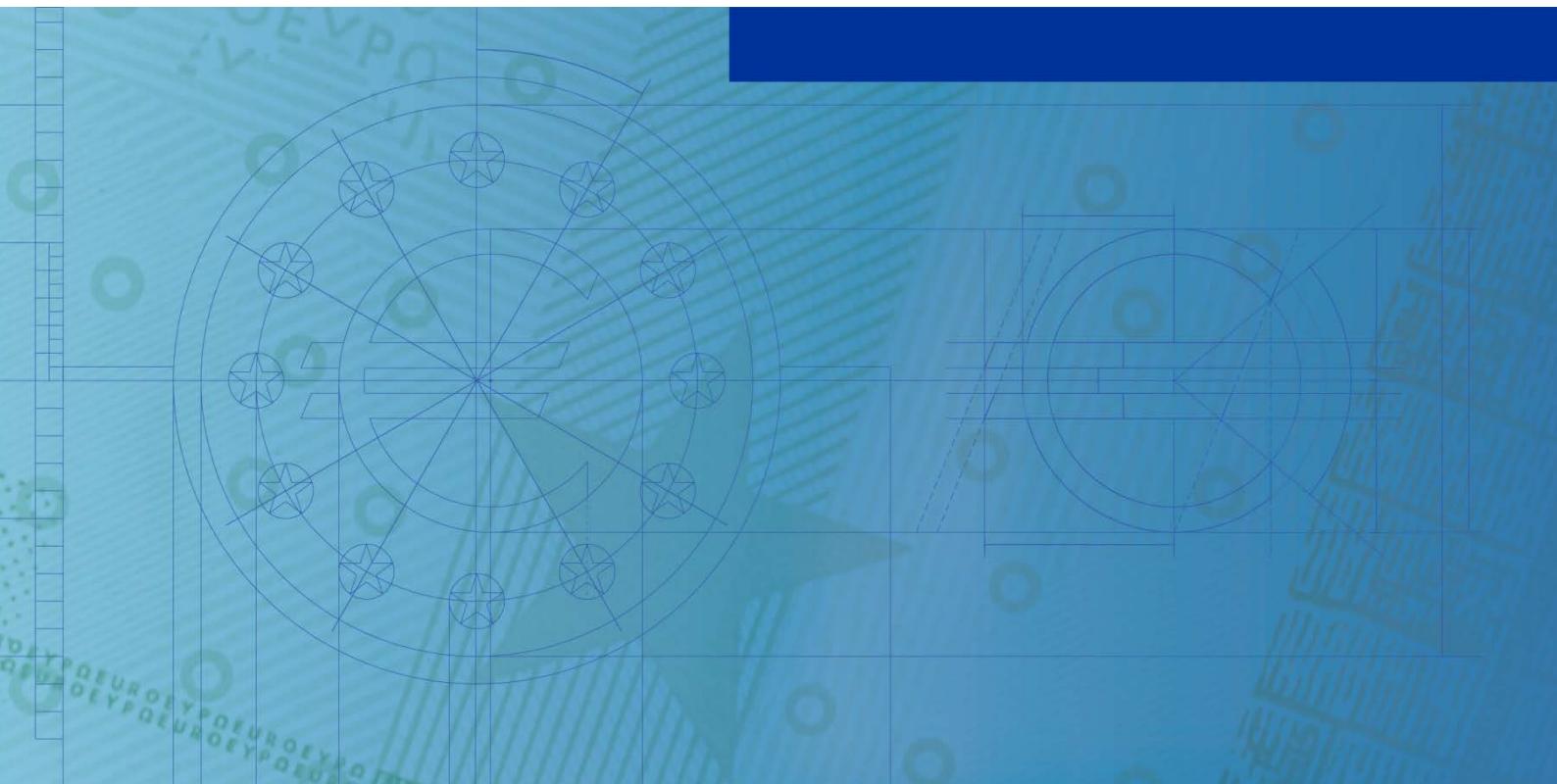


# Rapport annuel

2017



# Sommaire

<b>L'année 2017 en bref</b>	<b>4</b>
<b>L'année en chiffres</b>	<b>7</b>
<b>Les politiques et les activités de la BCE dans le contexte économique et financier de 2017</b>	<b>9</b>
1 <b>La reprise économique de la zone euro a été soutenue par des éléments favorables et par la politique monétaire</b>	9
1.1      La croissance économique mondiale s'est accélérée	10
1.2      Évolutions macroéconomiques, budgétaires et structurelles dans la zone euro	13
<b>Encadré 1</b> Politiques structurelles sur le marché du travail de la zone euro	23
<b>Encadré 2</b> Comprendre la faiblesse de la dynamique de l'inflation	25
<b>Encadré 3</b> Quels sont les facteurs qui déterminent la mise en œuvre de réformes structurelles ?	28
1.3      Évolutions financières et monétaires	31
<b>Encadré 4</b> La dimension structurelle du financement des sociétés non financières et des ménages de la zone euro	38
2 <b>La politique monétaire : patience, persévérence et prudence</b>	43
2.1      Une orientation très accommodante de la politique monétaire	44
<b>Encadré 5</b> Indices de référence des marchés monétaires de la zone euro : évolutions récentes	47
2.2      La transmission effective des mesures de politique monétaire de la BCE	49
2.3      Les évolutions du bilan de l'Eurosystème	56
3 <b>Le secteur financier européen est résilient mais confronté à des défis</b>	59
3.1      Les risques et les vulnérabilités du système financier de la zone euro	60
<b>Encadré 6</b> Évolutions des marchés de l'immobilier résidentiel et commercial dans la zone euro	65
3.2      La fonction macroprudentielle de la BCE	68

3.3	Les contributions de la BCE aux initiatives réglementaires	71
3.4	La fonction microprudentielle de la BCE	75
<b>4</b>	<b>Les infrastructures de marché et les paiements</b>	<b>77</b>
4.1	L'innovation et l'intégration des infrastructures de marché et des paiements	77
4.2	La sécurité des infrastructures de marché et des paiements	79
<b>Encadré 7</b>	<b>Innovation dans le domaine des paiements instantanés et des paiements de détail</b>	<b>81</b>
<b>Encadré 8</b>	<b>La cyberrésistance de l'écosystème financier</b>	<b>82</b>
<b>5</b>	<b>Les services financiers offerts aux autres établissements</b>	<b>84</b>
5.1	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt	84
5.2	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	85
<b>6</b>	<b>Les billets et pièces</b>	<b>85</b>
6.1	La circulation des billets et pièces	86
<b>Encadré 9</b>	<b>L'utilisation des espèces par les ménages dans la zone euro</b>	<b>87</b>
6.2	La contrefaçon des billets	90
6.3	La deuxième série de billets en euros	91
<b>7</b>	<b>Les statistiques</b>	<b>91</b>
7.1	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	92
7.2	Les autres évolutions statistiques	93
<b>Encadré 10</b>	<b>La coopération dans le domaine des statistiques aux niveaux européen et international</b>	<b>95</b>
<b>Encadré 11</b>	<b>AnaCredit en construction : caractéristiques essentielles</b>	<b>97</b>
<b>8</b>	<b>La recherche économique</b>	<b>100</b>
8.1	Les priorités de la BCE en matière de recherche	100
8.2	Les pôles et les réseaux de recherche de l'Eurosystème/du SEBC	101

8.3	Les conférences et les publications	102
<b>9</b>	<b>Les activités et obligations juridiques</b>	<b>103</b>
9.1	La participation de la BCE à des procédures judiciaires au niveau de l'UE	103
9.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	105
9.3	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	108
<b>10</b>	<b>La coopération internationale et européenne</b>	<b>110</b>
10.1	Les relations européennes	110
10.2	Les relations internationales	112
<b>11</b>	<b>La communication externe</b>	<b>114</b>
11.1	La communication au cœur de la politique de la BCE	114
11.2	Accroître la sensibilisation	116
<b>12</b>	<b>Gouvernement institutionnel et d'entreprise</b>	<b>117</b>
<b>13</b>	<b>Évolutions relatives à l'organisation et aux ressources humaines</b>	<b>119</b>
<b>Comptes annuels</b>		<b>A1</b>
<b>Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2017</b>		<b>C1</b>
<b>Statistical section (disponible uniquement en anglais)</b>		<b>S1</b>

## L'année 2017 en bref



En 2017, la reprise économique à l'œuvre au sein de la zone euro s'est muée en une croissance solide et généralisée. L'**économie a crû de 2,5 %** et terminé l'année sur un dix-huitième trimestre consécutif de croissance. Cette expansion est la plus forte de la décennie écoulée et la plus largement distribuée depuis vingt ans. La **dispersion des taux de croissance entre les pays de la zone euro est revenue à son plus faible niveau depuis la création de l'union monétaire.**

Grâce à la croissance vigoureuse de l'activité, le net redressement des marchés du travail s'est poursuivi. L'**emploi a progressé de 1,6 %** et atteint son plus haut niveau jamais enregistré, soutenu par les taux d'activité extrêmement élevés des femmes et des travailleurs plus âgés. Le chômage est à son plus bas niveau depuis janvier 2009. Dans l'ensemble, 7,5 millions d'emplois ont été créés depuis la mi-2013, compensant la totalité des pertes d'emplois survenues pendant la crise.

Comme au cours des années précédentes, la politique monétaire de la BCE a joué un rôle majeur dans ce processus de reprise et de convergence. En 2017, les asymétries constatées par le passé dans la transmission de notre politique monétaire ont largement disparu et les conditions de financement se sont stabilisées à des niveaux extrêmement bas à travers la zone euro. Cette évolution a contribué au plus fort rebond du crédit au secteur privé depuis le début de la crise en 2008.

En revanche, les solides résultats de l'économie réelle ne se sont pas reflétés dans l'inflation. Alors que l'**inflation totale** est repartie à la hausse à partir de ses faibles niveaux antérieurs, **atteignant 1,5 % en moyenne** sur l'année, les tensions sur les prix d'origine intérieure sont restées modérées et l'inflation sous-jacente n'a pas montré de signes d'une tendance haussière durable.

Les perspectives contrastées en termes de croissance et d'inflation ont guidé les **décisions de politique monétaire** de la BCE pendant l'année sous revue, nous conduisant à recalibrer notre programme d'achats d'actifs.

En octobre, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire une nouvelle fois le rythme mensuel des achats d'actifs, de 60 milliards à 30 milliards d'euros, mais de prolonger le programme d'au moins neuf mois, jusqu'en septembre 2018. De plus, en mars 2018, le Conseil des gouverneurs a cessé de mentionner explicitement qu'il était prêt à élargir le programme d'achats d'actifs si les perspectives devenaient moins favorables.

Les décisions adoptées par le Conseil des gouverneurs ont témoigné de sa confiance accrue dans les perspectives économiques. Dans ce contexte, une orientation inchangée se serait traduite par une politique monétaire de plus en plus expansionniste. Mais elles ont aussi signalé, d'une part, que l'accentuation des pressions inflationnistes était une question de temps et, d'autre part, que nous devions faire preuve de persévérance dans notre politique monétaire pour que la dynamique d'inflation s'installe dans le temps et devienne autonome.

Bien que la politique monétaire produise les effets escomptés, elle peut également avoir des effets secondaires. La BCE a par conséquent continué, en 2017, de surveiller attentivement les **risques pesant sur la stabilité financière**, qui sont restés contenus.

Le renforcement de la croissance nominale a contribué à une réduction des risques grâce à l'amélioration de la soutenabilité de la dette des entreprises et des ménages, les ratios d'endettement des deux secteurs étant revenus à leurs niveaux de début 2008. La reprise ne s'est donc pas concrétisée au prix d'un rebond de l'endettement du secteur privé. En fait, pratiquement pour la première fois depuis la création de l'union monétaire, les dépenses privées ont augmenté tandis que l'endettement privé a diminué.

Le redressement économique a également donné aux banques l'occasion de consolider encore leur bilan. La vigueur économique leur a permis de stabiliser leur rentabilité grâce à des volumes d'activité accrus et à une baisse des coûts des dépréciations. La capacité des banques à absorber les chocs a continué de se renforcer, les ratios de fonds propres de catégorie 1 atteignant 14,5 % au troisième trimestre 2017, et la qualité des actifs s'est améliorée.

Les banques de la zone euro ont accéléré la réduction de leurs **prêts non performants** (non-performing loans, NPL), qui sont revenus de 8 % du total des prêts en 2014 à 5,2 % au troisième trimestre 2017. Les NPL ont reculé de 119 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres 2017 uniquement, avec une part croissante des cessions de prêts réalisée sur les marchés secondaires. Les initiatives prises par la BCE pour améliorer la transparence des marchés de NPL ont joué un rôle favorable en la matière. Toutefois, des efforts restent nécessaires pour réduire les encours élevés de NPL.

La BCE a également continué de surveiller les conditions sur les marchés financiers. Les marchés ont été caractérisés par un calme relatif en 2017, tout en restant vulnérables à une brusque revalorisation du risque et à des hausses de la volatilité des marchés financiers. Ces risques se sont matérialisés sur les marchés d'actions mondiaux début 2018, sans avoir cependant à ce jour de répercussions significatives sur les marchés du crédit de la zone euro et, partant, sur les conditions financières au sens large.

D'importantes évolutions se sont aussi produites dans l'architecture des paiements de la zone euro en 2017. L'ultime étape de la migration vers **TARGET2-Titres** a été franchie et la plate-forme traite à présent 556 684 transactions par jour en moyenne. Le nouveau billet de 50 euros a été lancé, renforçant la sécurité des paiements pour les habitants de la zone euro, qui continuent d'utiliser principalement les espèces pour leurs paiements dans les points de vente.

Enfin, la BCE a adopté plusieurs mesures visant à améliorer sa **transparence et l'exercice de son obligation de rendre compte** vis-à-vis des citoyens européens. Nous avons répondu à cent trente-huit questions posées par des membres du Parlement européen en 2017. Nous avons ouvert un Centre des visiteurs, qui devrait accueillir quarante mille personnes par an. Notre site Internet a été consulté plus de dix-sept millions de fois de partout dans le monde.

Pour 2018, nous nous attendons à un maintien du rythme soutenu de l'expansion économique. Si nous restons confiants dans la convergence de l'inflation vers notre objectif à moyen terme, des incertitudes demeurent quant au degré de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie.

Une politique monétaire patiente, résolue et prudente reste donc indispensable pour assurer le retour de l'inflation à des niveaux conformes à notre objectif.

Francfort-sur-le-Main, avril 2018

Mario Draghi  
Président

# L'année en chiffres



Croissance économique solide et généralisée

**2,5 %**

La croissance en rythme annuel du produit intérieur brut de la zone euro a bénéficié de l'augmentation des exportations nettes et de la vigueur des dépenses intérieures en biens et services.



L'inflation repart à la hausse

**1,5 %**

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



L'emploi dépasse son niveau d'avant la crise

**1,6 %**

La reprise des marchés du travail s'est poursuivie grâce à une forte progression de l'emploi, traduisant à la fois le climat économique favorable et la réussite des mesures adoptées.



Dispersion des taux de croissance à un niveau extrêmement bas

**1998 : 1,47 $\sigma$**

**2017 : 0,75 $\sigma$**

En 2017, les différences entre les taux de croissance économique dans la zone euro, mesurées comme les écarts-types de la valeur ajoutée brute, ont été les plus faibles jamais observées dans l'histoire de l'union monétaire.



**Renforcement de la solvabilité des banques**

**14,5 %**

La consolidation de la solvabilité des banques de la zone euro s'est poursuivie, les ratios de fonds propres de catégorie 1 atteignant 14,5 % au troisième trimestre 2017.



**Accélération de la réduction des prêts non performants**

**– 119 milliards d'euros**

L'encours total des prêts non performants des banques de la zone euro a diminué sensiblement au cours des trois premiers trimestres de l'année.



**Augmentation du nombre de transactions T2S**

**556 684 par jour**

L'achèvement de la migration vers TARGET2-Titres (T2S) a constitué une avancée significative vers l'intégration des infrastructures européennes de règlement-livraison de titres, comme en témoigne le chiffre moyen des transactions quotidiennes enregistré après l'ultime étape de la migration.



**Nombreuses réponses apportées au Parlement européen**

**138**

Le président de la BCE, Mario Draghi, a répondu à plus de 130 questions posées par des membres du Parlement européen, conformément aux normes élevées de la BCE en matière de responsabilité et de transparence.

# Les politiques et les activités de la BCE dans le contexte économique et financier de 2017

1

## La reprise économique de la zone euro a été soutenue par des éléments favorables et par la politique monétaire

L'expansion économique de la zone euro amorcée en 2013 s'est poursuivie en 2017, tout en faisant preuve de résilience face aux incertitudes. La croissance de la production s'est raffermie et généralisée, la dispersion des taux de croissance entre les pays et entre les secteurs étant à son plus bas niveau depuis vingt ans. Les marchés du travail de la zone euro ont continué de bénéficier de la reprise en cours. L'emploi a progressé pour atteindre son plus haut niveau depuis la mise en place de la zone euro, tandis que le taux de chômage a reculé pour ressortir à un niveau observé pour la dernière fois au premier trimestre 2009.

La reprise de la zone euro a été soutenue par plusieurs facteurs conjoncturels et structurels. La croissance de la production mondiale s'est accélérée et a favorisé la demande d'exportations, et parallèlement, les années d'assainissement des bilans, de développement des institutions et de réformes structurelles dans la zone euro ont porté leurs fruits. En outre, l'orientation générale de la politique budgétaire a été globalement neutre. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit et ont joué un rôle déterminant dans le redressement de la consommation des ménages et la reprise de l'investissement des entreprises en garantissant des taux d'intérêt bas et le maintien de conditions financières favorables.

En dépit de la fermeté de la reprise économique, la dynamique de l'inflation doit encore montrer davantage de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse vers un niveau de moyen terme inférieur à, mais proche de 2 %, compatible avec la définition de la stabilité des prix de la BCE. Les tensions inflationnistes sous-jacentes restent faibles, les capacités inutilisées sur le marché du travail demeurant importantes. Les améliorations observées sur les marchés du travail n'ont pas encore eu le temps de se traduire par une croissance des salaires plus dynamique. En outre, il est important de faire abstraction de la volatilité des données à court terme relatives à l'inflation, qui ont eu (le cas échéant) une incidence limitée sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

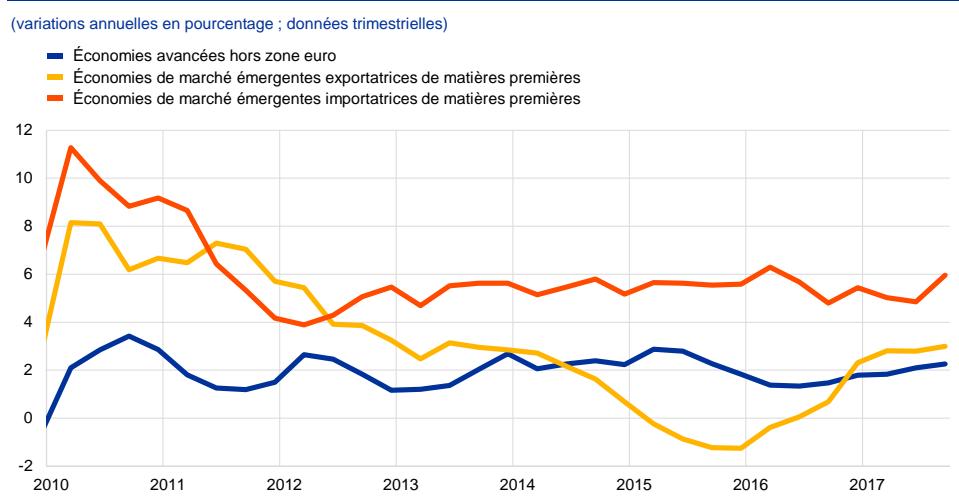
La vigueur et la généralisation de la croissance donnent des raisons d'avoir confiance dans un renforcement progressif de la dynamique d'inflation. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a souligné à cet égard qu'il était nécessaire de faire preuve de patience, de persévérance et de prudence, car ce processus risquait de prendre du temps et continuait de dépendre d'une orientation très accommodante de la politique monétaire.

## 1.1

### La croissance économique mondiale s'est accélérée

En 2017, la reprise conjoncturelle de l'économie mondiale s'est poursuivie (cf. graphique 1). La reprise s'est également généralisée à l'ensemble des pays et des composantes. Si la consommation est restée un moteur essentiel de la croissance mondiale, la demande d'investissements s'est redressée, notamment dans les économies avancées. La reprise des échanges mondiaux a coïncidé avec un climat des affaires en amélioration et le fait que la demande se soit tournée vers des régions à forte intensité en importations, notamment l'Europe.

**Graphique 1**  
PIB mondial en volume



Sources : Haver Analytics, sources nationales et calculs de la BCE.  
Notes : PIB corrigé à l'aide des pondérations des parités de pouvoir d'achat (PPA). Les économies avancées regroupent l'Australie, le Canada, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les exportateurs de matières premières regroupent l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud et le Venezuela. Les importateurs de matières premières regroupent Hong-Kong, l'Inde, la Corée du Sud, Singapour, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie.

