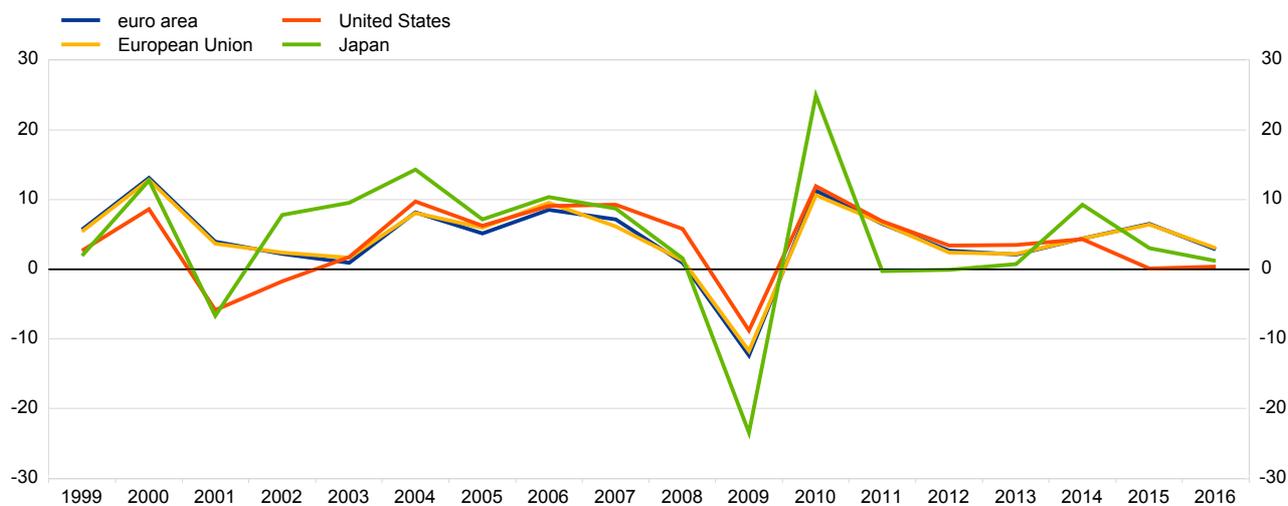
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
<b>Euro area</b>	<b>4.0</b>	<b>5.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>4.9</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
<b>European Union</b>	<b>4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>3.6</b>
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

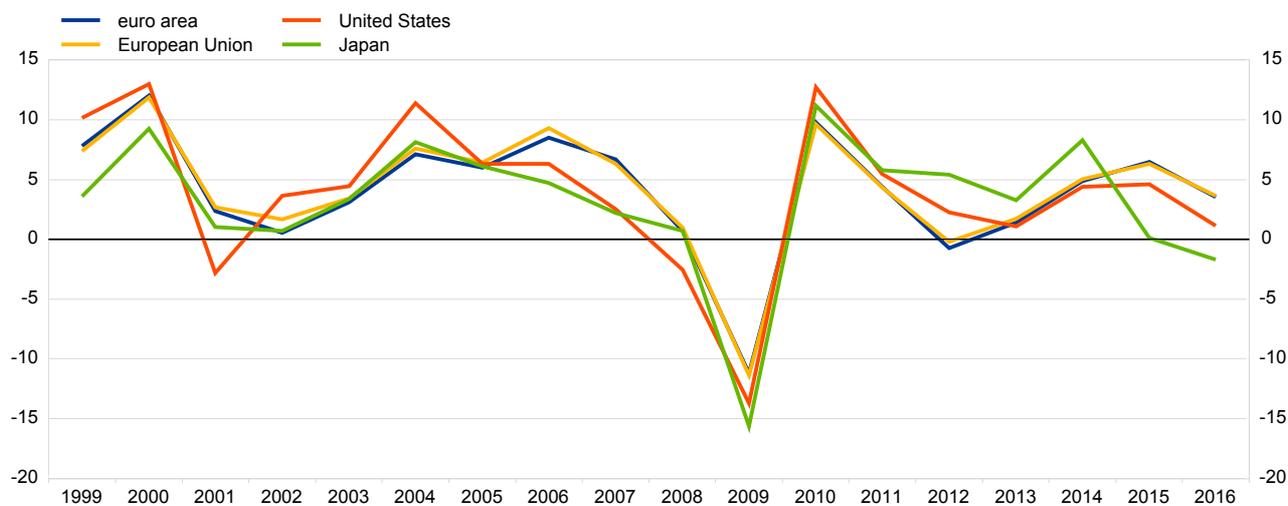
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2016 <sup>1)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
<b>Euro area</b>	<b>8,933.4</b>	<b>8,107.3</b>	<b>9,966.1</b>	<b>9,932.1</b>	<b>10,135.2</b>	<b>10,459.6</b>	<b>10,733.2</b>
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
<b>European Union</b>	<b>12,193.9</b>	<b>11,064.0</b>	<b>13,606.3</b>	<b>13,558.6</b>	<b>14,002.6</b>	<b>14,714.0</b>	<b>14,819.6</b>
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

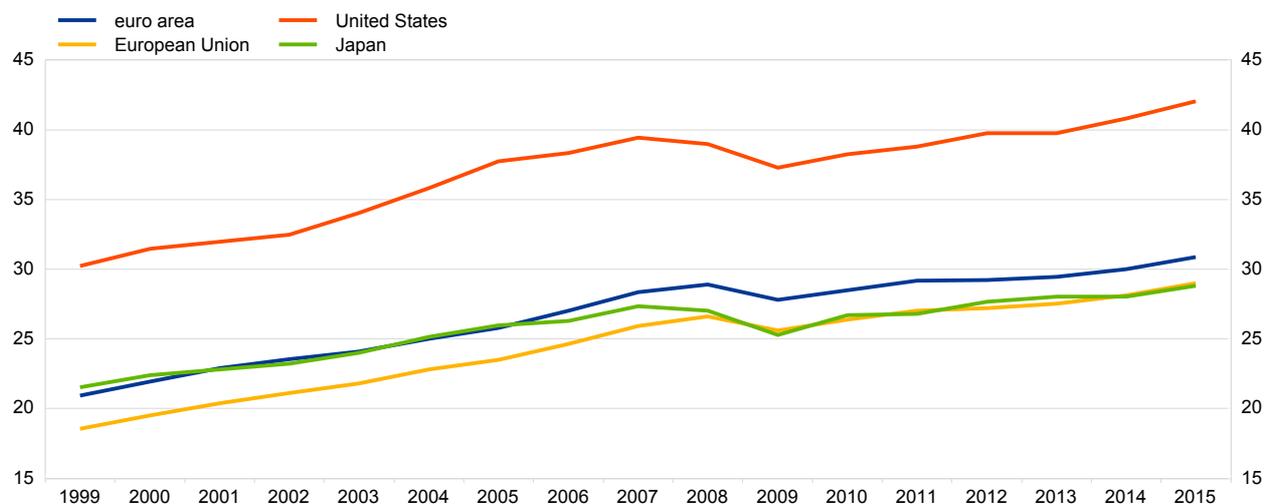
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

### Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

## 2 Economic activity

### 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
<b>Euro area</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
<b>European Union</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