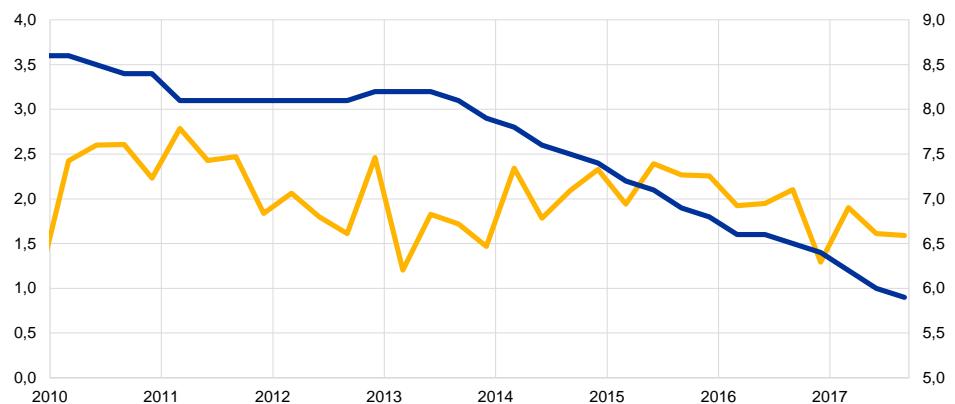
La reprise économique mondiale a été soutenue par plusieurs éléments favorables dans les économies avancées, tandis que d'importants facteurs défavorables se sont atténués dans les économies de marché émergentes. Dans les économies avancées, les capacités inutilisées ont encore diminué s'agissant des capacités de production et des marchés du travail, les sources de croissance devenant progressivement endogènes. Les politiques accommodantes, ainsi que l'accroissement de la confiance dans les secteurs des entreprises et des ménages, ont soutenu l'activité économique dans les économies avancées. Sur les marchés émergents, les politiques accommodantes ont continué de soutenir une croissance robuste dans les pays importateurs de matières premières, tandis que la croissance s'est redressée dans les pays exportateurs de matières premières sous l'effet de leur renchérissement et d'une reprise des entrées de capitaux.

## Graphique 2

### Évolutions des marchés du travail de l'OCDE

(données trimestrielles)

- Taux de chômage (en pourcentage, échelle de droite inversée)
- Rémunération par tête



Sources : Haver Analytics, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et calculs de la BCE.  
Note : La rémunération par tête correspond à la somme des variations annuelles (en données cvs) des coûts unitaires de main-d'œuvre et de la productivité du travail.

Le redressement de la demande au niveau national et les baisses enregistrées par le chômage ne se sont pas encore traduits par une hausse des salaires (cf. graphique 2) et une remontée de l'inflation sous-jacente dans la plupart des grandes économies. Par rapport à l'année dernière, l'inflation mondiale hors produits alimentaires et énergie est demeurée globalement stable. L'inflation totale mondiale a toutefois augmenté, en raison du redressement des prix des matières premières (cf. graphique 3).

## Graphique 3

### Taux d'inflation dans l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

- Toutes rubriques confondues
- Hors énergie et produits alimentaires



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

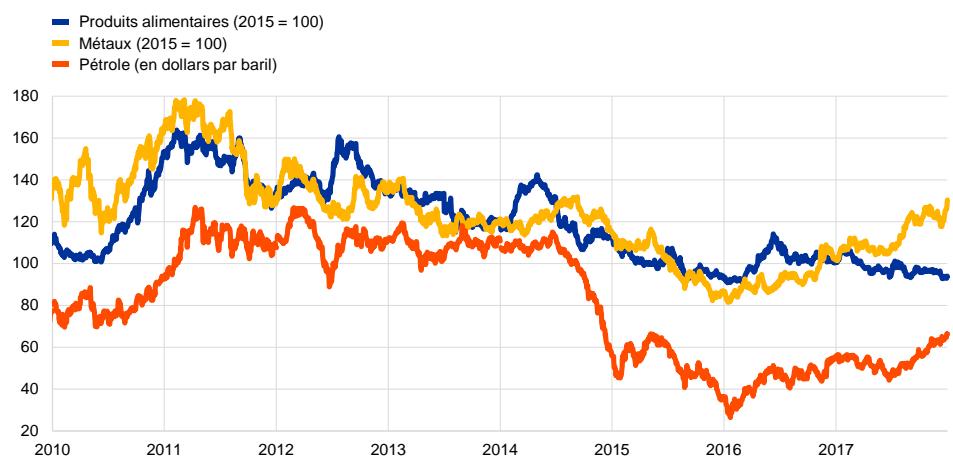
## La hausse des prix des matières premières a accentué l'inflation mondiale

Après s'être orientés à la baisse au cours du premier semestre de l'année, revenant de 56 dollars le baril en janvier à 44 dollars en juin, ce qui traduisait majoritairement les doutes concernant l'efficacité de l'accord conclu en 2016 entre l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et les principaux pays producteurs de pétrole hors OPEP sur des baisses de production dans le contexte d'une offre importante de pétrole des États-Unis, les prix du *Brent* se sont redressés au second semestre 2017 (cf. graphique 4). Soutenant les évolutions de l'inflation mondiale, ils ont augmenté pour s'établir à 67 dollars le baril à fin décembre, ce qui indique un rééquilibrage du marché sous l'effet d'une demande plus forte que prévu en 2017, de la prolongation en mai 2017 par les pays de l'OPEP/pays hors OPEP de leurs réductions et interruptions de production dans certains pays producteurs, entraînant une diminution continue des stocks de pétrole. À la fin de l'année, les cours ont de nouveau été soutenus par des tensions géopolitiques, par les anticipations d'une nouvelle prolongation de l'accord pays de l'OPEP/pays hors OPEP en faveur d'une réduction de l'offre, confirmées par la prolongation effective jusqu'à fin 2018, intervenue le 30 novembre 2017, ainsi que par une forte demande de pétrole au niveau mondial.

**Graphique 4**

Principales évolutions des prix des matières premières

(données quotidiennes)



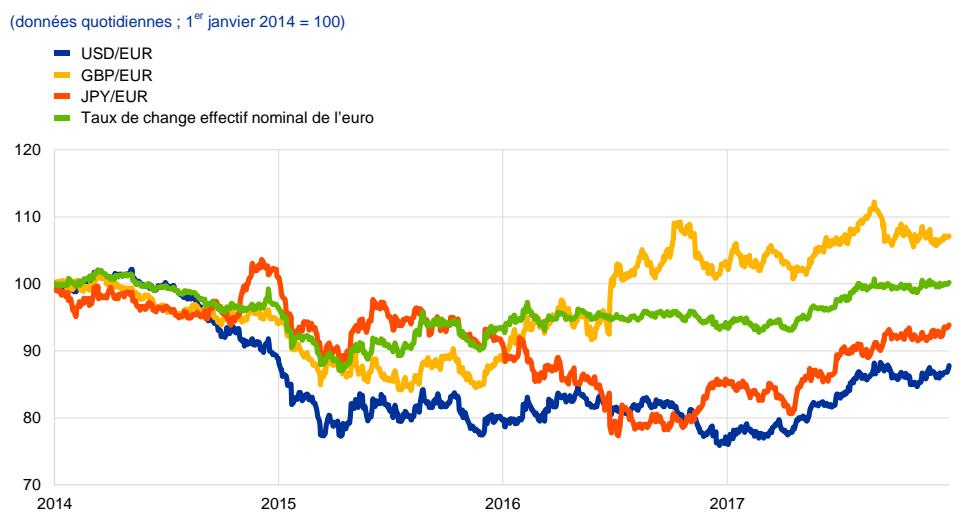
Sources : Bloomberg, Institut de recherche économique de Hambourg (IHWI), BCE et calculs de la BCE.

Les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté dans l'ensemble en 2017, principalement sous l'effet de la hausse des prix des métaux. Après une baisse de courte durée durant l'été, les prix des métaux ont augmenté, surtout au troisième trimestre, sous l'effet d'une forte demande et de perturbations des approvisionnements dans certains pays exportateurs. À l'inverse, les prix des produits alimentaires ont reculé dans l'ensemble en 2017, principalement en raison d'une offre abondante de soja, de blé, d'huile de palme et de maïs au niveau mondial. Toutefois, les évolutions des prix des produits alimentaires ont été en grande partie contrebalancées par la hausse des prix des métaux.

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

En 2017, le taux de change de l'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux (cf. graphique 5). En termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié par rapport à la plupart des autres grandes devises. L'appréciation de l'euro a été particulièrement prononcée vis-à-vis du dollar. L'euro s'est également apprécié fortement par rapport au yen japonais et, bien que dans une moindre mesure, par rapport à la livre sterling.

**Graphique 5**  
Taux de change de l'euro



Sources : Bloomberg, Institut de recherche économique de Hambourg (HWWI), BCE et calculs de la 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). La couronne danoise s'est échangée à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II en 2017. La Česká národní banka a abandonné le taux plancher de la couronne tchèque vis-à-vis de l'euro en avril 2017 et l'euro s'est dès lors déprécié vis-à-vis de la couronne tchèque. La Hrvatska narodna banka a continué d'intervenir sur les marchés des changes dans le cadre de son régime de change flottant administré et la kuna croate est demeurée globalement stable vis-à-vis de l'euro. Le lev bulgare est resté ancré à l'euro. L'euro est également demeuré globalement stable vis-à-vis du forint hongrois et du leu roumain, tandis qu'il s'est apprécié contre la couronne suédoise et le franc suisse et qu'il s'est déprécié par rapport au zloty polonais.

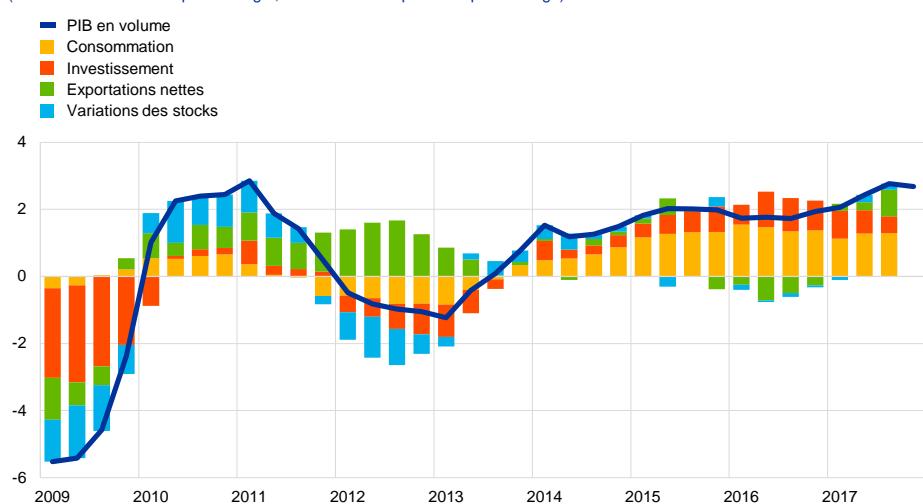
## 1.2 Évolutions macroéconomiques, budgétaires et structurelles dans la zone euro

L'expansion économique dans la zone euro s'est accélérée en 2017, une contribution positive des exportations nettes, soutenue par la reprise mondiale généralisée, venant s'ajouter au dynamisme de la demande intérieure (cf. graphique 6). La consommation privée a été confortée par l'augmentation de la

richesse des ménages et la hausse de l'emploi, qui a également bénéficié des réformes antérieures du marché du travail (cf. encadré 1). Dans le même temps, la consommation publique a encore augmenté, contribuant ainsi positivement à la croissance économique. L'investissement des entreprises a continué de se redresser, bénéficiant de conditions de financement très favorables et d'améliorations de la rentabilité des entreprises. Après avoir clairement atteint un point bas en 2015, l'investissement dans la construction a continué de se renforcer. De plus, les investissements publics se sont également inscrits en hausse en 2017, après avoir fléchi au cours de l'année précédente.

**Graphique 6**  
PIB en volume de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La croissance annuelle du PIB pour le quatrième trimestre 2017 correspond à l'estimation rapide préliminaire, tandis que les dernières observations relatives aux composantes se rapportent au troisième trimestre 2017.

## L'économie de la zone euro a affiché une résilience accrue en 2017

La consommation privée de la zone euro s'est encore renforcée en 2017, avec un taux de croissance annuel moyen de 1,8 % environ. Le principal facteur à l'origine de l'augmentation de la consommation a été la hausse des revenus du travail. À cet égard, c'est essentiellement la croissance du nombre de personnes employées, plutôt qu'une hausse des salaires, qui a contribué à la croissance des revenus nominaux totaux du travail. Dans le même temps, la croissance du revenu disponible réel a été légèrement inférieure à celle de l'année précédente. La faiblesse des taux d'intérêt a continué de soutenir la consommation privée. Enfin, le ratio de la dette du secteur des ménages rapportée au PIB ne s'est pas accru et l'investissement dans l'immobilier résidentiel est demeuré bas par rapport à la période qui a précédé la crise.

En 2017, l'investissement des entreprises a été soutenu par la solidité de la demande intérieure et extérieure de la zone euro ainsi que par la hausse des bénéfices des entreprises, par l'augmentation de l'utilisation des capacités de production et par l'orientation très accommodante de la politique monétaire, qui a réduit les paiements d'intérêt nets des entreprises et assoupli les conditions de financement. Abstraction faite de la volatilité causée par les reclassements statistiques irlandais des investissements incorporels, la reprise a concerné l'ensemble des actifs tels que le matériel de transport, les autres machines et équipements et les droits de la propriété intellectuelle. Néanmoins, certains facteurs ont continué de peser sur l'activité d'investissement des entreprises, tels que la stabilisation des anticipations de croissance à long terme de la zone euro à des taux relativement bas (comme l'illustrent les prévisions du Consensus économique à un horizon de six à dix ans), l'incertitude géopolitique, les spécificités institutionnelles et réglementaires défavorables, ainsi que les ajustements en cours des bilans des entreprises liés à leur fort endettement dans certains pays de la zone euro.

L'investissement dans la construction a également poursuivi son amélioration, mais à partir de niveaux bas, parallèlement à la reprise sur les marchés de l'immobilier de la zone euro. Celle-ci reflète une hausse de la demande, qui a été soutenue par la croissance du revenu réel et l'amélioration de la confiance des consommateurs, ainsi que par des taux hypothécaires et des conditions de crédit favorables. La reprise du marché de l'immobilier a concerné l'ensemble des pays de la zone euro, même si des différences en termes de niveaux d'investissement dans la construction subsistent par rapport aux niveaux d'avant la crise.

La croissance économique a été soutenue par une amélioration des performances extérieures de la zone euro en 2017, malgré un contexte difficile lié au taux de change effectif de l'euro. Les exportations de biens se sont inscrites en hausse, principalement vers les partenaires commerciaux situés en Europe, mais également à destination de la Chine et des États-Unis, tandis que les échanges de biens avec le Royaume-Uni et les pays de l'OPEP sont demeurés atones. Comme l'année précédente, la croissance des exportations résulte principalement des échanges de biens finaux et intermédiaires. La dynamique des échanges au sein de la zone euro s'est renforcée et reflète la dynamique de croissance sous-jacente persistante de la demande domestique.

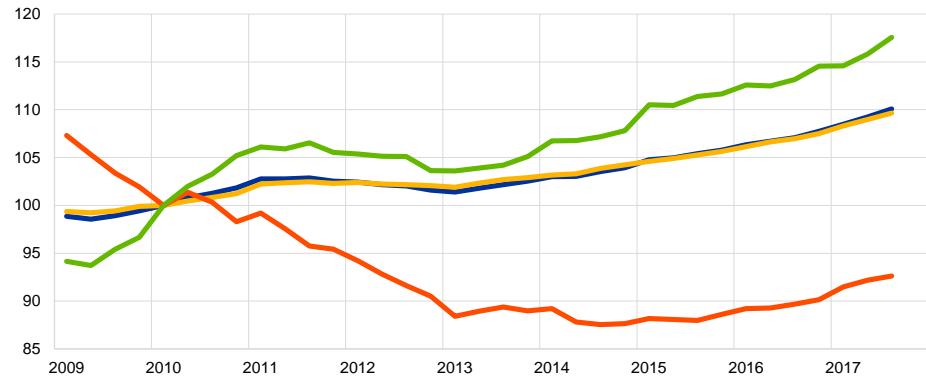
La hausse de la production a concerné l'ensemble des secteurs en 2017 (cf. graphique 7). La valeur ajoutée brute totale, qui avait déjà dépassé en 2015 son pic d'avant la crise, a augmenté de 2,4 % en moyenne. La croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) s'est accélérée pour s'inscrire à 2,9 % environ en 2017, tandis que celle du secteur des services s'est établie à quelque 2,2 % en rythme annuel, également en hausse par rapport à celle de 2016. Dans le même temps, la hausse de la valeur ajoutée dans la construction, bien qu'encore nettement inférieure à son niveau d'avant la crise, s'est accélérée de 3,0 % environ, soit le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis 2006. Cela confirme que le secteur de la construction se redresse de plus en plus par rapport à la période prolongée de contraction ou de faible croissance qui a suivi le déclenchement de la crise financière en 2008.

## Graphique 7

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

(indice : T1 2010 = 100)

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017.

Bien que la reprise économique amorcée dans la zone euro en 2013 ait commencé de façon progressive et modérée, elle s'est raffermie dans le temps et a atteint l'ensemble de la zone. Ces évolutions favorables contrastent fortement avec la reprise éphémère observée en 2009-2010, où la croissance de la production a été relativement inégale. La généralisation en cours de l'expansion économique se manifeste par une dispersion nettement plus faible des taux de croissance de la valeur ajoutée entre les pays et entre les secteurs. La politique monétaire de la BCE et l'assouplissement des conditions de financement qui y est associé ont joué un rôle central dans cette reprise et la convergence entre les pays.

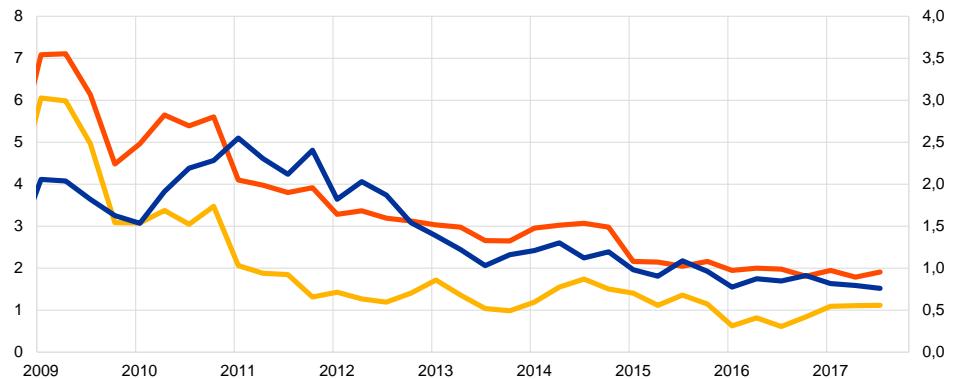
Depuis 2009, l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée pour les 19 pays de la zone euro, ainsi que dans les neuf principaux secteurs économiques de la zone (hors agriculture), affiche une tendance baissière (cf. graphique 8). Le pic de la dispersion entre les secteurs observé en 2009 était lié à l'effondrement du commerce mondial (qui a affecté le secteur industriel) et à la phase de repli du marché de l'immobilier résidentiel (qui a affecté le secteur de la construction), tandis que le pic de la dispersion entre les pays observé en 2011 était lié à la crise de la dette souveraine. Les données récentes montrent que la dispersion cumulée entre les secteurs et les pays de la croissance de la valeur ajoutée s'est établie à des bas niveaux jamais observés depuis le démarrage de l'Union économique et monétaire. Cela augure favorablement de l'avenir de la croissance économique, les phases d'expansion tendant à être plus solides et plus résistantes lorsque la croissance repose sur une assise plus large.

### Graphique 8

#### Dispersion de la croissance de la valeur ajoutée entre les pays et les secteurs de la zone euro

(écart type ; en points de pourcentage)

- Pays (échelle de droite)
- Secteurs (échelle de gauche)
- Pays et secteurs (échelle de gauche)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dispersion de la croissance entre les pays est mesurée par l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée (les données pour Malte ne sont pas disponibles et celles relatives à la valeur ajoutée pour l'Irlande sont exclues à compter de 2015). La dispersion de la croissance entre les secteurs est mesurée par l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les neuf principaux secteurs économiques de la zone euro, hors agriculture. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017.

### Le chômage a continué de s'inscrire en baisse dans la zone euro

Les marchés du travail de la zone euro ont poursuivi leur redressement en 2017 (cf. graphique 9). Au troisième trimestre de l'année, le nombre de personnes occupant un emploi dans la zone euro s'est établi 1,7 % au-dessus du niveau observé pour le trimestre correspondant de 2016, ou 5,0 % au-dessus du dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013. Sur l'ensemble de la période de reprise, l'emploi s'est accru d'environ 7,5 millions de personnes. Cela porte le niveau d'emploi au-dessus de son pic d'avant la crise, qu'il avait atteint au premier trimestre 2008, et à son plus haut niveau depuis l'introduction de l'euro. La croissance de l'emploi durant la reprise a été généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs.

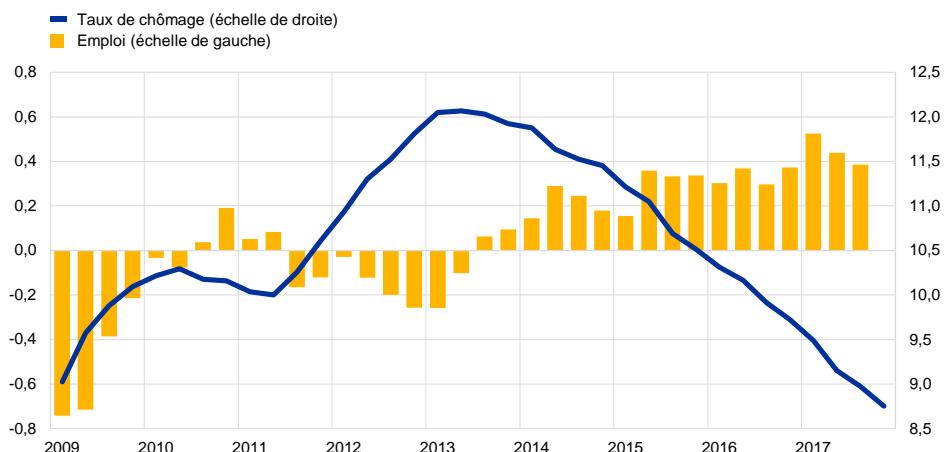
Au cours des trois premiers trimestres de 2017, le nombre total d'heures travaillées a augmenté environ au même rythme que les effectifs employés, ce qui reflète la stabilité globale du nombre moyen d'heures travaillées par personne occupée. La croissance annuelle de la productivité par personne occupée est demeurée faible, ressortant en moyenne à 0,8 % environ au cours des trois premiers trimestres 2017, après une hausse annuelle de 0,4 % en 2016.

Le taux de chômage a poursuivi son recul en 2017 pour s'inscrire à 8,7 % en décembre, son taux le plus faible depuis début 2009 (cf. graphique 9). 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, et est intervenue dans un contexte de nouvelles augmentations de l'offre de travail. Toutefois, les mesures plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre sont demeurées élevées (cf. également l'encadré 1).

## Graphique 9

### Indicateurs du marché du travail

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



Source : Eurostat.

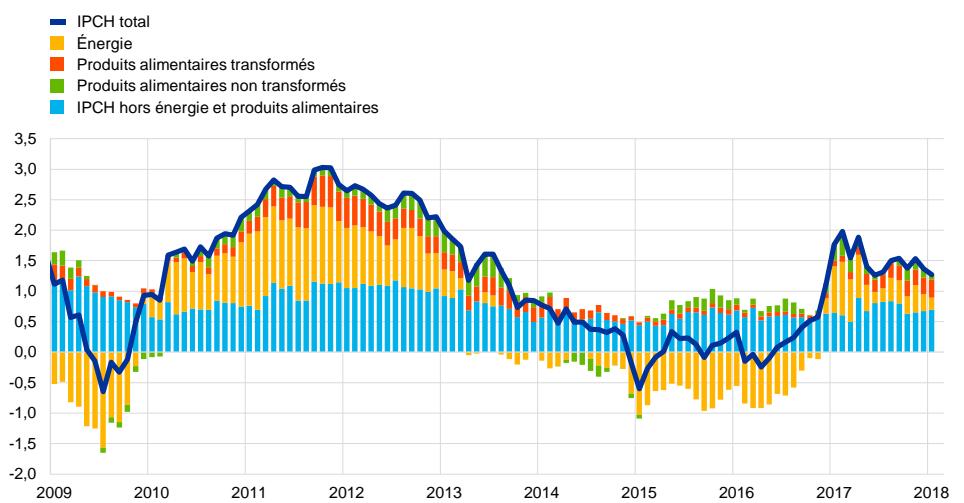
## Les hausses des salaires et l'inflation sont demeurées faibles.

L'inflation moyenne totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a atteint 1,5 % en 2017, après 0,2 % l'année précédente. Cette augmentation reflète largement une hausse des contributions des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires. L'inflation sous-jacente, mesurée par la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, n'a enregistré qu'une hausse marginale, ressortant à 1,0 % en moyenne en 2017, après 0,9 % en 2016, les tensions d'origine interne sur les coûts demeurant faibles (cf. graphique 10).

## Graphique 10

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Le profil intra-annuel de l'inflation totale mesurée par l'IPCH a également été fortement influencé par l'évolution des prix de l'énergie. Le renchérissement du pétrole au début de l'année et les effets de base associés aux évolutions observées un an auparavant ont porté l'inflation globale jusqu'à un pic de 2,0 % en février 2017. Alors que les prix du pétrole se sont encore modérés, l'essentiel de cette hausse de l'inflation s'est résorbée avant le milieu de l'année. Les importantes hausses des prix des fruits et légumes liées aux conditions météorologiques se sont traduites par une forte contribution des prix des produits alimentaires non transformés au début de l'année, tandis qu'au second semestre, la contribution était essentiellement le fait des prix des produits alimentaires transformés. Cela reflète en partie les évolutions antérieures des cours des matières premières et des prix agricoles à la production, qui se sont répercutées lentement sur les prix à la consommation.

En faisant abstraction des effets de ces composantes généralement plus volatiles, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a continué d'osciller autour des faibles taux observés en 2016, en dépit du redressement modéré et temporaire observé vers le milieu de l'année. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires et les autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas montré de signes plus convaincants de remontée durable au second semestre de l'année (cf. encadré 2 pour une analyse de l'expérience de la zone euro en matière de faiblesse de l'inflation sous-jacente).

Le manque de signes convaincants d'une remontée durable s'est également vérifié pour les taux d'inflation des deux principales catégories d'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, à savoir les biens manufacturés hors énergie et les services. La hausse des prix des biens manufacturés hors énergie est demeurée relativement stable dans l'ensemble, avec un taux de croissance moyen de 0,4 % en 2017, sans changement par rapport à 2016. Cela implique des tensions assez faibles en amont de la chaîne des prix, dans la mesure où ni le renchérissement antérieur des prix du pétrole ni la précédente dépréciation de l'euro n'ont généré d'effets notables sur les prix pour le consommateur final. Tandis que la variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires a réagi comme prévu aux évolutions des taux de change, l'incidence de ces variations a été atténuée par le fait que le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens de consommation non alimentaires est resté atone toute l'année. Les faibles tensions émergeant le long des chaînes intérieures de production et des prix de détail reflètent aussi probablement le rôle d'amortisseur joué par les marges bénéficiaires aux différentes étapes. La hausse des prix des services s'est établie à 1,4 % en moyenne en 2017, soit un niveau plus élevé qu'en 2016, mais est demeurée bien inférieure à sa moyenne de long terme. L'interruption du redressement observée fin 2017 est partiellement liée à des facteurs spécifiques, mais les prix des services ont continué d'être plus généralement influencés par les tensions d'origine interne modérées sur les coûts.

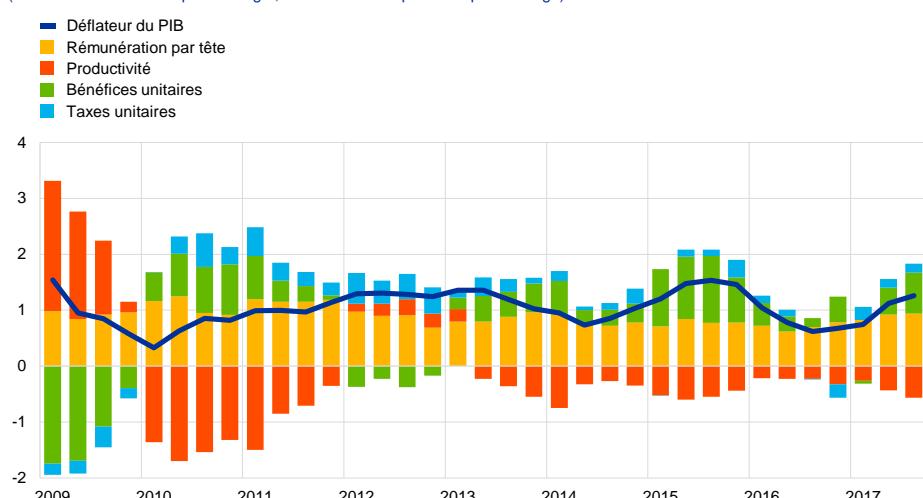
Les tensions d'origine interne sur les coûts mesurées par le déflateur du PIB se sont légèrement accentuées, mais sont dans l'ensemble restées atones en 2017 (cf. graphique 11). La croissance annuelle de la rémunération par tête a atteint un point de retournement mi-2016 et s'est progressivement accélérée pour s'établir à

1,7 % au troisième trimestre 2017. Les facteurs susceptibles d'avoir pesé sur la croissance des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail (en particulier si l'on prend également en compte la sous-utilisation de la main-d'œuvre), une faible croissance de la productivité, l'effet de la faiblesse de l'inflation passée *via* des schémas d'indexation formels et informels, ainsi que l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise financière. La plus forte croissance des salaires ne s'est pas traduite par une plus forte croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans la mesure où la hausse de la productivité du travail s'est elle aussi accentuée. Les tensions sur les coûts résultant de l'évolution des bénéfices (mesurés en termes d'excédent brut d'exploitation) sont restées relativement atones, reflétant en partie l'incidence négative de la détérioration des termes de l'échange liée au renchérissement du pétrole.

### Graphique 11

#### Ventilation du déflateur du PIB

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



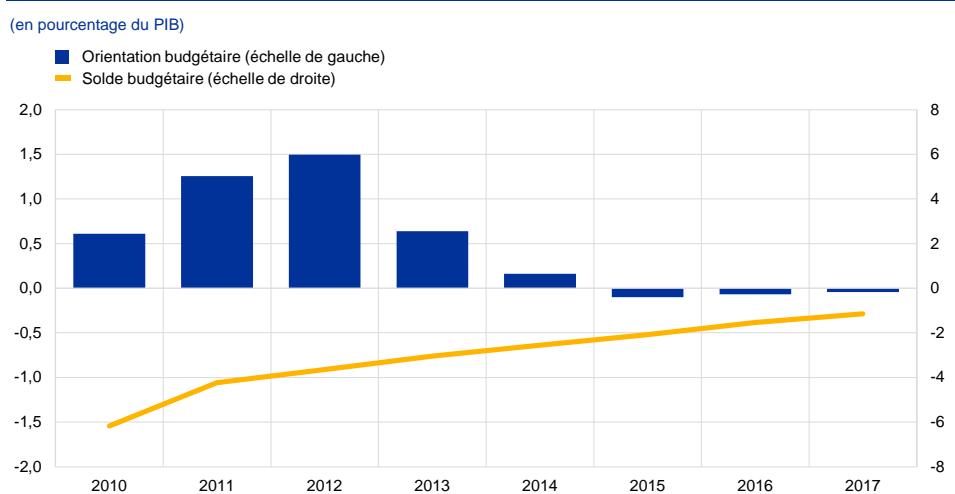
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les anticipations d'inflation à plus long terme ont augmenté en 2017 par rapport à 2016. Les anticipations d'inflation à l'horizon de cinq ans tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sont demeurées inchangées à 1,8 % plusieurs trimestres de suite pour atteindre 1,9 % dans l'enquête relative au dernier trimestre de l'année. Pour l'essentiel, les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché, telles que le taux anticipé à cinq ans des swaps indexés sur l'inflation dans cinq ans, se sont également accrues et la probabilité de déflation ressortant des marchés d'options sur l'inflation est demeurée très faible. Dans le même temps, le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché a continué d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

## Orientation budgétaire neutre et réformes structurelles de soutien

Des conditions conjoncturelles favorables et de faibles charges d'intérêts ont conduit à une nouvelle réduction du déficit budgétaire des administrations publiques en 2017 pour l'ensemble de la zone euro. Selon les projections macroéconomiques établies en décembre 2017 par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire a été ramené de 1,5 % du PIB en 2016 à 1,1 % du PIB en 2017 (cf. graphique 12). La contribution des mesures de consolidation structurelle a été, en moyenne, limitée.

**Graphique 12**  
Solde budgétaire et orientation budgétaire



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème.  
Notes : L'orientation budgétaire est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite de mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Une valeur positive de l'orientation budgétaire correspond à un resserrement de la politique budgétaire, et inversement.

Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème montrent que l'orientation budgétaire dans la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, a été globalement neutre en 2017 (cf. graphique 12)<sup>1</sup>. Pour l'ensemble de la zone euro, une orientation budgétaire neutre peut être considérée comme appropriée pour parvenir à un équilibre entre le besoin de stabilisation économique et le besoin de soutenabilité budgétaire. Toutefois, au niveau des différents pays, la composition de l'orientation budgétaire globale pour la zone euro s'est montrée sous-optimale. Certains pays de la zone euro devant poursuivre le resserrement de leur politique budgétaire, à savoir les pays dont les ratios dette publique/PIB demeurent élevés, n'ont pas mis en œuvre les ajustements budgétaires structurels nécessaires pour contenir les risques pesant sur la soutenabilité de la dette publique. Dans le même temps, certains autres pays qui présentaient une situation budgétaire soutenable n'ont pas eu recours à leur marge de manœuvre budgétaire.

<sup>1</sup> Pour plus d'informations concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

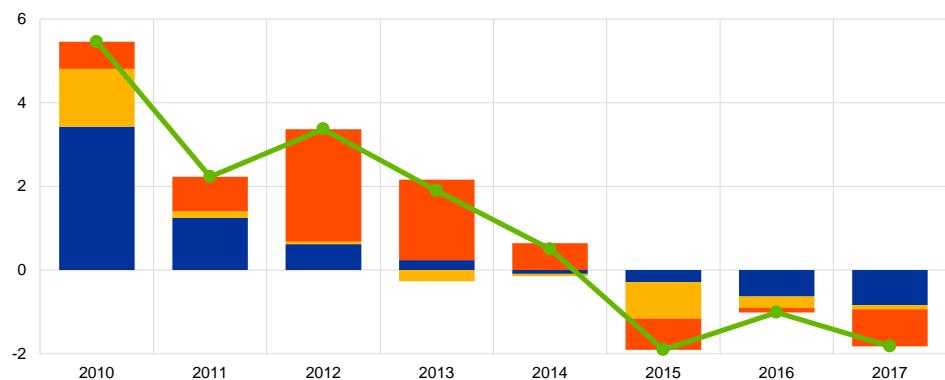
L'amélioration du solde budgétaire primaire, une croissance économique favorable et des taux d'intérêt bas ont entraîné une nouvelle réduction du ratio dette publique agrégée/PIB de la zone euro, qui est revenu de 88,9 % en 2016 à 87 % en 2017, d'après les projections établies par les services de l'Eurosystème (cf. graphique 13). Toutefois, les niveaux de dette publique étaient encore élevés dans de nombreux pays de la zone euro, ce qui les rendait vulnérables à un retournement soudain des taux d'intérêt ou à un regain d'instabilité sur les marchés financiers.

### Graphique 13

#### Déterminants de la dette des administrations publiques

(variation en pourcentage du PIB)

- Solde primaire
- Ajustement dette-déficit
- Écart taux d'intérêt/taux de croissance
- Évolution du ratio dette/PIB



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème.

Note : Le ratio du solde primaire a un effet négatif sur le ratio de dette publique, c'est-à-dire qu'un excédent primaire réduit le ratio de dette.

Le respect, par les États membres, des exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) est resté mitigé. Du côté positif, le respect du critère de déficit nominal s'est encore amélioré. Après la clôture de la procédure de déficit excessif (PDE) pour la Grèce et le Portugal, et du fait que la France devrait avoir corrigé son déficit budgétaire excessif en 2017, l'Espagne sera le seul pays de la zone euro demeurant soumis à une PDE en 2018. Du côté négatif, cependant, le respect des exigences relatives à l'effort budgétaire structurel comme prévu dans le cadre du volet préventif du PSC a été globalement assez médiocre, comme le confirment également les prévisions économiques de l'automne 2017 de la Commission européenne.

Dans l'ensemble, l'expérience tirée des crises montre que les économies plus flexibles sont plus résistantes aux chocs, tendent à se redresser plus rapidement et à connaître une croissance à long terme plus élevée. De plus, les pays de la zone euro qui ont réformé leurs marchés des biens et services et/ou du travail ont depuis lors affiché de bons résultats ; les effets sont encore en train de se concrétiser, également aidés en cela par des politiques financières et macroéconomiques favorables.

Si la reprise économique s'est poursuivie et généralisée, il pourrait cependant être fait davantage pour surmonter les obstacles essentiels à une croissance plus soutenue et plus inclusive dans la zone euro, par exemple des réformes structurelles stimulant la croissance de la productivité du travail - un facteur clé d'amélioration du niveau de vie<sup>2</sup> – ou des mesures facilitant l'assainissement des bilans et une amélioration de l'efficacité des procédures judiciaires et extrajudiciaires<sup>3</sup>.

Comme examiné dans l'encadré 3, les données suggèrent que l'orientation monétaire accommodante n'empêche pas la mise en œuvre de réformes, mais les réformes majeures sont moins susceptibles d'être entreprises dans un environnement macroéconomique plus favorable dans lequel les pressions sont moins fortes. Dans le même temps, les obstacles à la mise en œuvre des réformes, notamment les contraintes politiques et les intérêts particuliers, sont toujours perçus comme importants<sup>4</sup>.

La Commission européenne, dans son évaluation de la mise en œuvre des réformes fondée sur ses recommandations spécifiques par pays (RPP) pour 2017, a conclu que le nombre de cas où les RPP avaient été « pleinement suivies » ou de ceux où des « progrès substantiels » avaient été accomplis était très faible, la plupart des pays n'ayant réalisé que « certains progrès », des « progrès limités » ou « aucun progrès ». Cela laisse penser qu'il existe une marge importante pour réaliser de nouveaux progrès dans la mise en œuvre des réformes.

## Encadré 1

### Politiques structurelles sur le marché du travail de la zone euro

Le marché du travail de la zone euro s'est encore amélioré au cours de l'année 2017. Grâce à une reprise riche en emplois, le nombre de personnes occupées a augmenté de 7,5 millions environ depuis mi-2013 et une baisse durable du chômage est intervenue. De plus, la reprise du marché du travail s'est nettement généralisée, y compris à l'ensemble des secteurs (cf. graphique A).

Néanmoins, le chômage total et celui des jeunes restent élevés et les mesures larges du chômage font état d'un niveau important de sous-utilisation de la main-d'œuvre<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Cf. l'article intitulé « [Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

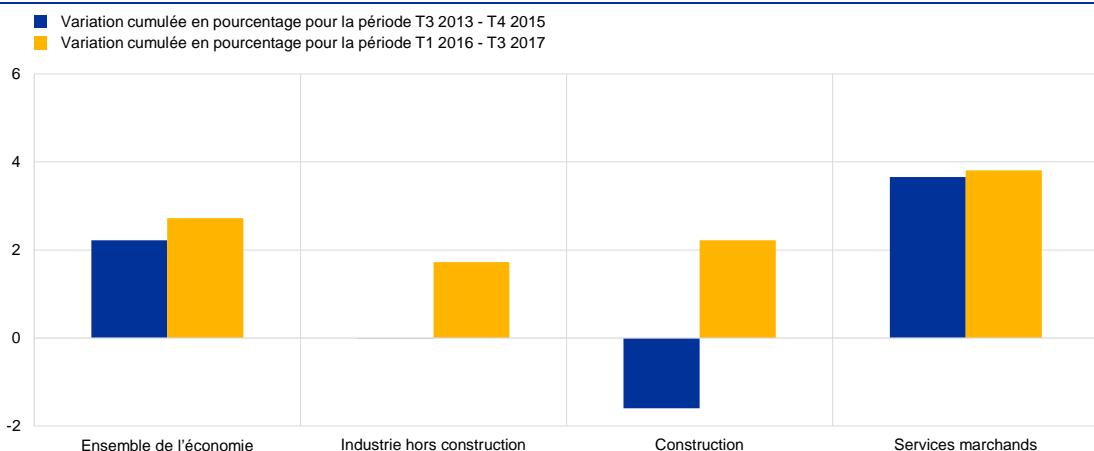
<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Dette du secteur privé et réduction du levier d'endettement dans les pays de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Les besoins de réformes structurelles dans la zone euro : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2017.

<sup>5</sup> Outre le taux officiel de chômage, les mesures larges de la sous-utilisation comprennent : (a) ceux qui, bien qu'étant disponibles, ne recherchent pas d'emploi actuellement ; (b) ceux qui recherchent activement un emploi mais ne sont pas (encore) disponibles pour commencer à travailler ; et (c) ceux qui travaillent moins d'heures qu'ils ne le souhaiteraient. Cf. l'encadré intitulé « [Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

## Graphique A

### Croissance de l'emploi par secteur



Sources : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat.

Notes : Présentation d'une sélection de secteurs. Les services marchands comprennent : le commerce, les transports et l'hôtellerie ; les services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC) ; la finance et l'assurance ; l'immobilier et les services aux entreprises.

Les marchés du travail de la zone euro ont bénéficié de la généralisation de la reprise de l'activité économique. Par ailleurs, des éléments suggèrent que les mesures de politique structurelle ont contribué à une hausse de la réactivité de l'emploi au PIB au cours de la reprise, dans certains pays de la zone euro<sup>6</sup>. Elles comprennent des mesures qui accroissent la flexibilité du marché du travail en assouplissant la protection de l'emploi, par exemple en réduisant les indemnités de licenciement ou en augmentant la flexibilité des salaires. Dans le même temps, les réformes des marchés des biens et services (notamment les réformes visant à réduire les contraintes administratives ou à faciliter l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché, ainsi que celles réduisant la protection des entreprises en place ou des professions réglementées) pourraient également avoir permis d'accroître la vitesse ou la vigueur de l'ajustement de l'emploi par les entreprises.