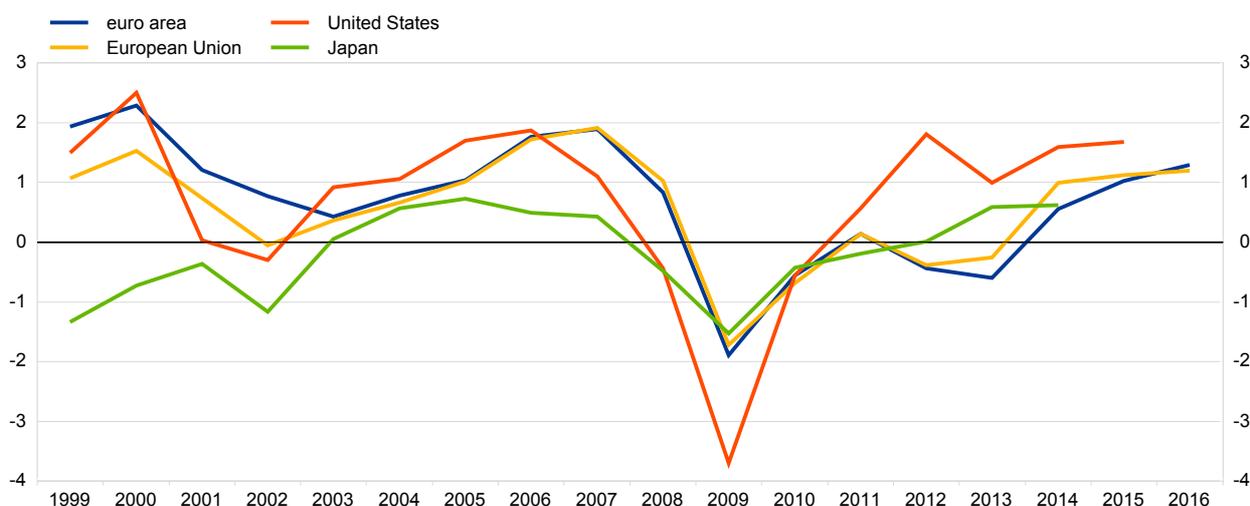
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
<b>Euro area</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
<b>European Union</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

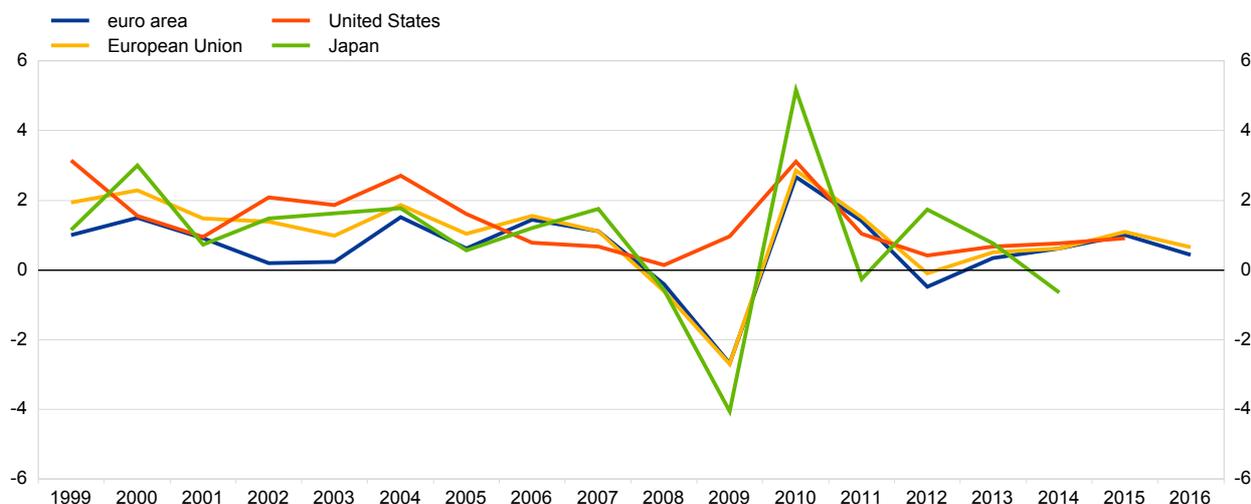
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

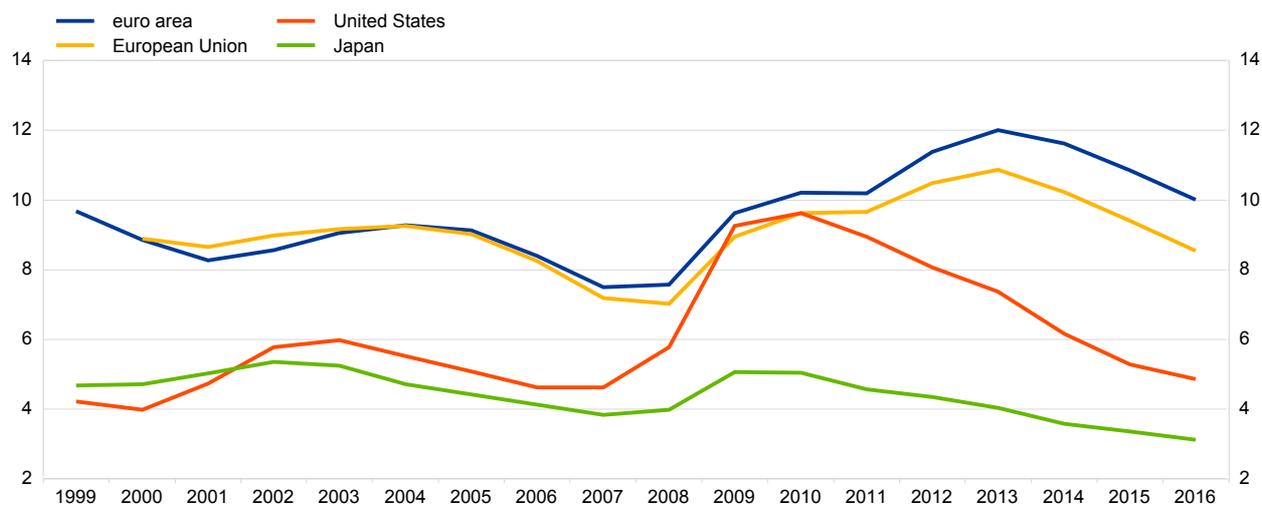
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
<b>Euro area</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>10.9</b>	<b>10.0</b>
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
<b>European Union</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