À plus long terme, les réformes visant à améliorer encore la flexibilité de la main-d'œuvre et la qualité des systèmes d'enseignement ont été jugées importantes par les participants à une enquête ponctuelle réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises de la zone euro concernant les réformes structurelles (cf. graphique B)<sup>7</sup>. Les efforts en vue d'accroître la flexibilité des dispositifs régissant la durée du travail, de faciliter le recours aux contrats temporaires et d'assouplir la législation relative à la protection de l'emploi représentent trois des quatre priorités en matière de réformes mises en avant par au moins 80 % des participants. De plus, environ 50 % des participants ont suggéré que les réformes visant à améliorer la flexibilité de la main-d'œuvre sont susceptibles d'exercer l'effet individuel le plus prononcé sur l'activité des entreprises, compte tenu de leur importance pour regagner de la compétitivité et parce qu'elles permettraient aux entreprises de mieux réagir à la volatilité croissante de la demande et à l'évolution du profil de la demande. De plus, les réformes visant à améliorer la qualité des systèmes d'enseignement et de formation sont mises en avant par plus de 90 % des entreprises. Elles sont jugées particulièrement pertinentes à

<sup>6</sup> Cf. l'encadré 3 de l'article intitulé « *La relation entre emploi et PIB depuis la crise* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

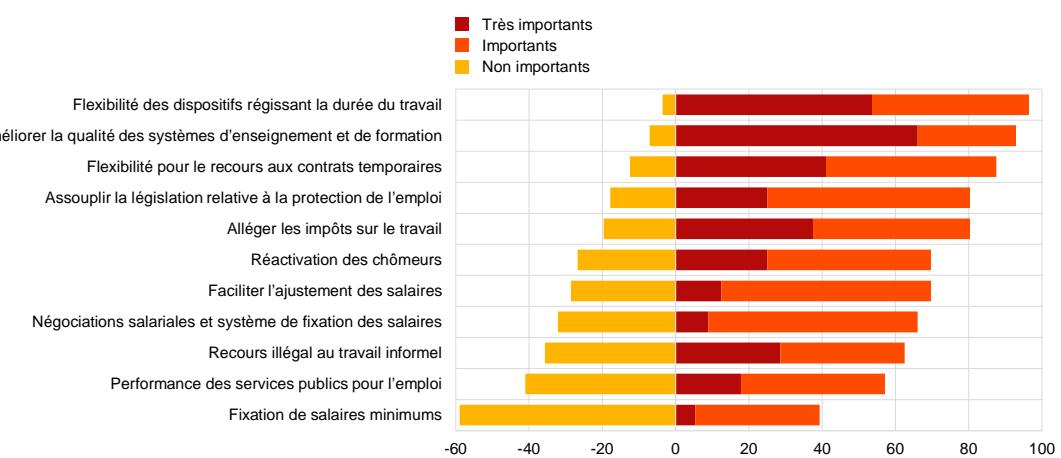
<sup>7</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Les besoins de réformes structurelles dans la zone euro : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2017.

la lumière de l'évolution vers des compétences à forte intensité de connaissances, de la numérisation et des déficits structurels persistants en termes de compétences techniques pointues. Les résultats de l'enquête ont également indiqué la nécessité de réformes des marchés des biens et services et de nouveaux progrès s'agissant du marché unique, qui sont indispensables pour tirer pleinement profit des réformes du marché du travail<sup>8</sup>.

### Graphique B

Besoins de réforme du marché du travail dans la zone euro selon une enquête ponctuelle auprès des entreprises

(en pourcentage des entreprises participantes ; réponses classées en fonction de la note globale)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs de la BCE.

Notes : Sur la base des réponses des entreprises à la question : « Comment évaluez-vous les besoins en termes de réformes du marché du travail dans les pays de la zone euro dans votre secteur ? » Les pourcentages négatifs se rapportent aux participants déclarant des éléments comme « non importants ».

Dans l'ensemble, les marchés du travail de la zone euro ont continué de s'améliorer au cours de l'année 2017. L'emploi et l'offre de travail se sont accrus et le chômage a reculé. Les améliorations ont été généralisées à l'ensemble des pays et des secteurs. Les réformes structurelles ont contribué à ces évolutions, mais de nouveaux efforts d'amélioration des qualifications et de la flexibilité de la main-d'œuvre sont nécessaires dans un environnement économique en constante évolution.

### Encadré 2

#### Comprendre la faiblesse de la dynamique de l'inflation

La récente période prolongée de faible inflation, en dépit de la reprise économique, a soulevé des interrogations relatives aux limites des modèles traditionnels. En particulier, la courbe de Phillips (une des relations fondamentales en macroéconomie) a fait l'objet d'un examen très attentif.

*Quels sont les facteurs à l'origine de l'inflation dans le cadre de la courbe de Phillips ?*

Tout d'abord, les anticipations d'inflation « ancrent » l'inflation. Le recul après 2013 des mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes a suscité des inquiétudes quant à un éventuel déplacement de la courbe de Phillips vers le bas : pour chaque niveau donné de production, c'est

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

un taux d'inflation plus faible qui est apparu. Cependant, les effets du programme d'achats d'actifs de la BCE et l'amélioration des perspectives d'activité économique de la zone euro ont limité ces risques et ont soutenu l'ancrage des anticipations d'inflation. Courant 2017, ces inquiétudes ont encore été allégées par un redressement des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme, qu'elles soient tirées d'enquêtes ou fondées sur les marchés.

La sous-utilisation des capacités productives constitue un autre facteur clé de l'inflation dans le cadre de la courbe de Phillips. Au cours de la période analysée depuis 2012, qui a été caractérisée par une hausse modérée de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la sous-utilisation des capacités productives a apporté une contribution négative aux chiffres de l'inflation, mais à l'heure actuelle, la zone euro connaît une reprise solide et les marchés du travail s'améliorent sensiblement. Par conséquent, la sous-utilisation des capacités productives accumulée lors de la récession à double creux est en train de se résorber et son incidence négative sur l'inflation diminue.

Un troisième facteur déterminant de l'inflation est le prix des importations. Tandis que leur rôle est plus important pour l'inflation totale, ils ont encore apporté une contribution négative limitée à la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en 2017<sup>9</sup>.

*La courbe de Phillips est-elle encore un instrument d'analyse pertinent ?*

Des recherches menées récemment par le Système européen de banques centrales laissent penser que c'est le cas<sup>10</sup>. Le graphique A montre les prévisions hors échantillon de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, réalisées à partir d'un vaste ensemble de modèles de référence de la courbe de Phillips, dépendant des résultats effectifs de différentes mesures des anticipations d'inflation et de la sous-utilisation des capacités productives, ainsi que des évolutions des prix à l'importation. La fourchette des estimations est relativement large, indiquant une incertitude élevée du modèle. Néanmoins, au cours de la période sous revue, la dynamique de l'inflation a été relativement conforme aux résultats que cette série de modèles aurait prédits, ce qui plaide en faveur du bien-fondé de la courbe de Phillips comme modèle permettant de comprendre la dynamique de l'inflation<sup>11</sup>. Cependant, l'inflation a oscillé plus près de la fourchette basse, soulignant l'influence d'autres facteurs dont la plupart des modèles considérés ne rendent pas compte.

<sup>9</sup> Pour une décomposition établie à partir d'un modèle, cf. l'article intitulé « *Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

<sup>10</sup> Cf. Ciccarelli (M.) et Osbat (C.) (eds.), « *Low inflation in the euro area: causes and consequences* », *Occasional Paper Series*, n° 181, BCE, janvier 2017.

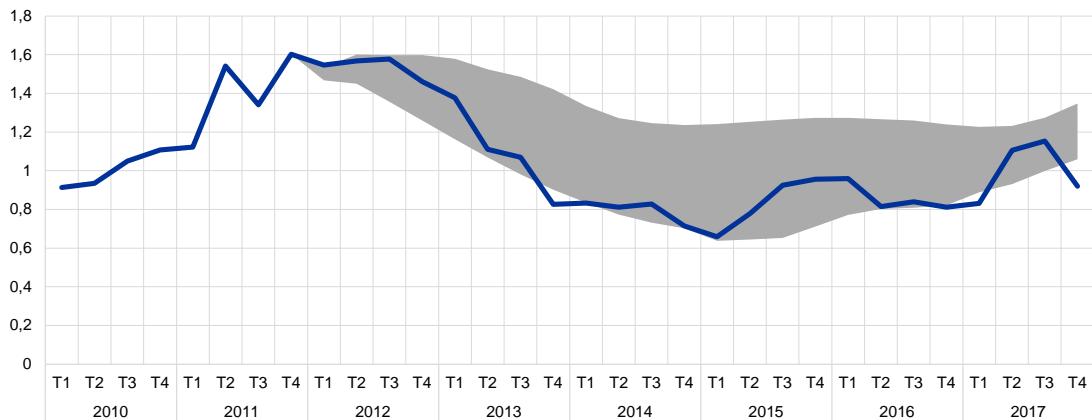
<sup>11</sup> L'utilité de la courbe de Phillips pour la compréhension de l'inflation dans la zone euro est également défendue par Jarociński (M.) et Lenza (M.), « *An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1966, BCE, septembre 2016, et par Bobeica (E.) et Jarociński (M.) « *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't* », *Working Paper Series*, n° 2000, BCE, janvier 2017.

## Graphique A

### Prévision conditionnelle de la courbe de Phillips pour la période postérieure à la crise

(variations annuelles en pourcentage)

■ Haute effective de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le point de départ de la prévision est le premier trimestre 2012. La fourchette grise recouvre la prévision conditionnelle de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires à partir d'une équation dans laquelle elle est régressée sur son propre retard, sur la valeur retardée des prix à l'importation, sur une mesure retardée de la sous-utilisation des capacités productives (une estimation fondée sur un modèle de l'écart de production, la croissance du PIB, le taux de chômage, une estimation fondée sur un modèle de l'écart de chômage et l'estimation de l'écart de production par la Commission européenne, respectivement) et sur une mesure des anticipations d'inflation (mesures du Consensus économique à des horizons de un à sept trimestres et mesures de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels à des horizons de un, deux et cinq ans, respectivement).

La tendance générale des différents modèles de la courbe de Phillips à surestimer l'inflation laisse penser que les modèles de référence ne permettent pas de refléter l'incidence de plusieurs facteurs, notamment une possible erreur de mesure de la sous-utilisation des capacités domestiques ou des anticipations d'inflation, un impact plus fort de facteurs mondiaux (au-delà de ce qui est couvert par les prix à l'importation) ou une modification de la réponse de l'inflation à la sous-utilisation des capacités (c'est-à-dire la pente de la courbe de Phillips).

La sous-utilisation des capacités domestiques ne peut pas être observée et elle est multidimensionnelle. Considérer plusieurs indicateurs de cette sous-utilisation permet de se prémunir contre le risque d'erreur de mesure, mais cela ne l'élimine pas. Le fait que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ait oscillé plus près de la fourchette basse des modèles de la courbe de Phillips pourrait suggérer que la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie a été plus importante. En effet, le taux de chômage a diminué, mais la part des personnes sous-employées (c'est-à-dire celles travaillant à temps partiel qui souhaiteraient travailler un plus grand nombre d'heures, ainsi que les travailleurs découragés) a augmenté après la Grande récession, sans que cette évolution soit entièrement appréhendée par le taux de chômage observé<sup>12</sup>.

En outre, les modèles traditionnels de la courbe de Phillips, qui incluent uniquement la sous-utilisation des capacités domestiques, pourraient oublier un impact plus vaste des évolutions mondiales via la hausse de l'intégration économique et la contestabilité des marchés du travail et

<sup>12</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017, et Cœuré (B.), « [Scars or scratches ? Hysteresis in the euro area](#) », discours au Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève, 19 mai 2017.

des biens et services. Cette théorie est difficile à démontrer de façon empirique<sup>13</sup>, car on ne dispose que d'un appui limité en faveur de l'inclusion, dans les analyses de la courbe de Phillips, de mesures de la sous-utilisation des capacités de production au niveau mondial et de mesures de l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales lorsque l'on étudie l'inflation dans la zone euro<sup>14</sup>. Enfin, la surestimation de l'inflation par le modèle standard pourrait refléter une baisse des rigidités nominales<sup>15</sup> imputable aux récentes réformes structurelles, telles que celles liées à la diminution de la couverture par une convention collective<sup>16</sup>. Il est possible que cela ait entraîné une variation de la pente de la courbe de Phillips, mais, en pratique, il est statistiquement difficile de distinguer les modifications de cette pente d'une erreur de mesure de la sous-utilisation des capacités productives.

En résumé, même si les modèles traditionnels permettent une bonne compréhension des facteurs à l'origine de l'inflation dans la zone euro, ils ne rendent pas totalement compte de la complexité de l'environnement économique actuel dans la genèse de l'inflation. Néanmoins, le sous-emploi des capacités productives reste un facteur pertinent et, dans la zone euro, le rebond de l'activité économique devrait faire progressivement remonter l'inflation sous-jacente.

### Encadré 3

#### Quels sont les facteurs qui déterminent la mise en œuvre de réformes structurelles ?

Le début de la crise a marqué une intensification du rythme de mise en œuvre des réformes structurelles, notamment dans les pays les plus vulnérables de la zone euro. Toutefois, au cours des dernières années cette dynamique a marqué le pas, soulevant la question « Quels sont les facteurs qui déterminent la mise en œuvre de réformes ? ». Pour apporter un éclairage sur cette question, on procède à une revue de la littérature sur les facteurs qui peuvent promouvoir ou empêcher la mise en œuvre de réformes.

Les structures économiques de départ d'un pays peuvent avoir une grande incidence sur la nécessité d'entreprendre des réformes. Un pays très éloigné des meilleures pratiques dans les différents domaines d'action devra fournir des efforts de réforme plus importants pour améliorer le fonctionnement de ses institutions, par rapport à un pays plus proche des meilleures pratiques. C'est en effet ce qui ressort souvent de la littérature<sup>17</sup>.

<sup>13</sup> Il est également difficile de mettre en évidence l'impact du commerce électronique sur l'inflation ; à l'évidence, la progression de la digitalisation a accru la concurrence et diminué les coûts de gestion des stocks, ce qui exercerait une influence baissière sur l'inflation.

<sup>14</sup> Cf. l'article intitulé « *Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017, et Nickel (C.), « *The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone* », VoxEU.org, 28 juillet 2017.

<sup>15</sup> Cf. Porqueddu (M.) et Fabiani (S.), « *Changing prices... changing times: evidence for Italy* », *Working Paper Series*, n° 2002, BCE, janvier 2017, et Izquierdo (M.), Jimeno (J.F.), Kosma (T.), Lamo (A.), Millard (S.), Rööm (T.) et Viviano (E.), « *Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey* », *Occasional Paper Series*, n° 192, BCE, juin 2017.

<sup>16</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

<sup>17</sup> Cf., par exemple, Bonfiglioli (A.) et Gancia (G.), « *Economic Uncertainty and Economic Reforms* », mimeo, 2016, et Dias Da Silva (A.), Givone (A.) et Sondermann (D.), « *When do countries implement structural reforms?* », *Working Paper Series*, n° 2078, BCE, juin 2017.

En outre, la situation économique semble affecter la probabilité que des mesures soient prises sous la forme de politiques structurelles ambitieuses. Dans la littérature, cela a été rapproché des observations selon lesquelles les coûts du *statu quo* sont plus manifestes et la résistance au changement des intérêts acquis est moindre en présence de dégradations importantes du bien-être économique lors de profondes récessions<sup>18</sup> et d'épisodes de chômage élevé<sup>19</sup>.

L'influence du paysage politique pourrait, elle aussi, avoir de l'importance<sup>20</sup>. En particulier, le point atteint dans le cycle électoral peut être important : la proximité d'une élection peut se traduire par moins de réformes (notamment celles qui sont susceptibles de présenter des coûts élevés à court terme). En revanche, les gouvernements nouvellement élus semblent plus enclins à mettre en œuvre des réformes lorsque les prochaines échéances électorales sont éloignées<sup>21</sup>. De même, les réformes sont plus faciles à mettre en œuvre si un parti a la majorité requise dans toutes les chambres du parlement<sup>22</sup>. À cet égard, les réformes ne bénéficient parfois que d'un soutien politique très limité, les effets distributifs liés à leur impact (c'est-à-dire qui sont les gagnants et les perdants de la réforme) n'apparaissant pas toujours clairement *ex ante*. Dans un tel environnement, les gens ont tendance à préférer le *statu quo*<sup>23</sup>. De plus, une transparence insuffisante concernant les engagements (conditionnels) des gouvernements peut entraver la dynamique des réformes. Plusieurs analyses concluent que l'information en matière budgétaire et de comptabilité publique est souvent incomplète et que la compréhension de la situation budgétaire sous-jacente de l'État et des risques qui sont associés à cette situation demeure insuffisante, y compris dans les économies avancées<sup>24</sup>.

Pour l'instant, la littérature n'a pas encore établi de relation évidente entre assainissement budgétaire et réformes structurelles. D'une part, un gouvernement soucieux de réformer pourrait mettre à profit les périodes où il s'emploie à améliorer le solde budgétaire structurel pour entreprendre également des réformes dans d'autres domaines<sup>25</sup>. D'autre part, le capital politique risque de ne permettre de prendre des mesures que dans l'un des deux domaines, ce qui réduit la probabilité de réformes structurelles en période d'assainissement budgétaire<sup>26</sup>.

<sup>18</sup> Cf. Bonfiglioli et Gancia, *op. cit.*, Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*), Drazen (A.) et Easterly (W.), « *Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom* », *Economics and Politics*, vol. 13, n° 2, 2001, p. 129-157, et Agnello (L.), Castro (V.), Jalles (J.T.) et Sousa (R.M.), « *What determines the likelihood of structural reforms?* », *European Journal of Political Economy*, vol. 37, Issue C, 2015, p. 129-145.

<sup>19</sup> Cf. Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*) et Duval (R.) et Elmeskov (J.), « *The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets* », *Working Paper Series*, n° 596, BCE, mars 2006.

<sup>20</sup> Cf. Leiner-Killinger (N.), López Pérez (V.), Stiegert (R.) et Vitale (G.), « *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature* », *Occasional Paper Series*, n° 66, BCE, juillet 2007.

<sup>21</sup> Cf. Alesina (A.), Perotti (R.) et Tavares (J.), « *The Political Economy of Fiscal Adjustments* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29(1), 1998, p. 197-266, et Duval (R.), « *Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades* », *European Journal of Political Economy*, vol. 24, n° 2, 2008, p. 491-502.

<sup>22</sup> Cf. Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

<sup>23</sup> Cf. Fernandez (R.) et Rodrik (D.), « *Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 81, n° 5, 1991, p. 1146-1155. On peut citer comme exemple l'opposition des salariés à la privatisation de leur entreprise car ils ignorent si leurs compétences respectives seront requises après la réforme (cf., par exemple, De Haan (J.), Lundström (S.) et Sturm (J.E.), « *Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, n° 2, 2006, p. 157-191).

<sup>24</sup> Cf. Wyplosz (C.), « *Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone* », *Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research*, 2004.

<sup>25</sup> Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*) aboutissent à cette conclusion pour certains domaines.

<sup>26</sup> Cf. Duval et Elmeskov, *op. cit.*

Rares sont les études qui analysent l'effet des taux d'intérêt sur la mise en œuvre de réformes. Dias Da Silva *et al.* constatent, dans certains domaines et pour certaines caractéristiques de réforme, que des taux d'intérêt à court terme plus faibles peuvent être associés à une probabilité plus élevée de mise en œuvre de réformes. Pour d'autres caractéristiques, il n'y a pas de relation significative. Une relation négative significative peut être interprétée comme l'effet positif anticipé d'une baisse des taux d'intérêt sur le solde des administrations publiques (par le biais d'une légère diminution des coûts de financement de l'État) ou sur la croissance et l'emploi, offrant dès lors aux autorités budgétaires une plus grande marge de manœuvre pour octroyer une compensation à la partie de la population affectée par les réformes<sup>27</sup>.

Les réformes du marché des biens et services ont tendance à ouvrir la voie aux réformes du marché du travail<sup>28</sup>. Ce constat est conforme à la thèse selon laquelle les réformes du marché des biens et services améliorent les conditions de réalisation d'un assouplissement de la législation sur la protection de l'emploi car elles stimulent globalement les opportunités d'emplois en facilitant l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché<sup>29</sup>. Parallèlement, les réformes du marché des biens et services réduisent les rentes et, par là même, atténuent aussi probablement la résistance aux réformes du marché du travail<sup>30</sup>.

Outre les déterminants domestiques, les pressions extérieures accroissent également la dynamique des réformes structurelles. Les programmes d'aide financière ou les directives européennes dans le cadre du Marché unique ont exercé des pressions sur les gouvernements nationaux pour qu'ils mettent en œuvre des réformes sur les marchés des biens et services<sup>31</sup>. L'intensité des réformes s'est également accrue au cours des cinq années qui ont précédé l'adhésion à l'UE (peut-être également en lien avec la motivation à respecter les critères d'adhésion), tandis que le contraire se vérifie pour les années qui ont suivi l'adhésion<sup>32</sup>.

En conclusion, ces résultats suggèrent que, notamment, des conditions initiales fragiles, un environnement macroéconomique défavorable et des pressions extérieures entraînent une plus forte orientation réformatrice. En outre, un environnement politique propice (par exemple dans lequel le parti au pouvoir dispose de la majorité dans toutes les assemblées et se trouve suffisamment éloigné des grandes échéances électorales) semble, globalement, faciliter la mise en œuvre de politiques structurelles. De plus, une orientation accommodante de la politique monétaire est associée, dans certaines études, à un renforcement de la mise en œuvre des réformes, mais cette relation n'est pas toujours robuste. En ce qui concerne la politique budgétaire, le sens de l'impact sur la mise en œuvre des réformes semble dépendre du domaine analysé.

---

<sup>27</sup> Cf. Gorden (R.J.), « *Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment* », *NBER Working Paper* n° 5739, National Bureau of Economic Research, 1996.

<sup>28</sup> Cf. Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

<sup>29</sup> Cf. Høj (J.), Galasso (V.), Nicoletti (G.) et Dang (T.-T.), « *The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries* », *OECD Economics Department Working Paper* n° 501, Éditions de l'OCDE, Paris, 2006, et Blanchard (O.) et Giavazzi (F.), « *Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 3, 2003, p. 879-907.

<sup>30</sup> Cf. Saint-Paul (G.), « *The Political Economy of Labour Market Institutions* », Oxford University Press, Oxford, 2000.

<sup>31</sup> Ces idées sont comparables à celles exposées dans Tompson (W.) et Price (R.), « *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries* », Éditions de l'OCDE, Paris, 2009, et dans Bonfiglioli et Gancia, *op. cit.*

<sup>32</sup> Cf. Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

### 1.3

### Évolutions financières et monétaires

En 2017, les marchés financiers de la zone euro ont été largement influencés par les perspectives macroéconomiques positives ainsi que par la poursuite de la politique monétaire accommodante de la BCE. Par conséquent, les taux du marché monétaire et les rendements des obligations à long terme sont restés à des niveaux très faibles. En outre, les prix des actions des banques et des sociétés non financières (SNF) ont sensiblement augmenté à mesure que l'amélioration des perspectives macroéconomiques se traduisait par des prévisions de bénéfices plus élevés et une plus grande appétence au risque. La croissance monétaire a été robuste, tandis que le redressement graduel de la croissance du crédit s'est poursuivi.

#### Les taux du marché monétaire de la zone euro se sont stabilisés à des niveaux très faibles

Dans le contexte d'une stabilité des taux directeurs de la BCE et de la poursuite d'une politique monétaire accommodante tout au long de 2017, les taux du marché monétaire sont restés exceptionnellement bas.

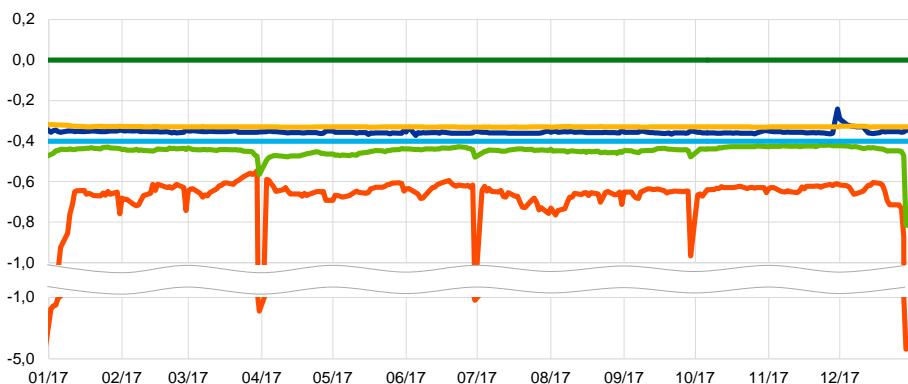
Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est resté stable et s'est établi en moyenne autour de – 36 points de base (cf. graphique 14), tandis que le taux interbancaire offert pour les dépôts en euros à trois mois (Euribor) a légèrement diminué et s'est stabilisé autour de – 33 points de base. Cette évolution est conforme à la tendance haussière de l'excédent de liquidité détenu par le secteur bancaire de la zone euro, résultant des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. L'excédent de liquidité a progressé de 600 milliards d'euros au cours de l'année et a atteint des niveaux proches de 1 800 milliards à fin 2017 (cf. également la section 2.3). Sur le marché monétaire garanti, les taux des pensions basés sur les garanties émises par les emprunteurs souverains de la zone euro ont continué d'afficher des niveaux distincts. Certains de ces taux étaient proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE, tandis que d'autres étaient bien inférieurs, reflétant des conditions de marché différentes dans chaque compartiment. Par exemple, la forte demande pour des garanties de qualité élevée s'est reflétée dans des variations importantes des taux à la fin de chaque trimestre.

## Graphique 14

### Taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Eonia
- Euribor 3 mois
- Taux des pensions au jour le jour, Allemagne
- Taux des pensions au jour le jour, Italie
- Taux de la facilité de dépôt de la BCE
- Taux de l'opération principale de refinancement de la BCE



Sources : BCE et Bloomberg.

Note : Les dernières observations se rapportent au 3 novembre 2017.

**Les rendements des emprunts publics de la zone euro sont restés globalement stables et les cours des actions ont sensiblement augmenté**

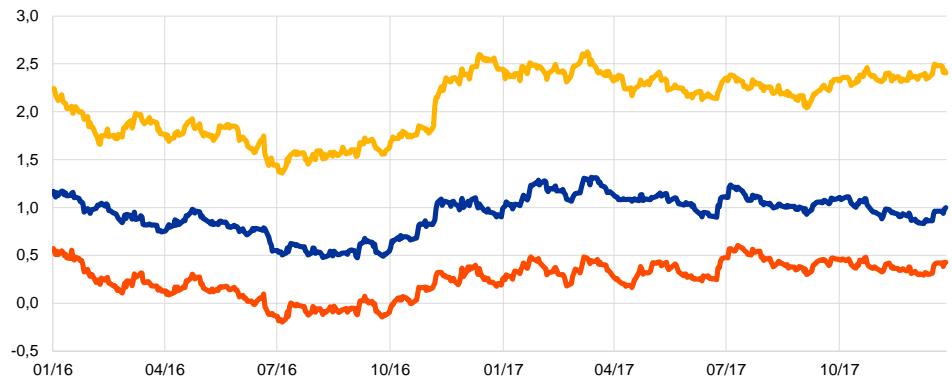
Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont été globalement stables en 2017, bien que plus élevés en moyenne qu'en 2016, traduisant l'incidence nette du renforcement progressif des perspectives macroéconomiques domestiques et mondiales (cf. graphique 15), avec en conséquence la disparition du risque de déflation ainsi que la poursuite de la politique monétaire accommodante de la BCE. La moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro est ressortie à 1,0 % le 29 décembre 2017, sans changement par rapport au niveau moyen enregistré en décembre 2016. L'écart de rendement des obligations souveraines à dix ans des pays de la zone euro vis-à-vis du taux du *Bund* allemand à dix ans a diminué, notamment pour le Portugal et la Grèce dans le contexte de l'amélioration de leurs notations de crédit au cours de l'année 2017.

### Graphique 15

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Zone euro
- États-Unis
- Allemagne



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

Notes : Les données de la zone euro se rapportent à la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans. La dernière observation se rapporte au 29 décembre 2017.

Les cours des actions de la zone euro ont fortement augmenté en 2017, dans un contexte d'amélioration de la croissance économique aux niveaux domestique et mondial et de faible niveau des taux d'intérêt. De façon plus spécifique, un indice large pour les prix des actions des SNF a augmenté de 12 % courant 2017, tandis qu'un indice des prix des actions bancaires a progressé de 14 %. Les prix des actions des SNF aux États-Unis ont augmenté légèrement plus vite que ceux de la zone euro, en raison de l'impact positif attendu sur les bénéfices d'une baisse prévue des impôts sur les sociétés. Néanmoins, aux États-Unis comme dans la zone euro, la prime de risque sur actions<sup>33</sup>, qui mesure le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir des actions plutôt que des obligations à long terme, est restée significativement plus élevée qu'avant le déclenchement de la crise financière en 2008.

<sup>33</sup> Pour une présentation plus détaillée de la méthodologie utilisée pour calculer la prime de risque sur actions, cf. l'encadré intitulé « [Les récents déterminants des prix des actions de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

## Graphique 16

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

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2016 = 100)

- SNF, zone euro
- Banques, zone euro
- SNF, États-Unis
- Banques, États-Unis



Source : Thomson Reuters Datastream.

Notes : L'indice des banques EuroStoxx et l'indice de marché Datastream pour les SNF sont utilisés pour la zone euro ; l'indice des banques S&P et l'indice de marché Datastream pour les SNF sont utilisés pour les États-Unis. La dernière observation se rapporte au 29 décembre 2017.

## Les flux de financement externe des SNF et des ménages se sont renforcés

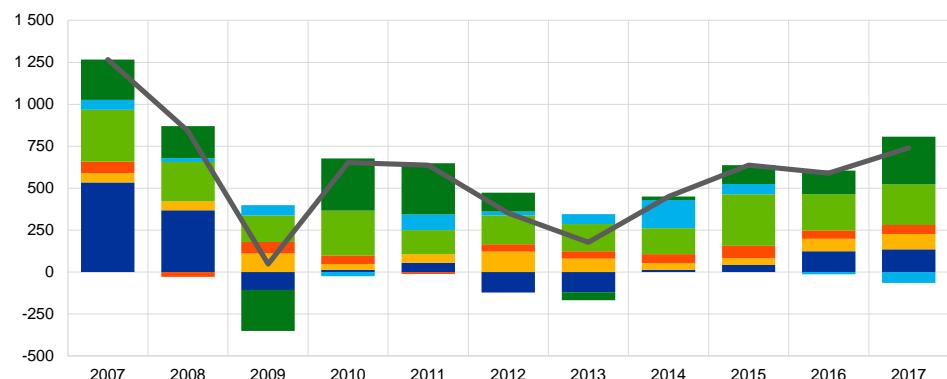
Dans l'ensemble, les conditions de financement ont continué d'être favorables à l'investissement des entreprises. En 2017, les flux de financement externe des SNF se sont renforcés et ont dépassé le niveau moyen enregistré en 2016 (cf. graphique 17). Dans une perspective à plus long terme, le redressement de ces flux par rapport aux points bas observés au quatrième trimestre 2013 a été soutenu par : (a) des coûts de financement favorables, notamment un assouplissement des conditions d'octroi de crédits des banques ; (b) l'expansion en cours de l'activité économique ; et (c) un grand nombre de fusions et acquisitions. 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, le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui a été introduit en juin 2016, a favorisé l'émission nette de titres de créance par les SNF (cf. section 2.2).

## Graphique 17

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

(flux annuels ; en milliards d'euros)

- Prêts des IFM
- Titres de créance
- Actions cotées
- Actions non cotées et autres participations
- Autres prêts
- Autres
- Total



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les « autres prêts » comprennent les prêts des non-IFM (autres institutions financières, sociétés d'assurance et fonds de pension) et du reste du monde. Les prêts des IFM 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 2017.

Les sources de financement non bancaire sont devenues nettement plus importantes depuis le début de la crise<sup>34</sup>. Tandis que les flux nets des prêts des institutions financières monétaires (IFM) ont eu tendance à diminuer et sont devenus négatifs certaines années au cours de la crise et dans son sillage, les flux de financement provenant d'autres sources (c'est-à-dire l'émission d'actions cotées et non cotées et de titres de créance) sont restés positifs. L'augmentation de la part du financement non bancaire dans le financement total des SNF de la zone euro reflète des facteurs tant conjoncturels que structurels (cf. encadré 4). Cela étant, les flux nets des prêts des IFM consentis aux SNF sont de nouveau positifs depuis 2014.

En termes de stocks, les prêts ont continué d'être la composante la plus importante des financements fournis par l'ensemble du secteur financier de la zone euro, représentant environ 56 % du total des prêts accordés aux SNF au troisième trimestre 2017. Les actions cotées détenues par le secteur financier représentaient environ 29 % du total des actions cotées émises par les SNF, une part légèrement supérieure à celle de 2013. Les titres de créance détenus par le secteur financier (hors Euro système) représentaient environ 68 % du total des titres de créance émis par les SNF au troisième trimestre 2017, ce qui est aussi légèrement plus qu'en 2013. Les IFM sont restées les plus importants fournisseurs de financement par prêts aux SNF, ayant accordé quelque 73 % des prêts aux SNF détenus au troisième trimestre 2017 par l'ensemble du secteur financier, même si cette proportion est légèrement moindre qu'en 2013<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro dans l'intermédiation financière](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

<sup>35</sup> Pour plus de détails, cf. la section 1.2 du [Report on financial structures](#), BCE, octobre 2017.

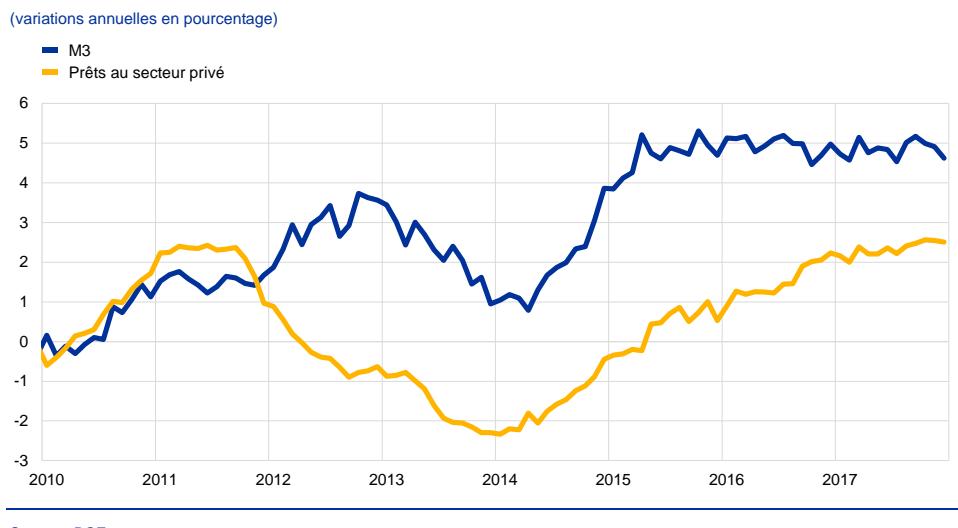
Le taux de croissance annuel du total des prêts accordés aux ménages s'est également renforcé en 2017 et cette hausse résulte en particulier des prêts bancaires. S'agissant des différentes composantes des prêts bancaires, les prêts au logement sont restés de loin le principal contributeur à la croissance globale des prêts accordés aux ménages. Dans le même temps, la croissance des crédits à la consommation s'est renforcée, tandis que les autres prêts se sont contractés.

De plus, au cours des trois premiers trimestres 2017, le patrimoine net des ménages a progressé à un rythme soutenu. En particulier, la hausse ininterrompue des prix des logements a provoqué d'importantes plus-values du patrimoine immobilier des ménages (cf. encadré 6). La hausse des prix des actions en 2017 a également entraîné des augmentations de la valeur du patrimoine financier des ménages et a apporté une contribution positive importante à la croissance du patrimoine net. L'endettement brut des ménages, mesuré en pourcentage du revenu disponible brut nominal des ménages, a continué de diminuer en 2017, restant cependant nettement supérieur à son niveau moyen d'avant la crise.

### La croissance monétaire est demeurée globalement stable

En 2017, la croissance de l'agrégat large est restée soutenue (cf. graphique 18). En décembre 2017, la croissance annuelle de M3 est ressortie à 4,6 %, contre 5,0 % fin 2016. La croissance de la monnaie au sens large observée en 2017 a été conforme au rythme régulier de l'expansion monétaire depuis mi-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. L'expansion de l'activité économique et 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 croissance élevée des dépôts à vue détenus par les ménages et les SNF, est restée pratiquement inchangée à 8,6 % en décembre 2017, après 8,8 % en décembre 2016.

**Graphique 18**  
M3 et prêts au secteur privé



Source : BCE.

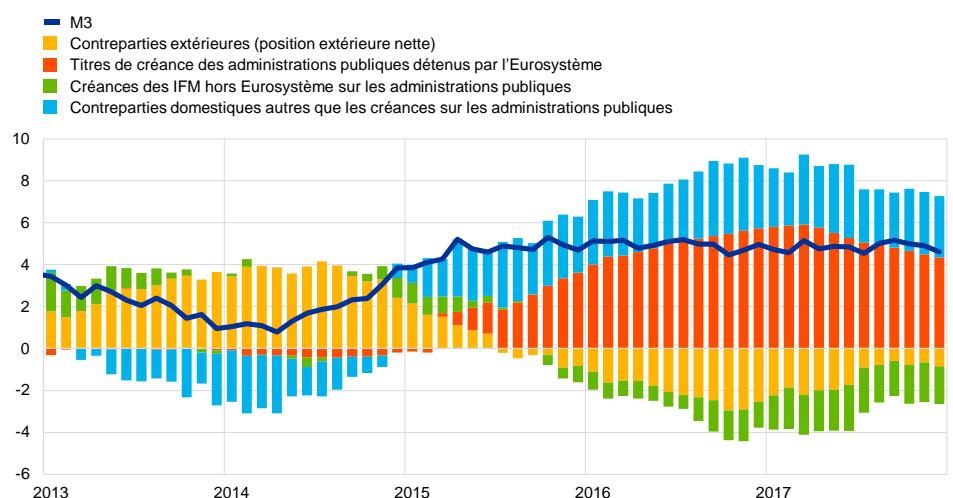
### Les contreparties domestiques demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large

Les achats d'obligations d'État par l'Eurosystème (cf. les barres rouges du graphique 19), effectués principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public, ont contribué positivement à la croissance de M3. À partir d'avril 2017, les achats mensuels moyens au titre de l'APP ont été réduits de 20 milliards d'euros, entraînant une baisse de l'impact de ces achats sur la croissance de M3. De plus, les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques ont eu des effets positifs sur la croissance de M3 en 2017 (cf. les barres bleues du graphique 19). Deux facteurs ont contribué à cette évolution. Premièrement, le redressement en cours du crédit au secteur privé (cf. graphique 18) a eu une incidence positive sur la croissance de M3. Cette rubrique recouvre à la fois les concours des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Ces derniers incluent également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP. Deuxièmement, la contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves), qui sont inclus dans les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques, a soutenu la croissance de M3. Le taux de variation annuel de ces engagements est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, pour partie en raison de l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées de la BCE, opérations qui ont pu faire office de substitut au financement de marché à long terme des banques. Cette évolution s'explique également 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. En revanche, les

cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosystème) sur les administrations publiques et ont donc pesé sur la croissance de M3 (cf. les barres vertes du graphique 19). En outre, la position extérieure nette des IFM a continué de peser sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 19).

### Graphique 19 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 » comprennent 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.

### Encadré 4

#### La dimension structurelle du financement des sociétés non financières et des ménages de la zone euro

La structure de financement du secteur privé non financier joue un rôle central dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et dans la capacité de résistance aux chocs de l'économie. Contrairement aux États-Unis, où le financement de marché joue un rôle prépondérant, le secteur privé non financier de la zone euro recourt essentiellement aux banques pour financer ses dépenses.

La part des prêts bancaires (ou consentis par des IFM) dans le stock total de financement externe des sociétés non financières (SNF) a fortement diminué dans la zone euro depuis 2007. En termes de stocks, les prêts bancaires constituaient 12,4 % du financement externe des SNF au troisième trimestre 2017 (cf. tableau A), soit 4,1 points de pourcentage de moins qu'en 2007<sup>36</sup>. Dans le même temps, la part des prêts bancaires dans le financement par endettement des SNF ressortait

<sup>36</sup> Le financement externe total comprend le financement par endettement et le financement par émission d'actions des SNF.

à 27,7 % au troisième trimestre 2017, soit 9,2 points de pourcentage de moins qu'en 2007<sup>37</sup>. La part des prêts bancaires dans le financement externe et le financement par endettement des SNF ainsi que la diminution de cette part sont beaucoup plus importantes lorsqu'on exclut le financement intra-sectoriel. Selon cette mesure, la part des prêts bancaires ressortait à 44,9 % du financement par endettement des SNF en 2017, contre 59,5 % en 2007. Le recul du financement bancaire des SNF observé entre 2007 et 2017 est essentiellement lié aux évolutions de la structure de financement des grandes entreprises. En revanche, les petites et moyennes entreprises (PME), qui constituent la base de l'économie de la zone euro, continuent d'être financées essentiellement via le crédit bancaire. Au troisième trimestre 2017, les titres de créance émis par les SNF, les prêts des non-IFM et les prêts du reste du monde représentaient au total 13,0 % du financement externe et 29,2 % du financement par endettement des SNF. Par rapport à 2007, leurs parts dans le financement externe et le financement par endettement des SNF ont augmenté de 4,0 et 9,1 points de pourcentage, respectivement. Les prêts des non-IFM et du reste du monde recouvrent notamment les prêts consentis par les entités à vocation spéciale (EVS) à leur société-mère<sup>38</sup>, que ces filiales financent par l'émission de titres de créance. Les actions cotées, les actions non cotées et les autres participations émises par les SNF représentaient, pour leur part, 55,4 % du financement externe des SNF au troisième trimestre 2017. Leur part cumulée est globalement inchangée par rapport à 2007, l'effet baissier du niveau moins élevé des prix des actions étant contrebalancé par les émissions nettes d'actions et par la hausse des bénéfices non distribués durant la crise<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Le financement par endettement correspond au passif total, net des émissions d'actions cotées, d'actions non cotées et autres participations.

<sup>38</sup> Les EVS sont généralement résidentes d'un pays différent de celui de la société-mère, à l'intérieur ou à l'extérieur de la zone euro, afin de bénéficier d'un régime fiscal avantageux et d'une technologie financière favorable.