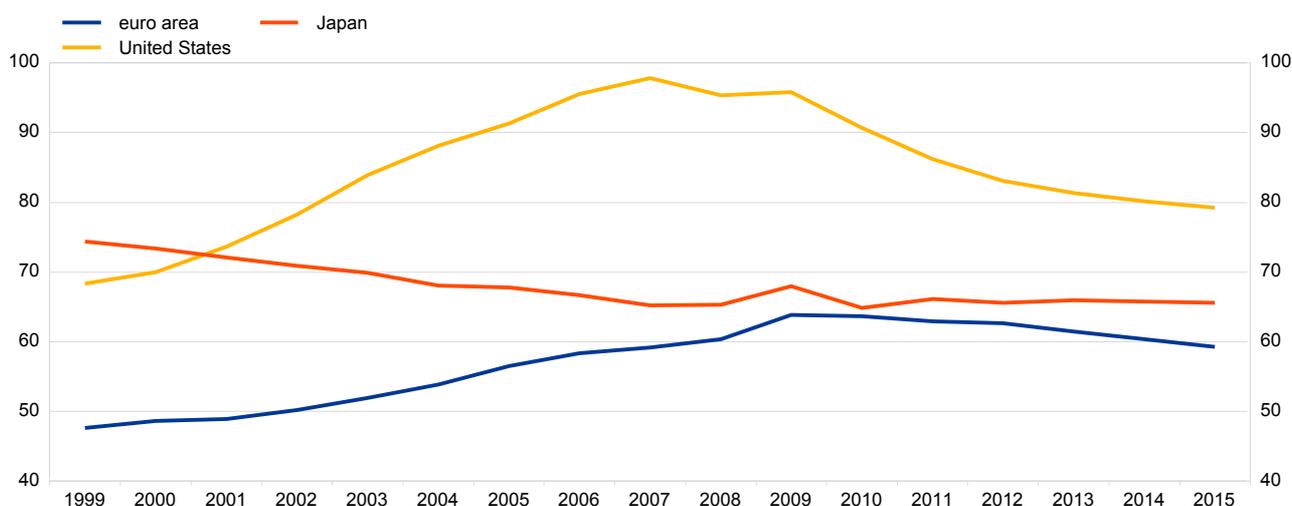
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
<b>Euro area</b>	<b>57.0</b>	<b>53.5</b>	<b>62.0</b>	<b>62.7</b>	<b>61.5</b>	<b>60.4</b>	<b>59.3</b>
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income<sup>1)</sup>)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
<b>Euro area</b>	<b>13.3</b>	<b>13.6</b>	<b>12.9</b>	<b>12.3</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.3</b>
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
<b>European Union</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>10.6</b>	<b>10.3</b>
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

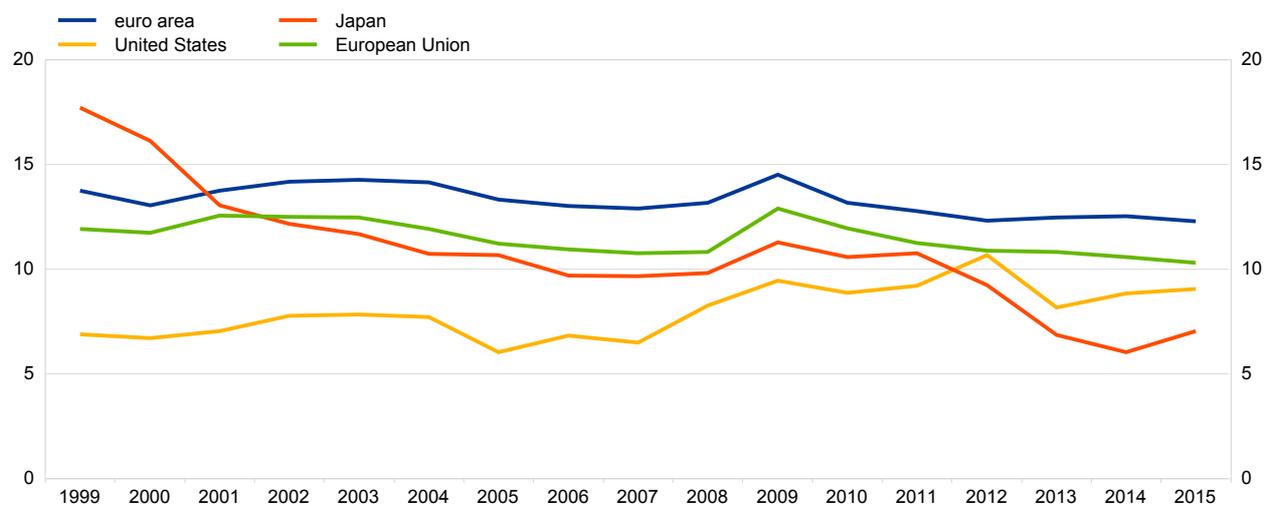
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Ireland and Poland available since 1999; for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

### Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.14 Non-financial corporations' debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
<b>Euro area</b>	<b>100.2</b>	<b>95.2</b>	<b>106.5</b>	<b>107.0</b>	<b>104.4</b>	<b>106.4</b>	<b>108.3</b>
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States <sup>3)</sup>	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan <sup>4)</sup>	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

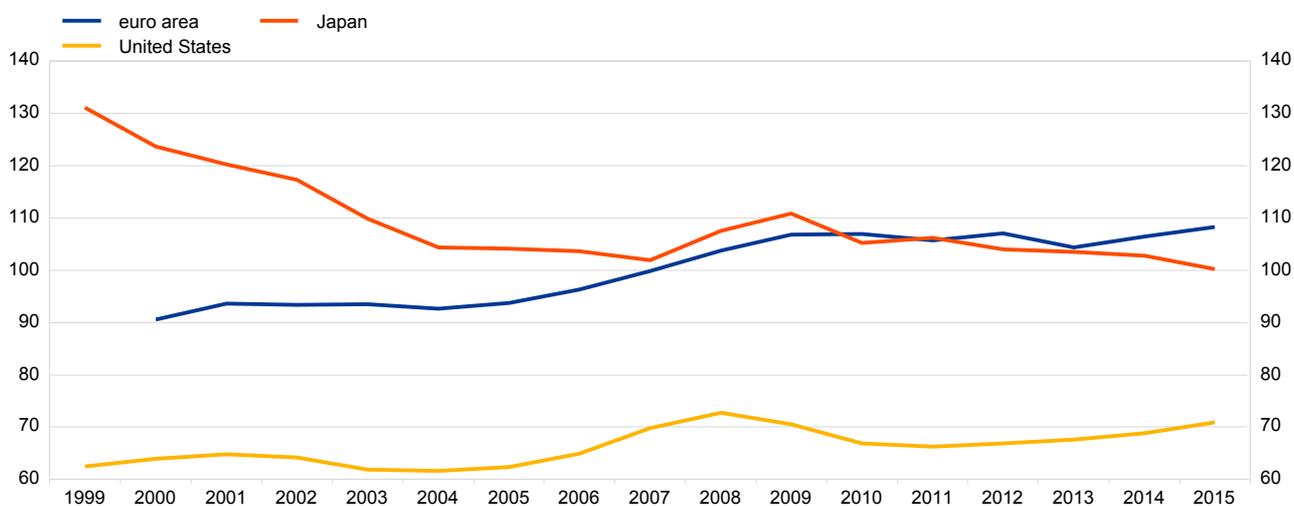
1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 3 Prices and costs

### 3.1 HICP

(annual percentage changes)

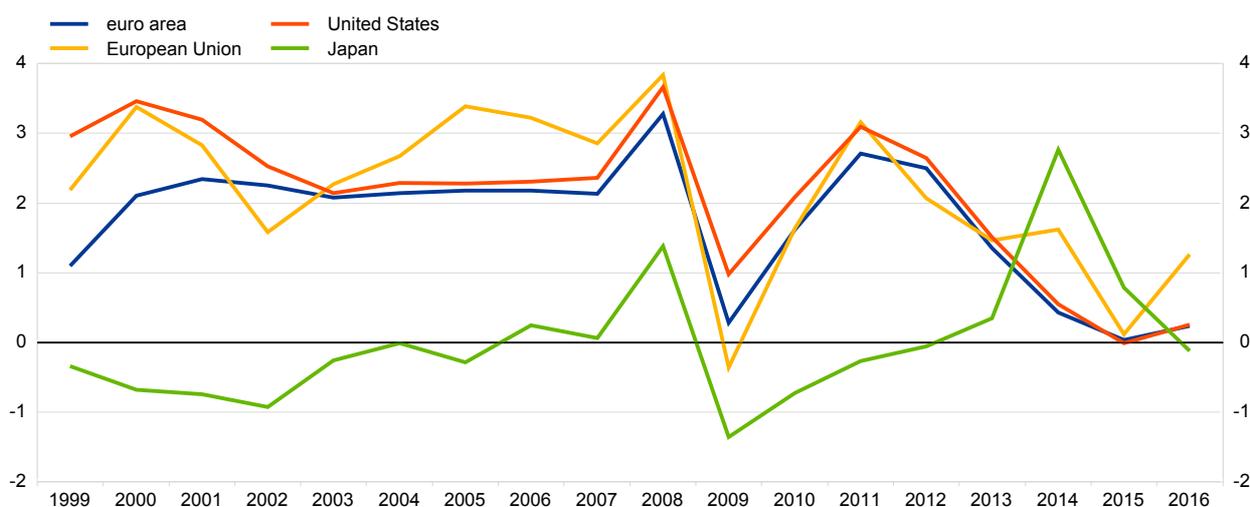
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
<b>European Union</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP 1)