<sup>39</sup> Les bénéfices non distribués sont classés parmi les transactions non financières dans les comptes sectoriels. Comme en comptabilité d'entreprise, ils sont enregistrés comme des financements internes (et non comme transactions financières). La valeur de marché de l'encours des actions émises par les SNF pourrait, toutefois, augmenter via des réévaluations liées au renforcement des bilans des SNF.

## Tableau A

### La structure du bilan des sociétés non financières de la zone euro

(en pourcentage des encours du passif total)

	2007		2017		Variation entre 2007 et 2017	
	Total	Net du financement intra-sectoriel	Total	Net du financement intra-sectoriel	Total	Net du financement intra-sectoriel
<b>Prêts des IFM</b>	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
<b>Émissions de titres de créance</b>	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
<b>Émissions d'actions cotées</b>	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
<b>Prêts des non-IFM</b>	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
<b>Prêts du reste du monde</b>	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
<b>Émissions d'actions non cotées et autres participations</b>	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
<b>Financement intra-sectoriel</b>	16,9	-	17,0	-	0,1	-
<b>Autres</b>	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
<b>Total</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0
<b>Pour mémoire : parts dans le total du financement par endettement</b>						
<b>Prêts des IFM</b>	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
<b>Émissions de titres de créance</b>	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
<b>Prêts des non-IFM</b>	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
<b>Prêts du reste du monde</b>	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
<b>Financement intra-sectoriel</b>	37,8	-	38,2	-	0,4	-
<b>Autres</b>	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
<b>Total</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Sources : BCE et calculs de la BCE.

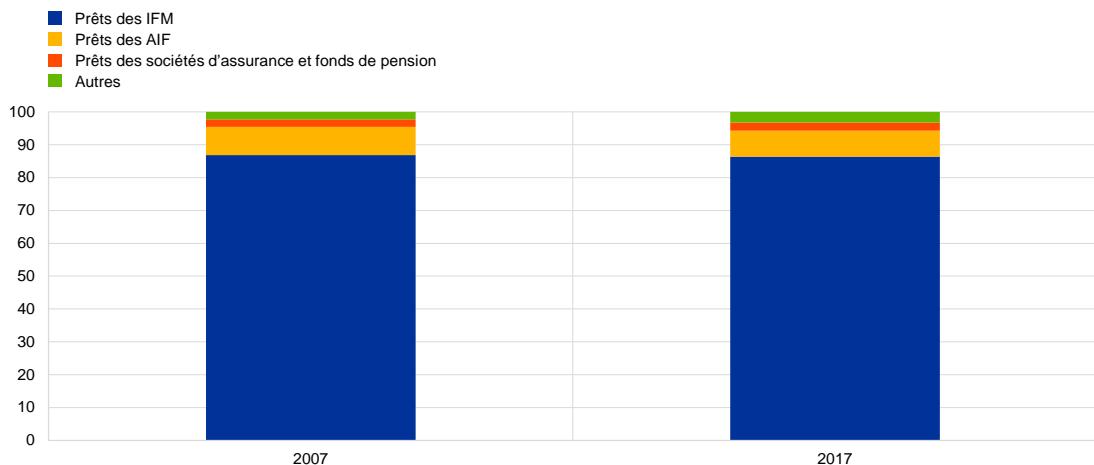
Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2017. Parmi les autres comptes à payer, seul le crédit commercial figure dans le passif total des SNF. Dans les comptes nationaux, le passif total inclut les actions en valeur de marché. Les « prêts des non-IFM » comprennent les prêts consentis aux SNF par les autres institutions financières (AIF) et les sociétés d'assurance et fonds de pension. Le « financement intra-sectoriel » comprend les prêts inter-entreprises et le crédit commercial. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments inclus dans le tableau. Le financement par endettement total correspond au financement total, net des émissions d'actions cotées, d'actions non cotées et autres participations.

Les parts des prêts des banques et des AIF dans le total des prêts consentis aux ménages de la zone euro sont demeurées pratiquement inchangées au cours des dix dernières années. En termes de stocks, les prêts des banques et les prêts des AIF représentaient, respectivement, 86,4 % et 7,9 % du total des prêts consentis aux ménages au troisième trimestre 2017 (cf. graphique A). Les prêts au logement constituent la majorité des prêts bancaires aux ménages (75,3 % de la totalité des prêts bancaires au secteur des ménages). Le crédit à la consommation (c'est-à-dire les prêts pour la consommation de biens et de services par les ménages) et la catégorie résiduelle des « autres prêts aux ménages » (par exemple les prêts aux entreprises familiales ou les prêts à des fins d'éducation) forment la part restante. Ils représentent 11,7 % et 13,0 % du total des prêts bancaires consentis aux ménages. Reflétant leur composition par objet, la grande majorité des prêts bancaires consentis aux ménages de la zone euro sont des prêts à long terme. Les autres sources de financement sont les prêts des AIF et des sociétés d'assurance et fonds de pension. Les AIF comprennent, par exemple, les non-banques spécialisées dans le crédit à la consommation et les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT) de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation émis par des banques, tandis que les sociétés d'assurance et les fonds de pension proposent des prêts immobiliers. Toutefois, ces établissements ne constituent une source de financement quantitativement importante pour les ménages que dans un petit nombre de pays de la zone euro.

## Graphique A

### La structure du bilan des ménages de la zone euro

(en pourcentage des encours du total de prêts consentis)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2017. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les secteurs créanciers inclus dans le graphique.

L'augmentation, depuis 2008, de la part du financement non bancaire dans le financement externe total des SNF de la zone euro reflète des facteurs tant conjoncturels que structurels. Dans le passé, les entreprises avaient essentiellement recours aux prêts bancaires comme nouvelle source de financement externe<sup>40</sup>. Le flux net du financement consenti par les banques aux entreprises s'est contracté dans la zone euro au paroxysme de la Grande récession et des crises financière et de la dette souveraine, avant de se redresser progressivement (cf. graphique B). La diminution des prêts bancaires reflète aussi bien des facteurs de demande que des facteurs d'offre. La contraction de l'activité économique et la nécessité de redresser les bilans ont réduit la demande de prêts de la part des SNF, tandis que la détérioration de la capacité de remboursement des entreprises ainsi que des bilans des banques a entraîné un durcissement des critères d'octroi et une diminution de l'offre de prêts<sup>41</sup>. En outre, les SNF ont accru leurs émissions nettes de titres de créance durant la crise afin de compenser la détérioration de l'accès aux prêts bancaires et, plus récemment, de bénéficier des conditions de financement favorables sur le marché, soutenues par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE. Les prêts accordés par les AIF aux entreprises ont également augmenté, reflétant la hausse des prêts consentis par les EVS à leur société-mère. Dans le même temps, les SNF ont accru leur recours au crédit commercial et aux prêts intra-sectoriels, finançant une plus grande part de leurs activités avec des fonds générés en interne et un montant plus élevé de bénéfices non distribués afin de réduire l'impact négatif de la détérioration de l'offre de crédit sur l'accès au financement externe par endettement. Dans l'ensemble, depuis le démarrage de la crise, les sources de financement non bancaire ont fortement gagné en importance.

<sup>40</sup> Cf. également l'encadré intitulé « *Évolutions de la structure de financement externe des sociétés non financières de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

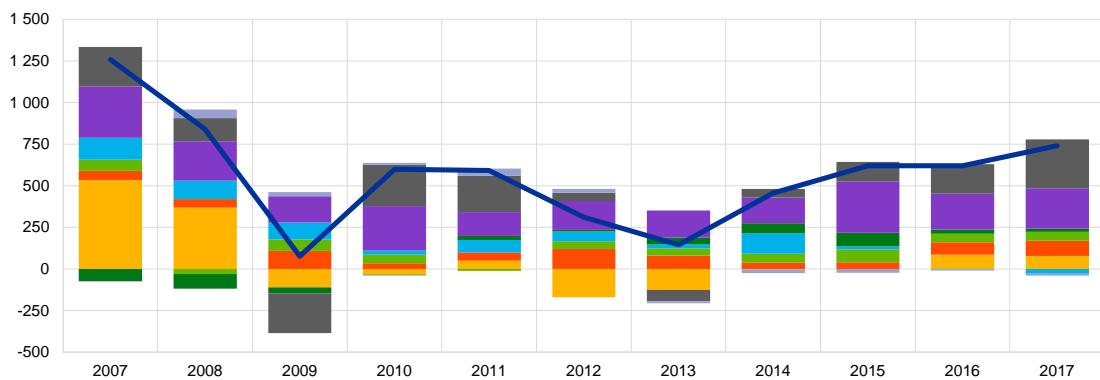
<sup>41</sup> Cf. également l'article intitulé « *Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro dans l'intermédiation financière* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

## Graphique B

### Financement externe des sociétés non financières de la zone euro par instruments

(flux annuels ; en milliards d'euros)

- Financement externe total
- Prêts des IFM
- Titres de créance
- Actions cotées
- Prêts des non-IFM
- Prêts du reste du monde
- Actions non cotées et autres participations
- Financement intra-sectoriel
- Autres



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2017. Parmi les autres comptes à payer, seul le crédit commercial figure dans le financement total des SNF. Les « prêts des non-IFM » recouvrent les prêts consentis aux SNF par les AIF et par les sociétés d'assurance et fonds de pension. Le « financement intra-sectoriel » comprend les prêts inter-entreprises et le crédit commercial. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments inclus dans le graphique.

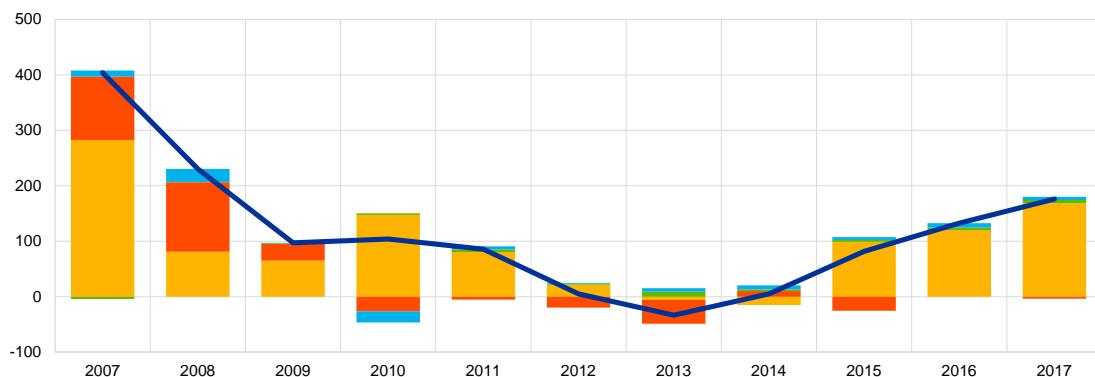
Le secteur des ménages de la zone euro continue de financer ses achats de biens immobiliers et de biens de consommation durables essentiellement par des prêts bancaires et, contrairement au secteur des entreprises, il ne s'est pas tourné vers d'autres sources de financement. Le flux annuel des prêts consentis aux ménages s'est modéré dans la zone euro lorsque la Grande récession a débuté et il est devenu négatif à l'issue de la crise financière et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Comme dans le cas des SNF, la crise a entraîné une diminution des prêts bancaires aux ménages (cf. graphique C), sous l'effet de facteurs d'offre et de demande. Dans le même temps, la contraction des prêts consentis par les AIF aux ménages a été plus prononcée que celle des prêts bancaires et, contrairement aux prêts bancaires, les prêts des AIF ne se sont pas redressés depuis la crise. Cette évolution reflète essentiellement deux facteurs. Premièrement, la croissance du crédit nécessaire pour soutenir la poursuite de la titrisation des prêts, qui était à l'origine de la majeure partie des prêts des AIF aux ménages, s'est interrompue. Deuxièmement, le rôle important joué par les VFT dans les perturbations sur les marchés financiers et les évolutions réglementaires ont entraîné une baisse de la demande et de l'offre de produits titrisés.

## Graphique C

### Prêts consentis aux ménages de la zone euro par secteur créancier

(flux annuels ; en milliards d'euros)

- Total des prêts
- Prêts des IFM
- Prêts des AIF
- Prêts des sociétés d'assurance et fonds de pension
- Autres



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2017. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les secteurs créanciers inclus dans le graphique.

Dans l'ensemble, le rôle plus important des sources de financement non bancaires dans le financement externe des SNF pourrait accélérer la transmission de la politique monétaire. En particulier, certaines non-IFM sont probablement capables d'ajuster leurs expositions au risque de manière plus flexible que les banques face aux évolutions des cycles économique et financier. Toutefois, il reste à voir si la tendance actuelle vers un schéma de financement davantage orienté vers le marché pour l'économie réelle se poursuivra une fois que le crédit bancaire aura retrouvé son niveau antérieur. Dans le même temps, la plus grande diversification des sources de financement des entreprises les a probablement rendues moins vulnérables à une réduction future de l'offre de prêts bancaires ou de l'accès aux sources de financement de marché. En revanche, les ménages restent dépendants des prêts bancaires comme source de financement externe, les autres sources de financement demeurant limitées.

## 2

### La politique monétaire : patience, persévérance et prudence

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 un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme, compatible avec la stabilité des prix. Ces mesures se sont transmises efficacement aux conditions de financement des ménages et des entreprises. En 2017, le bilan de l'Eurosystème a continué d'augmenter, principalement en raison du programme en cours d'achats d'actifs (APP) et des opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

## 2.1

### Une orientation très accommodante de la politique monétaire

#### La reprise économique a continué de se raffermir au début de l'année, mais la faiblesse de l'inflation sous-jacente a nécessité de maintenir fermement le cap de la politique monétaire

Après les décisions prises par le Conseil des gouverneurs en décembre 2016, les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de se transmettre efficacement aux conditions du financement de marché et du crédit pour les entreprises et les ménages de la zone euro (cf. section 2.2) <sup>42</sup>. Même si les risques pesant sur les perspectives économiques se sont atténués dans l'ensemble au début de l'année, ils sont restés orientés à la baisse et ont trait principalement à l'environnement international, aux incertitudes politiques et aux faiblesses persistantes affichées par les bilans de certains secteurs. De plus, la perspective d'une tendance haussière de l'inflation a continué de dépendre des conditions de financement très favorables qui prévalent, conditionnées, dans une large mesure, à l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Un recouplement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire a confirmé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était nécessaire pour que les tensions inflationnistes se renforcent de façon durable et auto-entretenue, en dépit de la résistance croissante de la reprise économique. Ce constat a conduit le Conseil des gouverneurs à maintenir fermement le cap dans la conduite de la politique monétaire, en réaffirmant les décisions prises lors de sa réunion de politique monétaire de décembre 2016. Cela a consisté à maintenir les taux directeurs de la BCE à un niveau inchangé (cf. graphique 20) et à confirmer à la fois le rythme et l'horizon prévus des achats dans le cadre de l'APP ainsi que les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et sur l'APP.

---

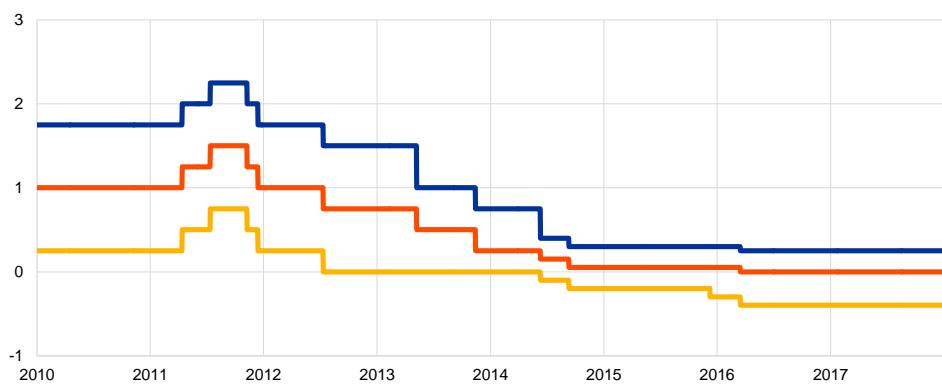
<sup>42</sup> En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajuster les paramètres de l'APP à compter de janvier 2017, afin de garantir la poursuite de son bon déroulement, et d'accepter des montants limités de garanties espèces pour les facilités de prêt de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), en vue de favoriser la liquidité et le bon fonctionnement du marché des pensions de la zone euro. Les modifications des paramètres de l'APP ont consisté à ramener de deux ans à un an la durée résiduelle minimale des titres éligibles au PSPP et à permettre les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE dans la mesure nécessaire.

## Graphique 20

### Taux directeurs de la BCE

(en pourcentage annuel)

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 31 décembre 2017.

La *forward guidance* a évolué en réponse à une évaluation plus favorable du risque et à une diminution de la probabilité d'évènements défavorables

Mi-2017, la reprise économique s'est encore renforcée et on s'attendait à ce que la croissance de la production soit légèrement plus rapide que prévu antérieurement tout en se généralisant à l'ensemble des pays et des secteurs. En conséquence, en juin 2017, le Conseil des gouverneurs a modifié son évaluation des risques pesant sur les perspectives de croissance, les jugeant globalement équilibrés. Compte tenu de la dynamique de croissance plus résiliente et plus robuste, les risques baissiers extrêmes pesant sur les perspectives de stabilité des prix ont également diminué, tandis que la probabilité de scénarios très défavorables, tels que ceux liés aux risques déflationnistes, s'est largement dissipée.

Afin d'aligner sa communication avec l'évaluation plus favorable des risques, le Conseil des gouverneurs a décidé en juin 2017 de supprimer la référence à de nouvelles baisses des taux d'intérêt de ses indications (*forward guidance*) sur la trajectoire future attendue des taux directeurs de la BCE, qui signalait une réponse éventuelle à des imprévus très défavorables. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a cependant souligné qu'il convenait de faire preuve de patience pour que les tensions inflationnistes se renforcent progressivement. Il a également réaffirmé son engagement à faire preuve de persévérence dans ses mesures de politique monétaire afin de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire qui demeure encore nécessaire pour qu'un ajustement durable de l'inflation se matérialise.

Le fait de donner des indications à la fois sur la trajectoire future des taux directeurs et sur le rythme des achats d'actifs reflète généralement l'importance de l'interaction entre les différents outils de politique monétaire pour influencer l'orientation de la politique monétaire. De fait, les différents éléments de l'ensemble exhaustif de mesures de politique monétaire se complètent et se renforcent mutuellement pour préserver les conditions de financement très accommodantes nécessaires pour favoriser un retour durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. À cet égard, la *forward guidance* fournie par le Conseil des gouverneurs en 2017 a porté non seulement sur les conditions dans lesquelles les mesures de soutien seraient supprimées mais également sur la séquence des modifications des mesures de politique monétaire.

### Les mesures de politique monétaire ont été recalibrées en octobre, tout en préservant les conditions de financement très favorables

Les informations devenues disponibles au cours du troisième trimestre 2017, notamment les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE ont continué de faire état d'une expansion économique solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs. La dynamique de croissance persistante a continué de soutenir la confiance du Conseil des gouverneurs dans une évolution progressive de l'inflation vers un niveau à moyen terme inférieur à, mais proche de 2 %, à condition que les conditions de financement très favorables soient préservées. Dans le même temps, les évolutions de l'inflation sont restées modérées et les mesures de l'inflation sous-jacente doivent encore montrer davantage de signes convaincants de remontée durable. Les évolutions modérées de l'inflation peuvent être considérées comme indiquant que les capacités inutilisées demeurent importantes sur les marchés du travail et des biens et services, en dépit d'une légère accélération de la croissance des salaires. Par conséquent, la prudence a conduit à penser qu'un degré élevé de relance monétaire demeurait indispensable pour garantir un ajustement durable de l'inflation, justifiant ainsi un recalibrage des instruments de politique monétaire au-delà de la fin de l'année.

En conséquence, en octobre 2017, le Conseil des gouverneurs a pris plusieurs décisions en vue d'atteindre son objectif de stabilité des prix.

- Premièrement, il a réaffirmé qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.
- Deuxièmement, l'amélioration des perspectives économiques et le regain de confiance dans la convergence de l'inflation ont permis au Conseil des gouverneurs de réduire l'intensité de l'APP. Les achats nets d'actifs devraient continuer à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, à compter de janvier 2018 et jusque fin septembre 2018 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. De plus, le Conseil des gouverneurs a réitéré son engagement à augmenter le volume et/ou la durée de l'APP si les perspectives

devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'inflation.

- Troisièmement, il a annoncé que le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP se poursuivrait pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Préserver le niveau du stock d'actifs acquis contribuerait à maintenir à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.
- Quatrièmement, les procédures d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale pour les opérations de refinancement ont été prolongées au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2019, afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire tout en préservant des conditions favorables sur les marchés monétaires de la zone euro.

Le soutien monétaire continu important apporté par les achats nets supplémentaires d'actifs, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements à venir ainsi que par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt préserverait les conditions de financement très favorables qui restent nécessaires pour favoriser un retour durable des taux d'inflation vers un niveau à moyen terme inférieur à, mais proche de 2 %, compatible avec la stabilité des prix.