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

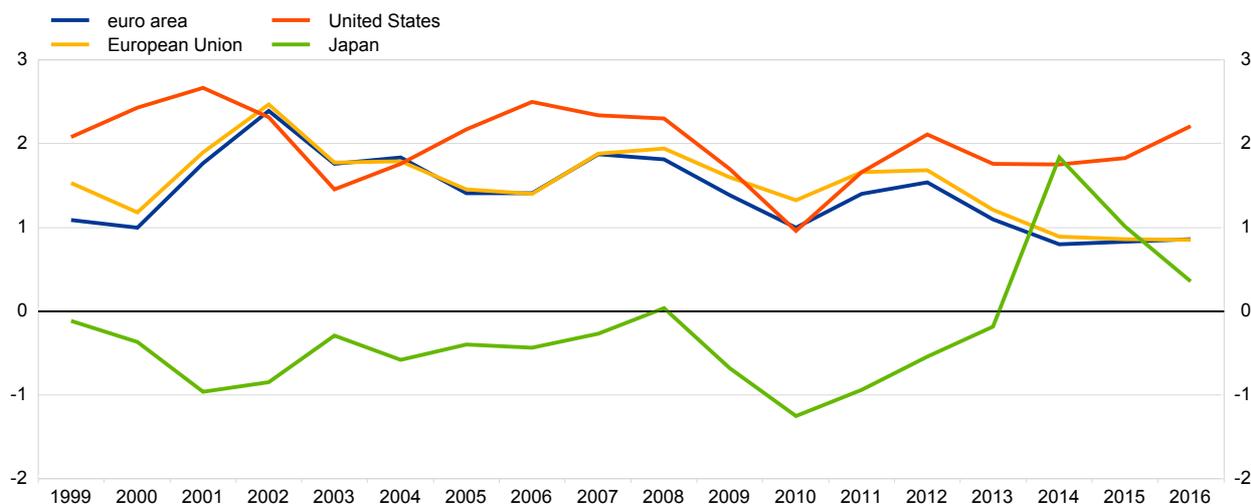
### 3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
United States <sup>2)</sup>	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan <sup>2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.  
2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy<sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

### 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

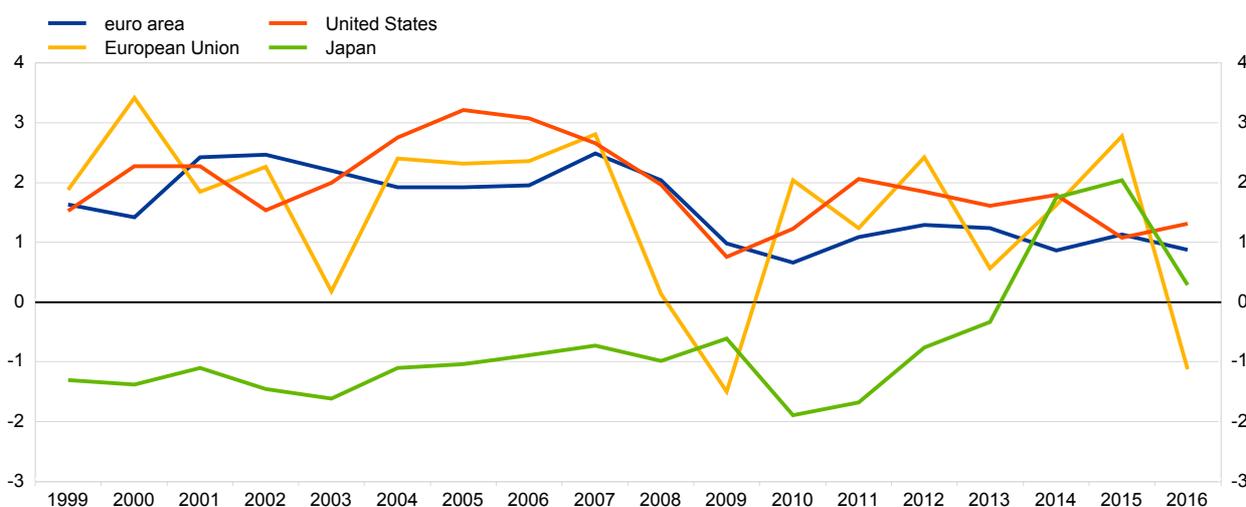
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.4 Industrial producer prices (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.3</b>
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
<b>European Union</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.0</b>
United States <sup>2)</sup>	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan <sup>3)</sup>	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

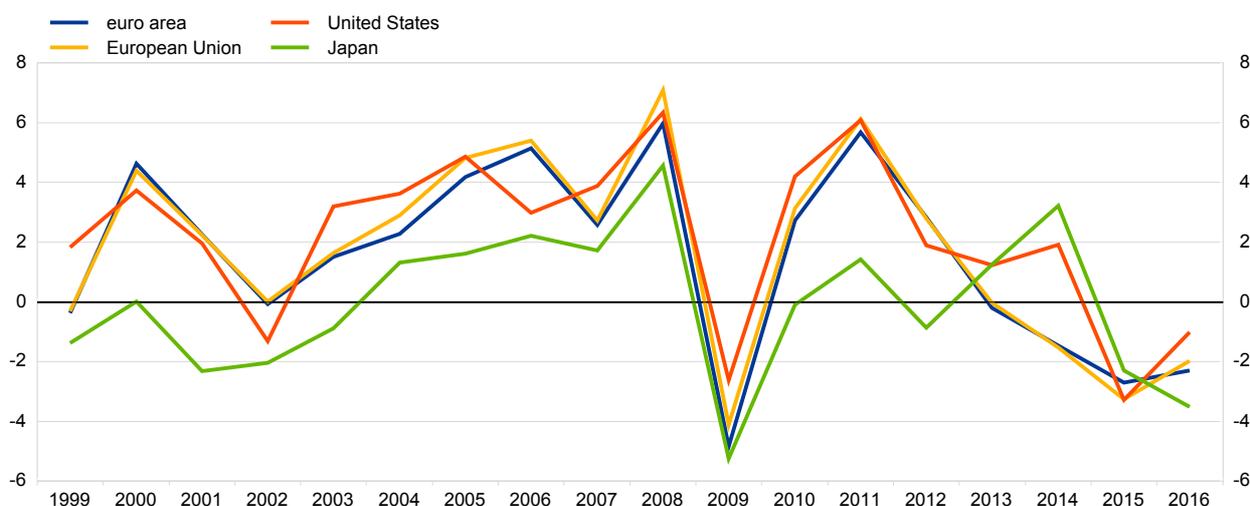
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices <sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