## Encadré 5

### Indices de référence des marchés monétaires de la zone euro : évolutions récentes

Les indices de référence financiers peuvent être définis au sens large comme des taux utilisés pour déterminer le montant dû au titre des instruments et de contrats financiers, ou la valeur d'un instrument financier. Un des indices de référence des marchés monétaires les plus largement utilisés dans le monde est le Libor (*London interbank offered rate* – taux interbancaire offert à Londres), tandis que les plus utilisés en Europe sont l'Euribor (*euro interbank offered rate* – taux des opérations interbancaires en euros) et l'Eonia (*euro overnight index average* – taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro). Ces indices de référence sont déterminés sur la base des contributions volontaires de panels de banques sous la forme de jugements d'experts portant sur la valorisation de marché qui prévaut à un moment donné (« cotations ») dans le cas de l'Euribor ou à partir des transactions réelles dans le cas de l'Eonia.

Au cours des dernières années, la BCE a suivi de près la réforme des taux de référence et joué un rôle actif dans ce domaine, des indices de référence de qualité étant indispensables au fonctionnement efficace du système financier et à la transmission de la politique monétaire. Les marchés financiers ont largement recours à ces indices qui servent de référence dans les contrats financiers, comme par exemple les prêts hypothécaires, les titres de créance à taux variable ou les instruments dérivés. Les indices de référence sont également au cœur de la valorisation quotidienne de nombreux instruments financiers. Par conséquent, l'incapacité à maintenir des indices de référence robustes et fiables est susceptible de déclencher des perturbations de marché, qui pourraient avoir des implications potentiellement importantes pour la stabilité financière.

Les indices de référence dans la zone euro et ailleurs ont fait l'objet de profondes réformes. Ces réformes ont été largement guidées par un ensemble de principes publiés par l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV) en 2013 en réaction aux scandales liés à la manipulation du Libor, mais également par l'adoption du règlement de l'UE sur les indices de référence. En Europe, les indices de référence les plus utilisés, l'Euribor et l'Eonia, font l'objet de réformes initiées par leur administrateur, l'Institut des marchés monétaires européens (IMME). En raison de ces réformes, il pourrait être nécessaire d'adapter les pratiques de marché et les contrats à un nouvel environnement dans les années à venir.

S'agissant de l'Euribor, qui est l'indice de référence des dépôts interbancaires en blanc en euros publié pour des échéances allant d'une semaine à douze mois, l'IMME a mis en avant des projets visant à ancrer sa méthodologie sur les transactions plutôt que dans les cotations. Début 2017, un test a échoué à établir la faisabilité d'une méthodologie intégralement fondée sur les transactions en raison d'une activité insuffisante sur les marchés monétaires. C'est pour cette raison que l'IMME travaille actuellement avec les intervenants de marché à une méthodologie potentiellement hybride pour l'Euribor, qui combinerait données relatives aux transactions et jugements d'experts. Le développement de la méthodologie hybride et l'évaluation de l'incidence de celle-ci devraient prendre jusqu'au premier semestre 2018 et seraient suivis d'une consultation des parties prenantes. Dans le même temps, la méthodologie actuelle, fondée sur la cotation, continuera d'être utilisée pour le calcul de l'Euribor.

S'agissant de l'Eonia, qui est un indice de référence pour les dépôts interbancaires en blanc au jour le jour intégralement fondé sur les transactions, l'IMME a annoncé le 1<sup>er</sup> février 2018, à la suite d'une étude sur le marché monétaire en blanc, que la poursuite d'un examen exhaustif de l'Eonia n'était plus appropriée dans la mesure où les volumes des prêts interbancaires étaient faibles tandis que l'activité demeurait concentrée. L'IMME a également souligné que si les conditions de marché demeuraient inchangées, la conformité de l'indice de référence au règlement de l'UE sur les indices de référence ne serait pas nécessaire. Cependant, l'IMME a indiqué qu'il pourrait étudier la possibilité d'adapter les paramètres méthodologiques dans le but d'améliorer la robustesse de l'Eonia si nécessaire.

La robustesse de l'Euribor et de l'Eonia, qui reposent sur les contributions volontaires des banques, devient une source croissante de préoccupation, l'assistance des banques contributrices ayant fléchi dans le temps. Ces banques sont invitées à déclarer quotidiennement soit les cotations fondées sur les jugements d'experts (dans le cas de l'Euribor), soit leurs opérations de prêts interbancaires en blanc au jour le jour (dans le cas de l'Eonia). Toutefois, plusieurs banques ont récemment quitté l'un ou l'autre des panels, citant comme principale raison de leur départ le fait que le processus de réforme fait peser une charge trop importante sur leurs procédures. Participer au calcul des indices de référence présente aussi des risques en termes de responsabilité et de réputation.

Le règlement de l'UE sur les indices de référence peut ne fournir qu'un filet de sécurité temporaire, si les banques devaient continuer à quitter les panels de contributeurs. Les dispositions spéciales du règlement s'appliquent aux indices de référence tels que l'Euribor et l'Eonia, qui sont qualifiés de

« critiques »<sup>43</sup>. En particulier, le régulateur, qui, dans le cas de l'Eonia et de l'Euribor, est l'Autorité belge des Services et Marchés financiers, peut exiger des contributions obligatoires à l'indice de référence si la représentativité de celui-ci est menacée par le départ de banques appartenant au panel par exemple. Si ce mécanisme est susceptible de fournir une solution de secours, son application étant limitée à une période de deux ans au maximum, il ne peut être considéré comme une solution de long terme si la viabilité d'un indice de référence est menacée.

Au vu de l'importance, pour les marchés, de disposer d'indices de référence robustes et fiables, le 21 septembre 2017, la BCE a annoncé qu'elle publierait son propre taux de référence interbancaire (taux en blanc au jour le jour) avant 2020 sur la base de données collectées dans le cadre du règlement concernant les statistiques des marchés monétaires. Il complèterait les taux de référence existants produits par le secteur privé et leur servirait d'appui (*backstop*). Au cours des deux prochaines années, la BCE définira les caractéristiques précises de ce taux, en développera la méthode de calcul et en testera la robustesse. Pendant ce temps, la BCE s'engagera dans une communication transparente impliquant des consultations publiques. La première consultation publique a été lancée le 28 novembre 2017, en vue de recueillir les avis des parties prenantes concernées sur les principales caractéristiques du taux et le calendrier de sa publication.

Une initiative séparée a également été lancée sur le marché monétaire de l'euro, où un groupe de travail nouvellement mis en place sur les taux de référence sans risque pour la zone euro fournira une plate-forme au secteur privé pour discuter des taux de repli et des questions liées à la transition vers d'éventuels taux à court terme alternatifs dans la zone euro. Les travaux de ce groupe visent à suivre la recommandation du Groupe de pilotage du secteur public du Conseil de stabilité financière de juillet 2014 pour identifier et adopter un ou plusieurs taux sans risque dans chaque grande zone monétaire. Le groupe de travail sera composé d'entités du secteur privé et présidé par un représentant de ce secteur. Il sera soutenu par les autorités publiques et son secrétariat sera assuré par la BCE<sup>44</sup>.

---

## 2.2 La transmission effective des mesures de politique monétaire de la BCE

La transmission des mesures de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014 a continué d'améliorer les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, et a renforcé les flux de crédits dans la zone euro en 2017. Les achats d'actifs en cours dans le cadre de l'APP, le maintien des taux directeurs à un bas niveau, la *forward guidance* sur ces deux instruments, ainsi que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), ont assuré des conditions de financement très favorables et sont demeurés un facteur clé à l'origine du renforcement de la reprise économique dans la zone euro.

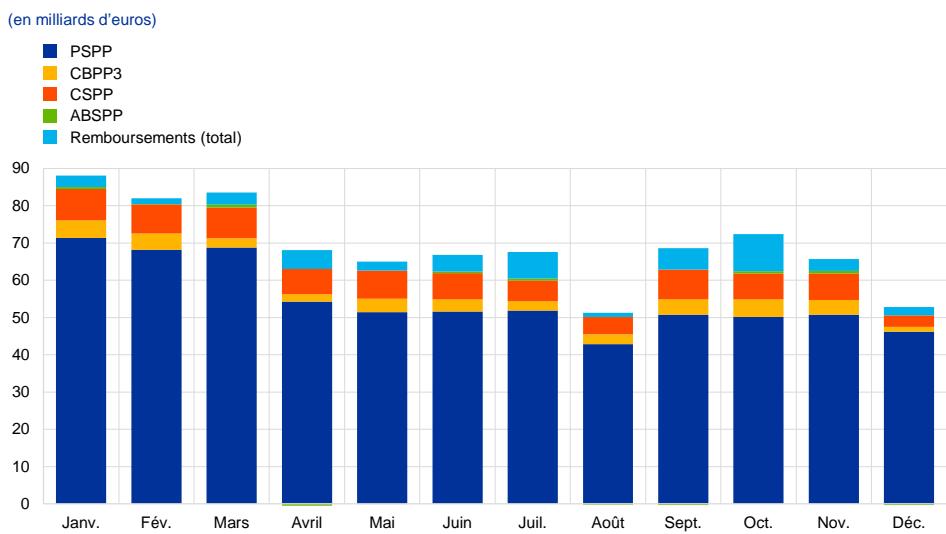
<sup>43</sup> Le 11 août 2016 et le 28 juin 2017, respectivement, l'Euribor et l'Eonia ont été qualifiés d'« indices de référence critiques » par la Commission européenne dans le cadre du règlement de l'UE sur les indices de référence en raison de leur importance cruciale pour les marchés et du nombre élevé de contrats les utilisant comme référence.

<sup>44</sup> Les termes de référence du groupe de travail ainsi que des informations supplémentaires sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

La mise en œuvre de l'APP s'est déroulée sans heurts, tant pour les programmes d'achats d'actifs du secteur privé, regroupant le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), que pour le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Ce dernier concerne les obligations émises par les administrations centrales de la zone euro, les gouvernements régionaux, les agences et les entités supranationales. Les volumes d'achats ont été, en moyenne, conformes aux objectifs mensuels fixés par le Conseil des gouverneurs, s'établissant à 80 milliards d'euros de janvier à mars et à 60 milliards d'avril à décembre (cf. graphique 21). En raison des fluctuations saisonnières de la liquidité de marché, les volumes d'achats ont été inférieurs à l'objectif mensuel en août et en décembre, mais cette évolution a été contrebalancée par des volumes d'achats légèrement plus élevés durant le reste de l'année. Au niveau des différents pays, les volumes d'achats mensuels ont également varié légèrement compte tenu de l'importance croissante des réinvestissements des remboursements des obligations arrivant à échéance, qui ont débuté en mars 2017 pour les titres acquis dans le cadre du PSPP. Globalement, les achats mensuels se sont peu écartés des volumes ciblés en termes relatifs. Les avoirs au titre du PSPP, mesure pertinente pour évaluer la répartition des volumes d'achats, sont demeurés étroitement corrélés à l'allocation prévue fondée sur la clé de répartition du capital, en tenant compte des achats de substitution et du lissage des réinvestissements des obligations arrivées à échéance.

### Graphique 21

#### Achats nets mensuels d'actifs et remboursements dans le cadre de l'APP en 2017



Source : BCE.

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

La dernière opération TLTRO II, réglée en mars 2017, a enregistré un tirage brut de 233,5 milliards d'euros, ce qui s'est traduit par une augmentation de la liquidité nette de 204 milliards<sup>45</sup>. Sur l'ensemble des opérations TLTRO II (TLTRO II.1 à TLTRO II.4), les banques de la zone euro ont emprunté un total de 740,2 milliards d'euros, soit 62 % d'une facilité d'emprunt totale de 1 200 milliards.

Les mesures de politique monétaire ont un impact sur l'économie *via* trois canaux de transmission : le canal du signal, le canal du rééquilibrage des portefeuilles et le canal de la transmission directe<sup>46</sup>. Premièrement, l'APP a renforcé la crédibilité de la *forward guidance* de la BCE s'agissant de son intention de maintenir les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée. Le taux négatif de la facilité de dépôt a renforcé l'effet de l'APP sur l'ensemble de la courbe des taux en réduisant la composante anticipations des taux d'intérêt à long terme. Deuxièmement, l'APP a incité les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit de compartiments plus risqués du marché. Les achats d'actifs en cours ont remplacé les portefeuilles d'obligations à moyen et long terme par des réserves de banque centrale détenues par le secteur bancaire, ce qui implique une diminution du risque de duration pour les investisseurs (cf. section 2.3). La réduction des primes de terme qui l'accompagne crée des incitations à allouer les investissements vers d'autres actifs, comme les prêts aux ménages et aux entreprises. Cela garantit une transmission des mesures de politique monétaire également aux emprunteurs ne disposant pas d'un accès direct aux marchés de capitaux. Enfin, les TLTRO sont efficaces *via* un mécanisme de transmission directe. Les taux d'intérêt que les banques doivent payer sur ces fonds dépendent de l'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages, garantissant une répercussion des conditions de financement favorables. En outre, la liquidité nette supplémentaire a contribué à réduire les coûts marginaux de financement des banques participantes.

Considérées dans leur ensemble, les mesures de politique monétaire introduites par la BCE depuis juin 2014 ont eu un impact positif significatif sur les performances économiques de la zone euro. L'impact global sur la croissance du PIB en volume et l'inflation de la zone euro serait, dans les deux cas, proche de 1,9 point de pourcentage en cumul entre 2016 et 2020<sup>47</sup>.

<sup>45</sup> Ce montant brut a été alloué à 474 banques. La limite du montant de soumission, qui correspond à la facilité moins le tirage lors des précédentes TLTRO, s'est établie à 693 milliards d'euros. Le taux d'utilisation, qui est le ratio du tirage lors de l'opération TLTRO II.4 de mars 2017 rapporté à la limite du montant de soumission, est ressorti à 34 %. L'impact sur la liquidité nette se calcule en prenant en compte les remboursements volontaires au titre des TLTRO I et la diminution des soumissions lors des opérations principales de refinancement, résultant des arbitrages au profit des TLTRO. Cf. également l'encadré intitulé « *Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées : une présentation synthétique des tirages et de leur impact sur l'intermédiation bancaire* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

<sup>46</sup> Pour une analyse plus détaillée des trois principaux canaux de transmission, cf. l'encadré intitulé « *Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

<sup>47</sup> Cf. Draghi (M.), « *L'état et les perspectives de la reprise économique dans la zone euro* », discours prononcé lors du Congrès bancaire européen, Francfort, 18 novembre 2016. Cf. également Gambetti (L.) et Musso (A.), « *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)* », *Working Paper Series*, n° 2075, BCE, juin 2017, qui conclut à un impact significatif de l'APP tant sur le PIB en volume (0,18 point de pourcentage au premier trimestre 2015 pour atteindre une valeur très faible au quatrième trimestre 2016) que sur l'inflation mesurée par l'IPCH (passant d'un impact très faible au premier trimestre 2015 à 0,18 point de pourcentage fin 2015 et à 0,36 point de pourcentage au quatrième trimestre 2016), par rapport à une situation contrefactuelle excluant ces mesures de politique monétaire.

## Les mesures de la BCE ont permis de conserver des conditions de financement très favorables

Les mesures de politique monétaire ont ancré les taux de marché à des niveaux bas. Les taux du marché monétaire à court terme de la zone euro ainsi que les rendements des obligations d'État à plus long terme ont été relativement stables sur toute l'année (cf. section 1.3). Ces conditions ont été répercutées sur les conditions de financement de l'économie au sens large *via* les trois canaux de transmission décrits précédemment.

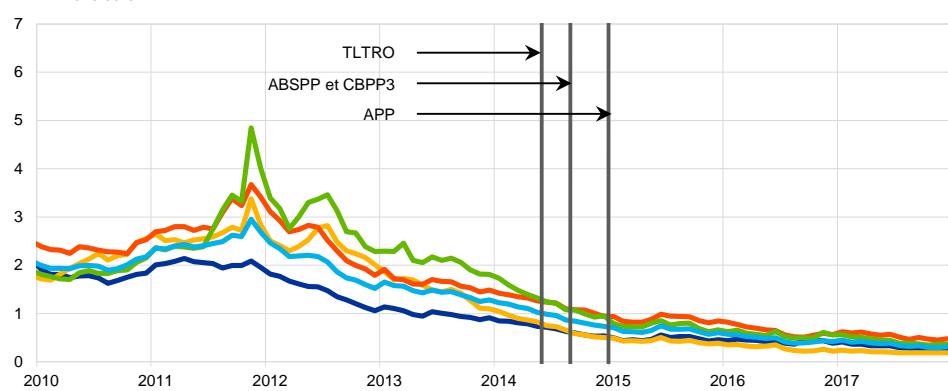
Les coûts de financement des banques sont demeurés très favorables en 2017, nettement au-dessous des niveaux atteints avant le lancement du programme d'assouplissement du crédit de la BCE en juin 2014 (cf. graphique 22). Les écarts de rendement des obligations émises par les banques de la zone euro ont continué de se réduire nettement (cf. graphique 23). Cette évolution a été favorisée par la dernière opération TLTRO II de mars, par laquelle les banques ont pu remplacer une partie de leur financement de marché par un financement *via* les TLTRO. Globalement, ces évolutions ont continué de réduire le coût global de financement des banques et ont entraîné une diminution de l'hétérogénéité des coûts de financement entre les banques situées dans différents pays de la zone euro.

### Graphique 22

#### Coût composite du financement par endettement pour les banques

(coût composite du financement par les dépôts et par endettement sur le compartiment des opérations en blanc ; en pourcentage annuel)

- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie
- Zone euro



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

### Graphique 23

#### Écarts de rendement des obligations bien notées du secteur des entreprises

(en points de base)

- SNF (échelle de gauche)
- Banques (échelle de gauche)
- Sociétés d'assurance (échelle de droite)



Sources : Markit et Bloomberg.

Notes : Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises sont mesurés par les écarts de taux des swaps sur actifs. Les lignes verticales indiquent les réunions du Conseil des gouverneurs des 10 mars 2016 et 21 avril 2016. Les indices intègrent également les obligations subordonnées. La dernière observation se rapporte au 4 janvier 2018.

La diminution des coûts de financement pour les banques a également exercé des pressions à la baisse sur les coûts de refinancement des entreprises via le canal de la transmission directe et la baisse des taux sans risque. Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages ont enregistré un recul plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts consentis aux SNF et aux ménages ont diminué de 123 et 108 points de base, respectivement, entre juin 2014 et décembre 2017. Les SNF disposant d'un accès direct aux marchés de capitaux ont également bénéficié de la baisse des rendements des obligations du secteur des entreprises entraînée par le CSPP. Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) des SNF se sont resserrés de 26 points de base en 2017, conformément aux évolutions observées pour les banques et les sociétés d'assurance (cf. graphique 23). Ces effets se sont également fait sentir pour les obligations d'entreprises n'appartenant pas à la catégorie « *investment-grade* », qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du CSPP, les investisseurs ayant ajusté leurs portefeuilles<sup>48</sup>.

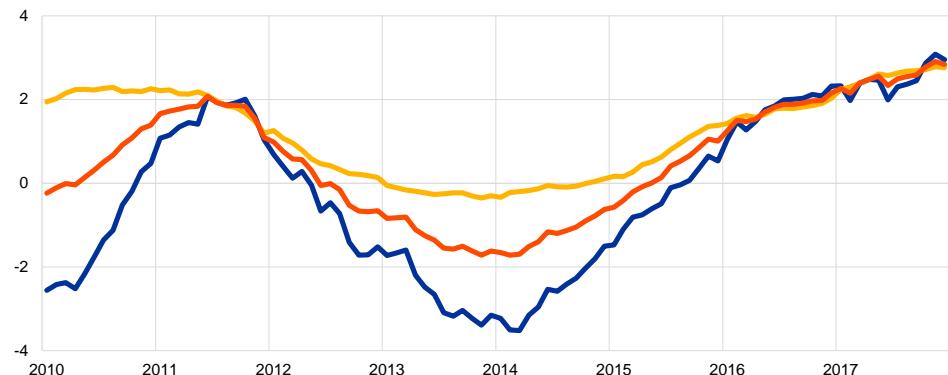
<sup>48</sup> Cf. « [Corporate sector purchase programme \(CSPP\) – Questions & answers](#) » pour de plus amples informations relatives aux critères d'éligibilité au CSPP.

## Graphique 24

### Prêts des IFM aux SNF et aux ménages

(variations annuelles en pourcentage ; prêts aux SNF et aux ménages corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier ; les prêts au secteur privé non financier sont en données brutes)

- Prêts aux SNF
- Prêts aux ménages
- Prêts au secteur privé non financier



Source : BCE.