## 3 Prices and costs

### 3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
Euro area	1.5	1.7	1.2	1.2	0.7	0.3	0.8
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
European Union	1.6	1.9	1.2	1.1	0.6	0.2	1.0
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

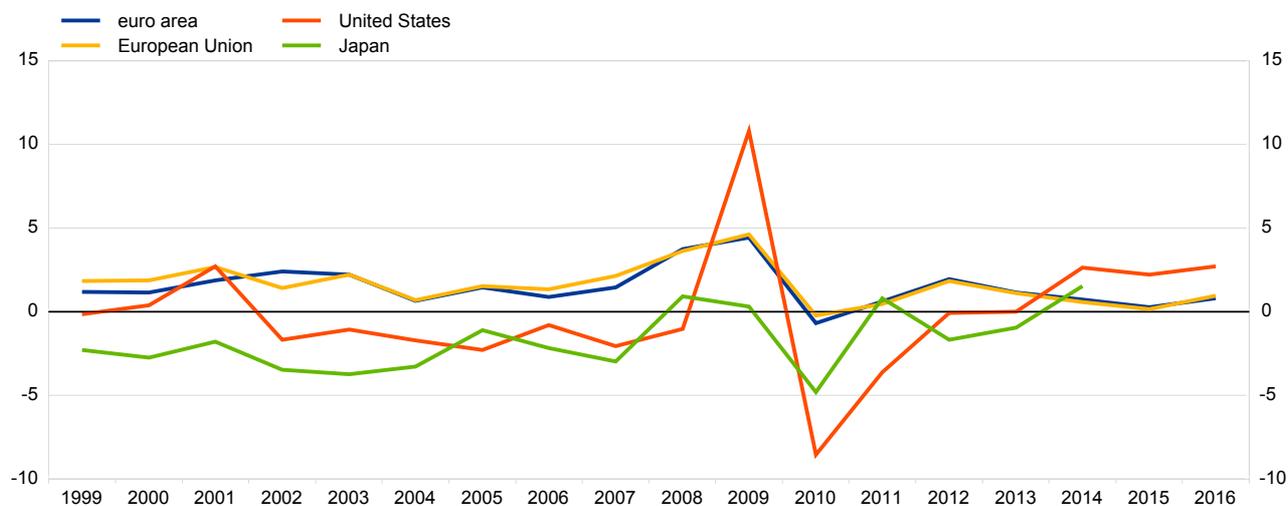
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

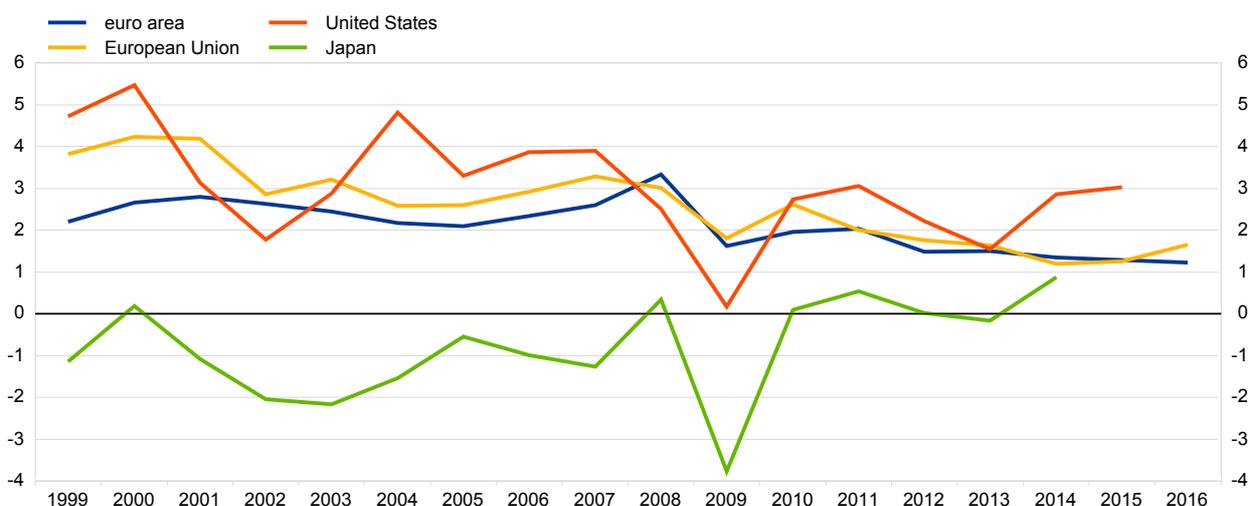
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 3.6 Compensation per employee  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

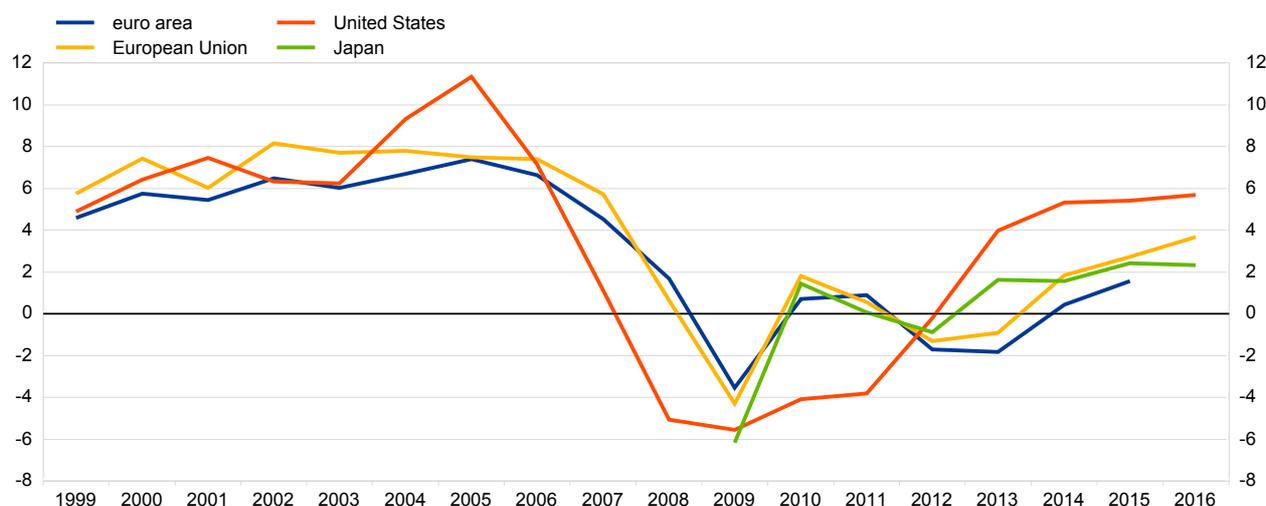
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

Chart 3.7 Residential property prices  
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

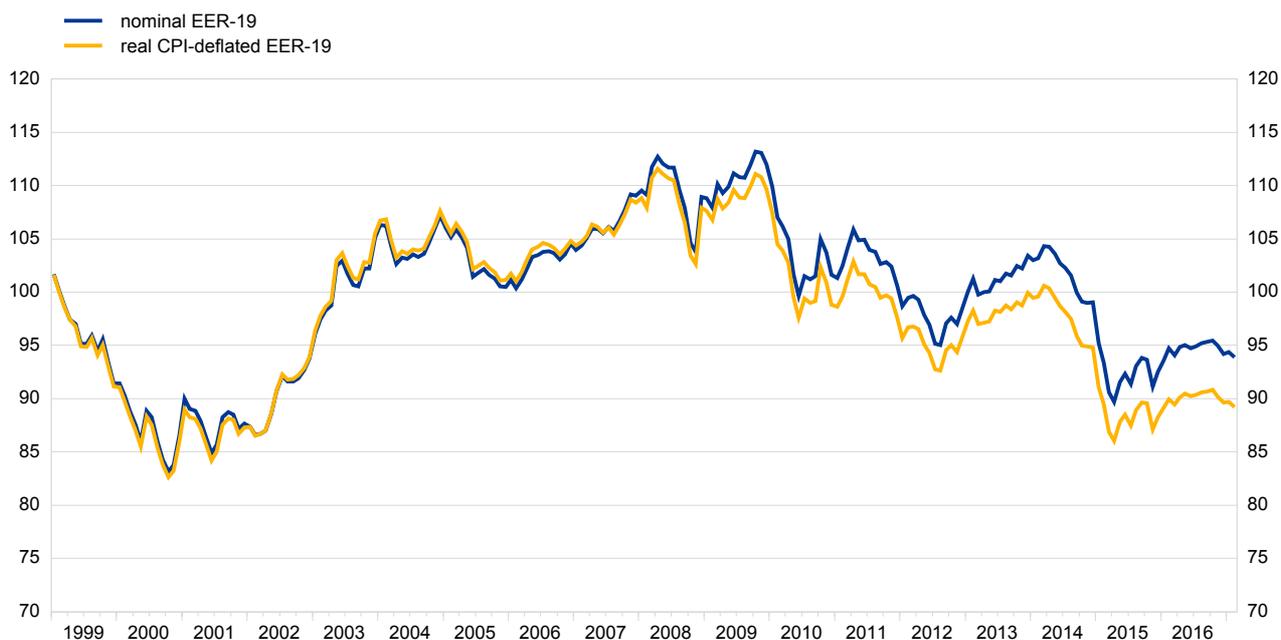
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

### Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

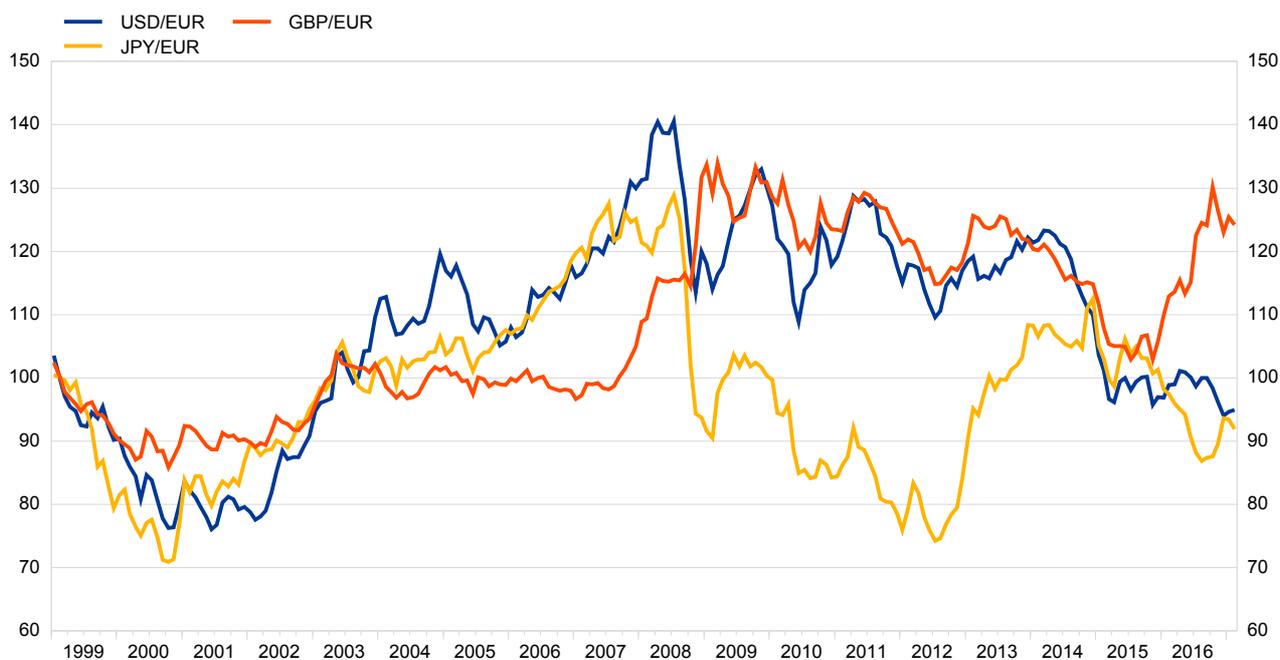
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

### Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.3 Real effective exchange rates <sup>1)</sup>

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
<b>Euro area</b>	<b>96.8</b>	<b>97.9</b>	<b>95.5</b>	<b>95.5</b>	<b>96.1</b>	<b>87.8</b>	<b>90.0</b>
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
<b>European Union</b>	<b>-</b>						
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

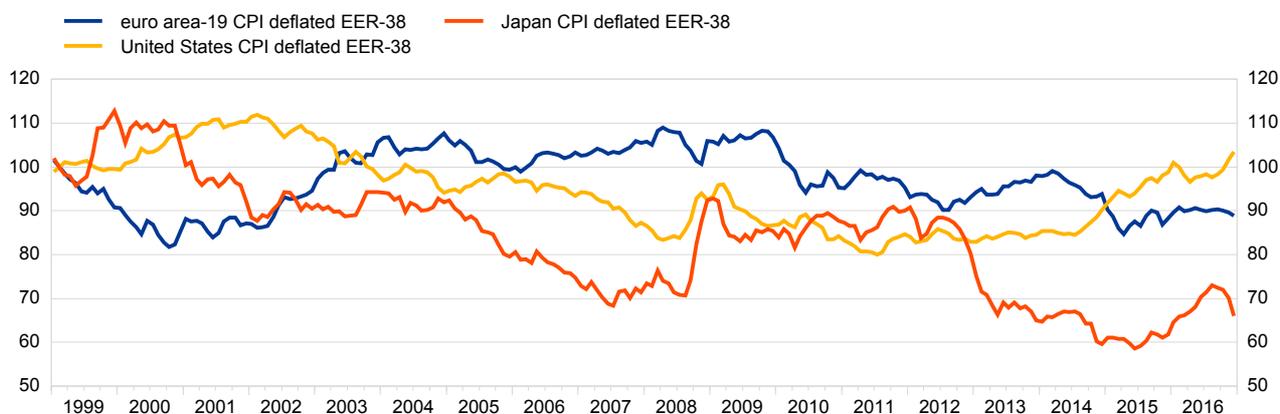
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed. A positive change points to a decrease in price competitiveness.

### Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.4 Balance of payments: net current account

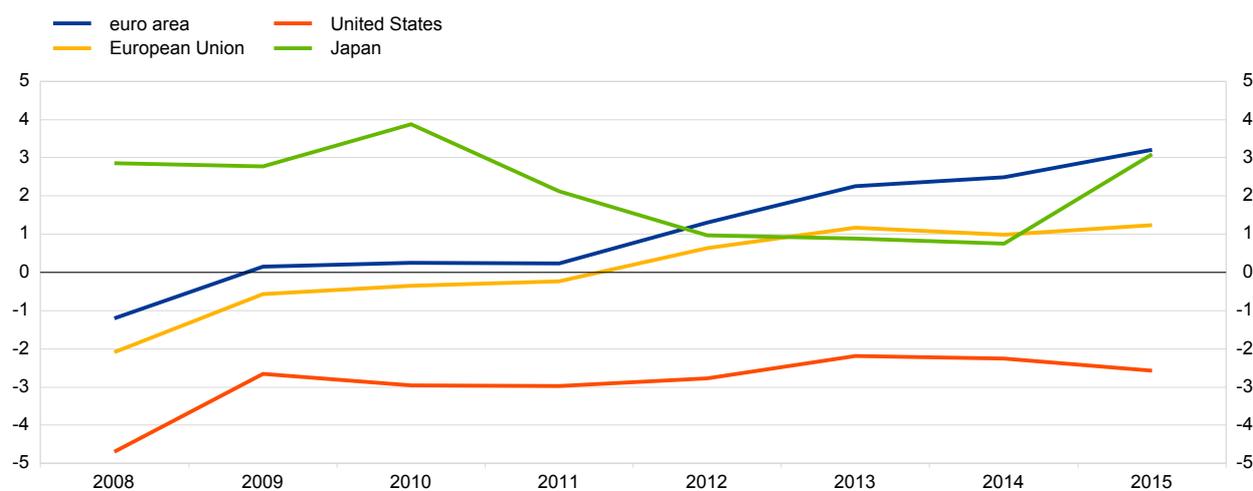
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
<b>European Union</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

### Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

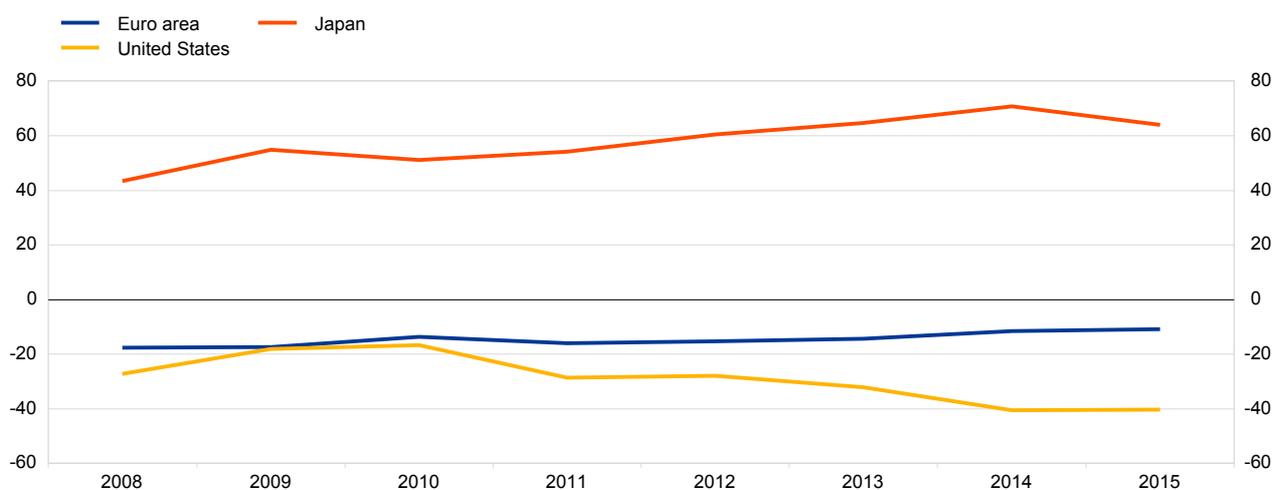
	2008-2015 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
<b>Euro area</b>	<b>-14.6</b>	<b>-16.2</b>	<b>-13.0</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>-11.5</b>	<b>-10.9</b>
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

### Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

## 5 Fiscal developments

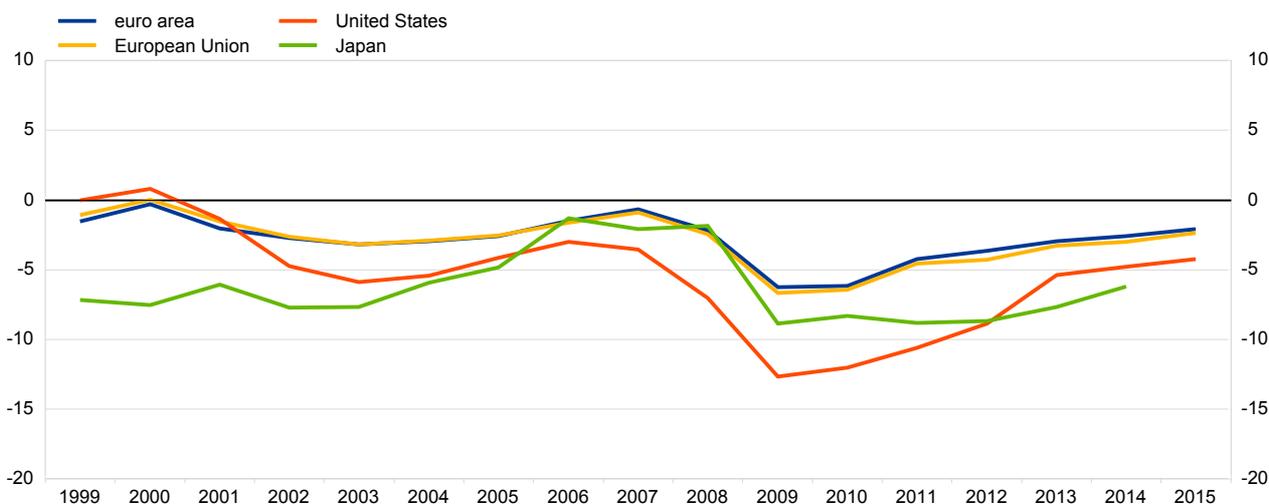
### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
Euro area	-2.8	-2.0	-4.0	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
European Union	-2.9	-1.9	-4.4	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.1 General government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.2 Primary general government balance <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

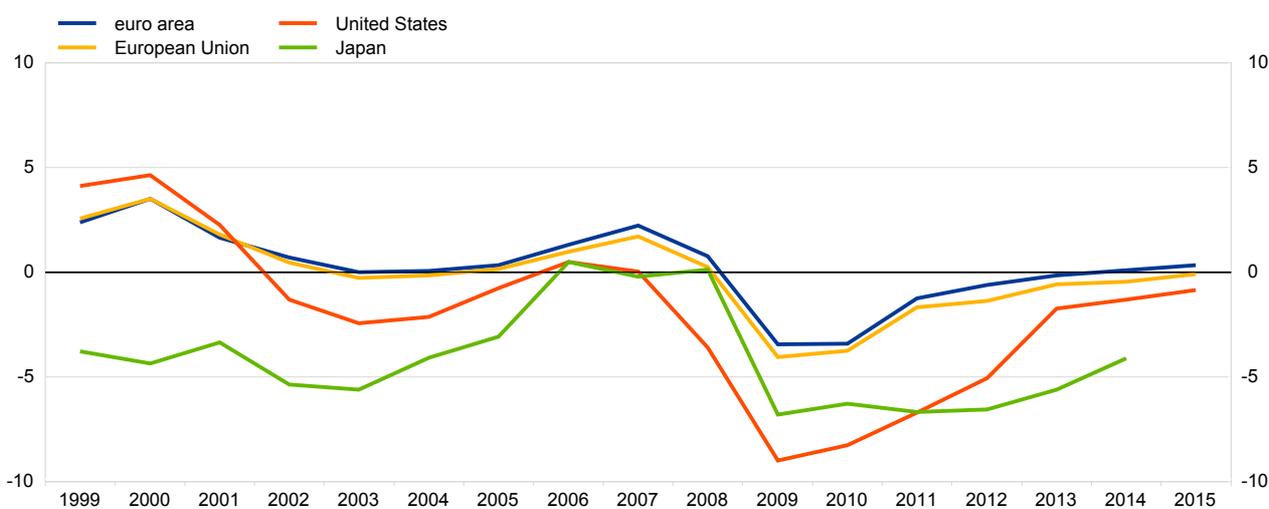
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

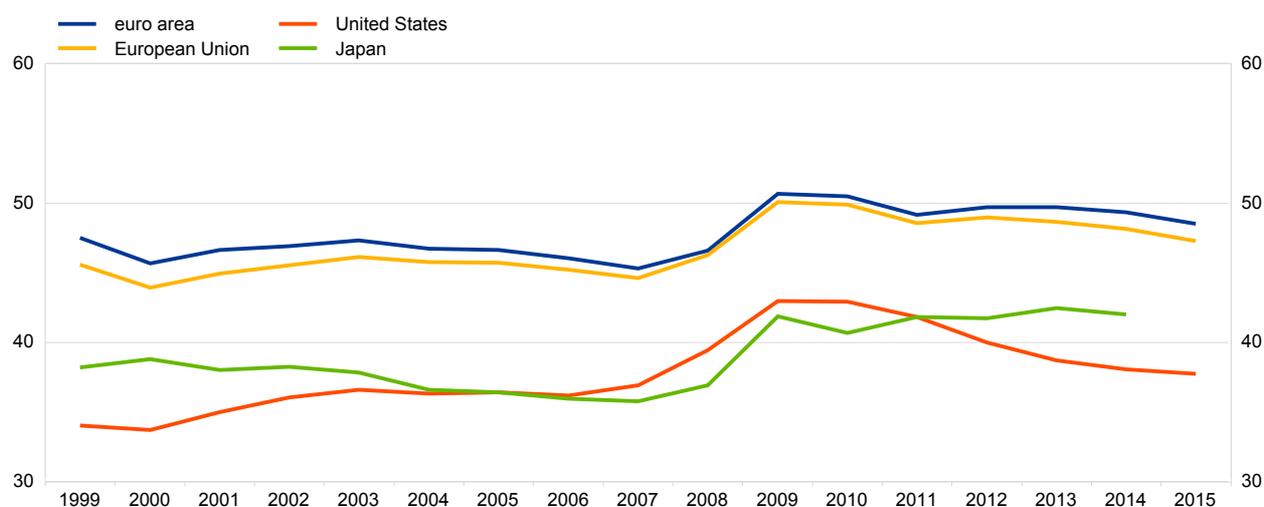
### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
<b>Euro area</b>	<b>47.8</b>	<b>46.5</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.4</b>	<b>48.5</b>
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
<b>European Union</b>	<b>46.8</b>	<b>45.4</b>	<b>48.8</b>	<b>49.0</b>	<b>48.7</b>	<b>48.1</b>	<b>47.3</b>
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.4 General government debt 1) (percentages of GDP)

	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

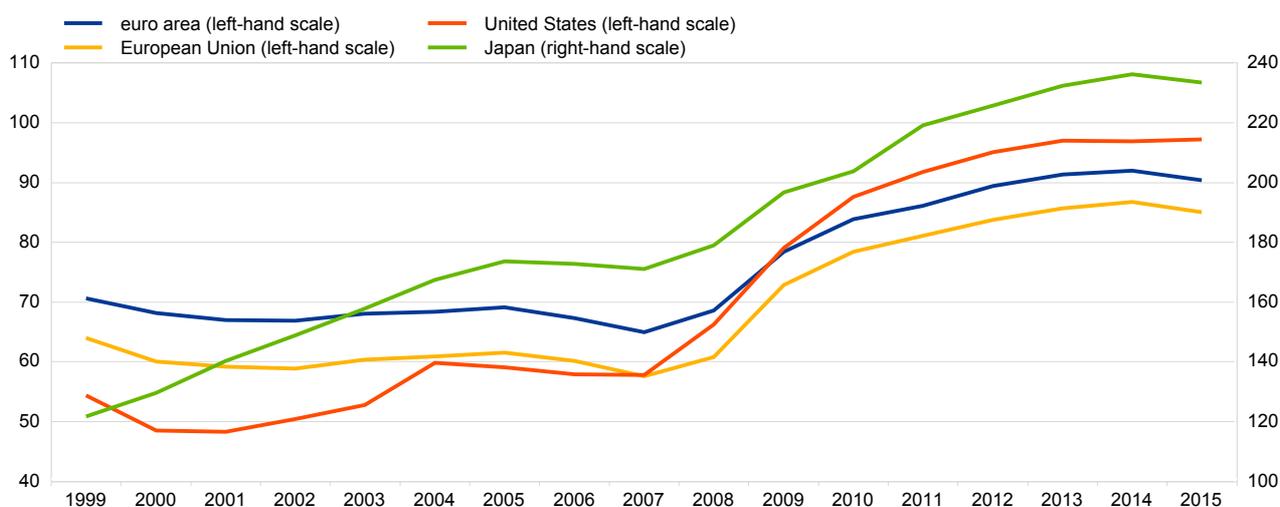
Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002.

### Chart 5.4 General government debt

(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## Abréviations

### Pays

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

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

### Autres

BCE	Banque centrale européenne	OIT	Organisation internationale du travail
BCN	Banque centrale nationale	PDE	Procédure de déficit excessif
BRI	Banque des règlements internationaux	PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
CERS	Comité européen du risque systémique	PIB	Produit intérieur brut
DG ECFIN	Direction générale des affaires économiques et financières, Commission européenne	SEBC	Système européen de banques centrales
EUR	Euro	SEC 95	Système européen de comptes
FMI	Fonds monétaire international	TCE	Taux de change effectif
IFM	Institutions financières monétaires	TSCG	Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire
IME	Institut monétaire européen	UE	Union européenne
IPC	Indice des prix à la consommation	UEM	Union économique et monétaire
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé		
MCE	Mécanisme de change européen		
MSU	Mécanisme de surveillance unique		
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques		

### Conventions utilisées dans les tableaux

« - » données inexistantes/non pertinentes

« . » données non encore disponibles

### © Banque centrale européenne, 2017

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 10 février 2017.

La date d'arrêté des statistiques figurant dans la *Statistical section* est le 15 mars 2017.

Photographies Andreas Böttcher  
Luis Felipe Torrego  
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-289X (html)	DOI	10.2866/647197 (html)
ISSN	1725-289X (pdf)	DOI	10.2866/162787 (pdf)
ISBN	978-92-899-2684-3 (html)	Numéro de catalogue UE	QB-AA-17-001-FR-Q (html)
ISBN	978-92-899-2666-9 (pdf)	Numéro de catalogue UE	QB-AA-17-001-FR-N (pdf)