## Le redressement de la croissance du crédit se poursuit

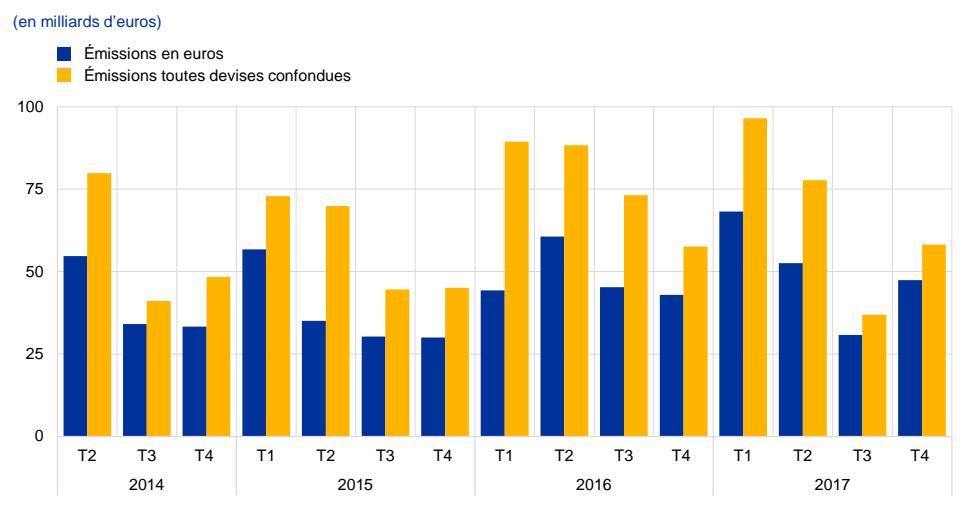
L'amélioration en cours des conditions de crédit dans la zone euro s'est non seulement reflétée dans la baisse des taux d'intérêt et des écarts de rendement, mais également dans une augmentation des volumes de prêts au secteur privé et un accès inchangé des entreprises aux marchés obligataires. Les banques participant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ont indiqué qu'elles utilisaient la liquidité supplémentaire générée par l'APP principalement pour l'octroi de prêts, ce qui laisse penser que l'offre de crédit a poursuivi son amélioration en 2017<sup>49</sup>. En outre, la demande nette de prêts a augmenté, alors que les banques ont assoupli leurs critères d'octroi et les conditions générales attachées aux nouveaux prêts, notamment pour les prêts accordés aux ménages. Par conséquent, la reprise progressive de l'activité de prêt au secteur privé de la zone euro s'est poursuivie. Cela étant, en dépit de certains progrès, l'assainissement des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certains pays ont continué de peser sur la croissance des prêts.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé non financier incluant les ménages et les SNF est ressorti à 2,8 % en décembre 2017, contre 2,2 % en décembre 2016. La croissance annuelle des prêts aux SNF s'est établie à 2,9 %, contre 2,3 % un an plus tôt, alors que celle des prêts aux ménages est ressortie à 2,8 % en décembre 2017 contre 2,0 % en décembre 2016. Les émissions d'obligations par les SNF dont le siège social est établi dans la zone euro sont demeurées stables, les nouvelles émissions libellées en euros s'élevant

<sup>49</sup> Cf. « *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017* », BCE, octobre 2017.

à 199 milliards d'euros, contre 193 milliards en 2016 (cf. graphique 25). L'accès des SNF aux marchés de capitaux a continué d'être favorisé par les achats nets d'obligations d'entreprises dans le cadre du CSPP.

**Graphique 25**  
Émissions de dette brutes par les SNF de la zone euro



Sources : Dealogic et calculs de la BCE.

Notes : Les données incluent les obligations bien notées (*investment-grade*) et les obligations n'entrant pas dans cette catégorie.

« Émissions en euros » indique les nouvelles émissions libellées en euros par les SNF ayant leur siège social dans la zone euro.

« Émissions toutes devises confondues » se rapporte à l'ensemble des nouvelles émissions par les SNF ayant leur siège social dans la zone euro.

Les mesures de politique monétaire de la BCE ont également amélioré significativement les conditions de crédit applicables aux petites et moyennes entreprises (PME), qui n'ont généralement pas un accès direct aux marchés obligataires. Les derniers résultats de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) ont indiqué de nouvelles améliorations des conditions de financement externe, poursuivant une tendance observée lors des campagnes précédentes<sup>50</sup>. Les PME ont confirmé un meilleur accès au financement par les banques, notamment une volonté accrue d'octroyer des crédits à des taux plus faibles. Dans tous les grands pays de la zone euro, les PME ont fait état de variations nettes positives dans l'accès aux prêts bancaires. Pour la première fois depuis le lancement de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les PME ont perçu les perspectives économiques d'ensemble comme étant favorables à l'accès au financement externe. Les coûts de financement des PME ont également diminué. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé a diminué de 118 points de base entre fin mai 2014 et décembre 2017.

<sup>50</sup> Cf. « *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2016 to March 2017* », BCE, mai 2017.

## 2.3

## Les évolutions du bilan de l'Eurosystème

### La taille et la composition du bilan de l'Eurosystème

Depuis le début de la crise financière en 2007-2008, l'Eurosystème a pris un certain nombre de mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire, qui ont eu un impact direct sur la taille et sur la composition de son bilan au fil du temps. Ces mesures comprennent des opérations adossées à des garanties, destinées à fournir aux contreparties des financements d'une durée initiale inférieure ou égale à quatre ans, 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 2017, la taille du bilan de l'Eurosystème avait atteint un point haut historique de 4 500 milliards d'euros, soit 800 milliards de plus que fin 2016.

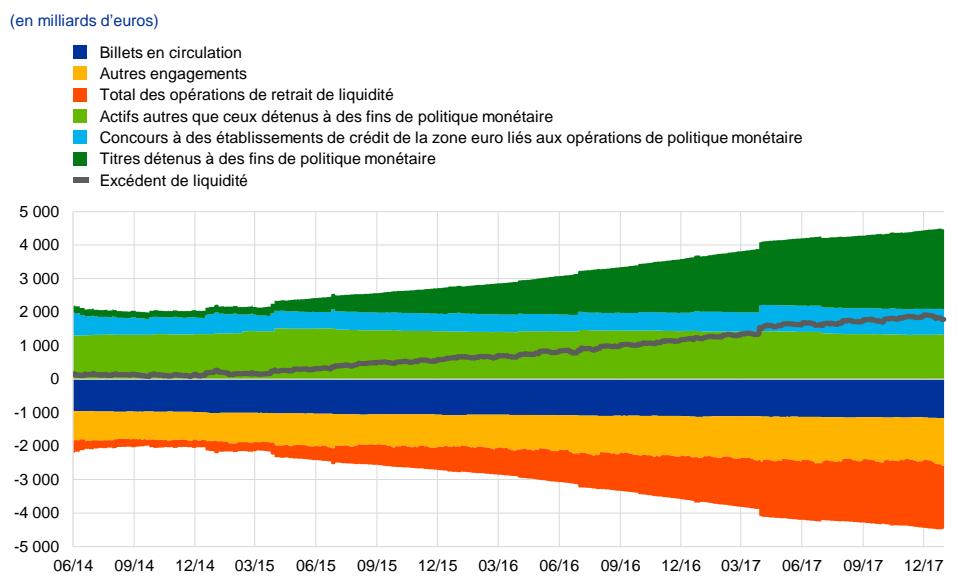
Le programme étendu d'achats d'actifs et le montant alloué lors de la dernière opération de refinancement à plus long terme ciblée en mars 2017 ont entraîné à la fois une augmentation de la taille et une modification de la composition du bilan. Fin 2017, les rubriques à l'actif du bilan liées à la politique monétaire représentaient 3 200 milliards d'euros, soit 70 % du total des actifs du bilan de l'Eurosystème, contre 61 % fin 2016. Ces rubriques recouvrent les prêts aux établissements de crédit de la zone euro, qui représentaient 17 % du total des actifs (après 16 % fin 2016), et les titres acquis à des fins de politique monétaire, soit 53 % environ du total des actifs (contre 45 % fin 2016), comme l'indique le graphique 26. 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) de la liquidité d'urgence fournie par certaines banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème à des institutions financières solvables confrontées à des problèmes de liquidité temporaires. Ces autres actifs financiers font l'objet d'obligations de déclaration internes à l'Eurosystème et de restrictions résultant notamment de l'interdiction du financement monétaire et de l'obligation de ne pas interférer avec la politique monétaire, définies dans plusieurs textes juridiques<sup>51</sup>.

Au passif, la principale incidence observée a concerné les avoirs de réserve des contreparties qui, sous l'effet de la poursuite d'une politique monétaire accommodante en 2017, ont augmenté de 600 milliards d'euros pour ressortir à 1 900 milliards, soit 42 % du passif fin 2017, après 36 % fin 2016. Les billets en circulation ont diminué en termes relatifs, revenant à 26 % (après 31 % fin 2016), alors qu'ils ont augmenté en termes absolus, conformément à leur tendance

<sup>51</sup> L'interdiction du financement monétaire est définie à l'article 123 du [traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#). Pour les restrictions appliquées aux actifs autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire, cf. en particulier l'orientation de la BCE concernant les opérations domestiques de gestion des actifs et des passifs par les banques centrales nationales ([BCE/2014/9](#)), l'accord du 19 novembre 2014 sur les actifs financiers nets (*Agreement on Net Financial Assets – ANFA*), ainsi que l'accord du 17 mai 2017 relatif à la fourniture de liquidité d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance – ELA*).

historique de croissance. Les autres engagements, y compris les comptes de capital et de réévaluation, représentaient 32 % après 33 % fin 2016, mais en termes absolus, ils ont augmenté de 200 milliards d'euros (cf. graphique 26).

**Graphique 26**  
Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème



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 CBPP3, l'ABSPP et le CSPP. S'agissant du PSPP, la BCE fournit une répartition par pays émetteurs<sup>52</sup> des données relatives aux avoirs en titres, y compris l'échéance moyenne pondérée.

Fin 2017, l'APP représentait 2 300 milliards d'euros<sup>53</sup>. Sur ce montant, les avoirs au titre de l'ABSPP ont représenté 25 milliards d'euros (1 % du portefeuille total détenu dans le cadre de l'APP) et les avoirs au titre du CBPP3 se sont élevés à 241 milliards (11 % du portefeuille total de l'APP). Parmi les programmes d'achats de titres du secteur privé, c'est le CSPP qui a le plus contribué à l'APP en 2017, avec 82 milliards d'euros d'achats nets, portant le total des titres du CSPP à 132 milliards, soit 6 % du total des titres détenus dans le cadre de l'APP. En 2017, la

<sup>52</sup> Les avoirs des émetteurs supranationaux sont publiés à un niveau agrégé.

<sup>53</sup> Les avoirs au titre de l'APP sont présentés au coût amorti.

BCE a commencé à publier la liste complète des titres détenus dans le cadre du CSPP, y compris les noms des émetteurs, les dates d'échéance et le taux des coupons d'obligations, ainsi que des données agrégées relatives aux titres CSPP ventilées par pays de risque, par notations et par secteurs. Les achats dans le cadre du CSPP sont réalisés sur la base d'une référence qui reflète proportionnellement tous les encours des émissions de titres éligibles. Cela signifie que l'encours de marché fournit une pondération pour chacune des différentes juridictions d'émission au sein de la référence.

Le PSPP représentait la part la plus importante de l'APP, soit 1 900 milliards d'euros ou 83 % du total des titres détenus dans le cadre de l'APP, contre 82 % fin 2016.

Dans le cadre du PSPP, la ventilation des achats entre les juridictions est déterminée par la clé de répartition du capital de la BCE. Au sein des quotas qui leur sont assignés, la BCE et les BCN 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 7,7 ans fin 2017, un peu en deçà des 8,3 ans enregistrés fin 2016, avec certaines variations d'une juridiction à l'autre. La diminution de l'échéance moyenne pondérée reflète principalement les décisions prises par le Conseil des gouverneurs en décembre 2016 de (a) ramener de deux ans à un an la durée résiduelle minimale des titres éligibles au PSPP et (b) permettre les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE dans la mesure nécessaire.

La durée résiduelle des actifs achetés par l'Eurosystème est pertinente à deux titres : d'une part, elle permet 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.

L'Eurosystème procède au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance qu'il a acquis dans le cadre de l'APP. Les réinvestissements effectués au titre des programmes d'achats de titres du secteur privé se sont poursuivis en 2017 et ont représenté 24,3 milliards d'euros, tandis que ceux réalisés dans le cadre du PSPP ont débuté en mars 2017 et représenté 24,9 milliards sur l'année. Reflétant l'importance croissante des réinvestissements, en novembre 2017, la BCE a commencé à publier les montants mensuels des remboursements attendus dans le cadre de l'APP sur un horizon glissant de douze mois.

Les titres acquis dans le cadre de l'APP pourront faire l'objet de prêts, afin de soutenir la liquidité des marchés obligataires et des pensions sans entraver l'activité normale du marché des pensions. La BCE publie tous les mois la moyenne

mensuelle agrégée du solde de prêts pour l'Eurosystème. Afin d'atténuer encore la raréfaction des garanties sur le marché, à compter de décembre 2016, l'Eurosystème a commencé à accepter des montants limités d'espèces en garantie des opérations de prêt, en plus des titres qui étaient jusqu'alors l'unique forme de garantie acceptée. Les données relatives au montant mensuel moyen agrégé des espèces reçues en garantie sont également publiées tous les mois par la BCE.

## Évolutions des opérations de refinancement de l'Eurosystème

L'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème a augmenté de 168,3 milliards d'euros depuis fin 2016 pour ressortir à 764,0 milliards fin 2017. Cette hausse peut être attribuée dans une large mesure au montant de 233,5 milliards d'euros alloué lors de la dernière opération TLTRO II en mars 2017 qui, même s'il a été contrebalancé en partie par une diminution des volumes d'opérations principales de refinancement et les remboursements de TLTRO I en 2017, a tout de même entraîné une forte augmentation, en termes nets, de l'encours de liquidité. L'échéance moyenne pondérée de la liquidité provenant des opérations de cession temporaire destinées à fournir de la liquidité a diminué, revenant de 3 ans environ fin 2016 à 2,7 ans environ fin 2017. La dernière opération du programme TLTRO II (d'une durée initiale de quatre ans) ayant été allouée tôt en 2017 (mars), l'échéance moyenne pondérée des opérations de refinancement de l'Eurosystème a diminué sur le reste de l'année.

## 3 Le secteur financier européen est résilient mais confronté à des défis

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. La BCE fournit également un soutien analytique au Comité européen du risque systémique (CERS) dans le domaine de la stabilité financière et contribue à des initiatives réglementaires importantes. L'émergence d'éventuels risques systémiques est traitée au moyen des politiques macroprudentielles.

La BCE exerce ces missions en collaboration avec les autres banques centrales de l'Eurosystème et le Système européen de banques centrales (SEBC). Au sein de la BCE, les fonctions macroprudentielle et microprudentielle travaillent en étroite coopération à l'identification des principaux risques et vulnérabilités dans le secteur financier européen et sur les questions réglementaires.

### 3.1

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

La BCE présente son analyse des risques systémiques dans sa revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*), qui paraît chaque semestre<sup>54</sup>. La plupart des indicateurs des tensions systémiques pour la zone euro sont restés contenus en 2017 (cf. graphique 27), permettant de penser que la situation relative à la stabilité financière a évolué favorablement au cours de l'année sous revue.

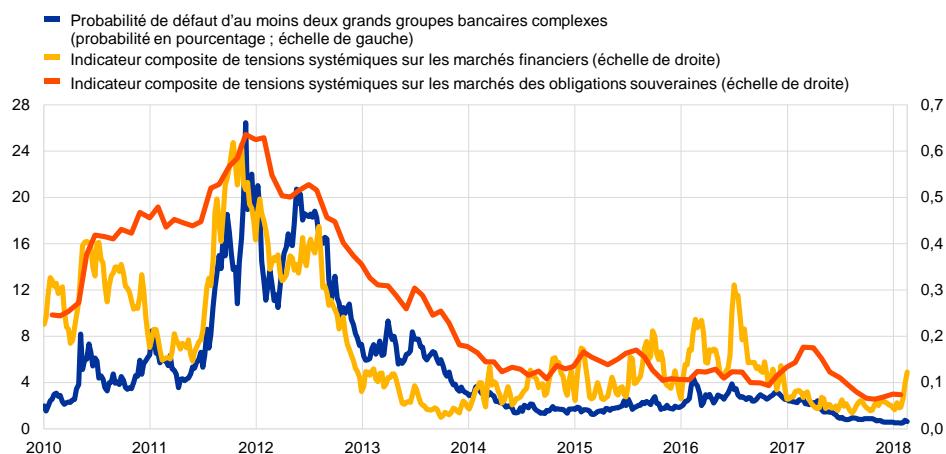
L'amélioration de la situation économique dans la zone euro a soutenu les marchés d'actifs et contribué à une volatilité faible sur toutes les catégories d'actifs en 2017 (cf. également section 1). Les tensions affectant le secteur bancaire de la zone euro sont demeurées faibles, les investisseurs s'attendant à une amélioration de la rentabilité bancaire en raison de l'augmentation des volumes de prêts et des marges sur les prêts, si les perspectives de croissance économique devaient continuer de s'améliorer et les taux d'intérêt augmenter. En revanche, les tensions systémiques sur les marchés des obligations souveraines se sont accentuées début 2017, en partie sous l'effet d'un accroissement de l'incertitude politique dans certains pays de la zone euro. Les résultats des élections dans les principaux pays de la zone euro ont par la suite atténué cette incertitude, ce qui s'est traduit par un recul de l'indicateur des tensions souveraines au second semestre 2017. Les indicateurs des tensions systémiques pour la zone euro sont par ailleurs restés modérés, malgré des facteurs de hausse de l'incertitude géopolitique au niveau mondial, en lien, par exemple, avec la montée des tensions relatives à la péninsule coréenne.

<sup>54</sup> Cf. *Financial Stability Review*, BCE, mai 2017 et *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017. Dans sa fonction microprudentielle, la supervision bancaire de la BCE, en coopération avec les autorités compétentes nationales, identifie et évalue régulièrement les risques pesant sur le secteur bancaire dans la zone euro afin d'assurer que les banques soumises à sa surveillance prudentielle directe traitent les principaux risques de manière efficace. Les principaux risques figurent dans les priorités prudentielles du MSU (mécanisme de surveillance unique) qui sont publiées annuellement (cf. *Priorités prudentielles 2018*).

## Graphique 27

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. 2010 - Fév. 2018)



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 2017.

Tout d'abord, la possibilité d'une réévaluation soudaine et importante des primes de risque au niveau international est demeurée le principal risque en 2017. L'année a été marquée par une volatilité globalement faible sur les marchés financiers, des valorisations élevées des actifs et des primes de risque réduites sur certains marchés, ce qui dénote un accroissement de la prise de risque. En particulier, les écarts de rendement associés aux émetteurs les plus risqués sur les marchés obligataires sont restés très bas, reflétant l'opinion des intervenants de marché selon laquelle l'émergence de faiblesses était peu probable. Si une partie de ces évolutions est liée à l'amélioration des conditions macroéconomiques et, en tant que telle, est due aux fondamentaux, les signes que les marchés financiers ne seraient pas totalement vigilants face à la possibilité d'un revirement rapide du sentiment de marché ont été de plus en plus nombreux.

Le deuxième risque majeur a trait aux perspectives de rentabilité des banques de la zone euro. La rentabilité des banques de la zone euro s'est légèrement améliorée en raison de l'augmentation des revenus hors intérêts. Le rendement des fonds propres des banques s'est établi à 3,2 % au cours des trois premiers trimestres de 2017, contre 2,5 % sur la même période de l'année précédente. Leur solvabilité a également continué de s'améliorer, les ratios des fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*) atteignant 14,5 % au troisième trimestre 2017, contre 13,9 % en 2016<sup>55</sup>.

<sup>55</sup> Données pour tous les groupes bancaires nationaux telles que figurant dans les [données bancaires consolidées de la BCE](#).

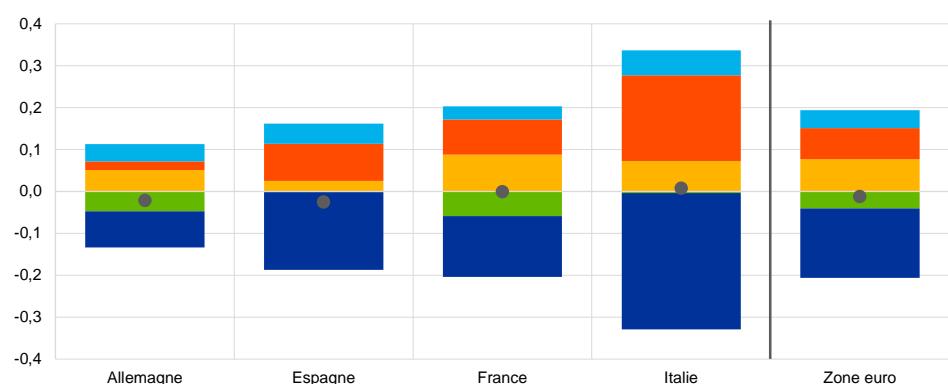
Les mesures de politique monétaire de la BCE peuvent avoir un impact sur la rentabilité des banques *via* deux principaux canaux. Premièrement, l'environnement de taux d'intérêt bas contribue à un resserrement des marges d'intérêt des banques, ce qui réduit le produit d'intérêts net. Deuxièmement, le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE se traduit par un coût direct sur l'excédent de liquidité pour le système bancaire de la zone euro dans son ensemble. Toutefois, ces aspects négatifs ont, à ce jour, été généralement contrebalancés par les effets positifs d'une expansion économique solide et généralisée sur la rentabilité des banques. En particulier, les coûts de provisionnement des banques diminuent avec l'augmentation de la qualité de crédit des emprunteurs sous l'effet de l'amélioration des perspectives économiques. En outre, l'accroissement des volumes de prêts dans un contexte de reprise économique et les plus-values liées à l'augmentation des prix des actifs soutiennent la rentabilité bancaire. Enfin, si on observe une rigidité à la baisse des taux appliqués aux dépôts de la clientèle de détail, les dépôts de la clientèle de gros, notamment ceux des non-résidents, sont souvent rémunérés à des taux négatifs, ce qui atténue l'effet baissier des taux d'intérêt nominaux négatifs sur le produit d'intérêts net des banques. Dans l'ensemble, l'impact net des mesures de politique monétaire sur la rentabilité des banques de la zone euro de 2014 à 2017 (cf. graphique 28) est resté limité, même s'il a légèrement varié d'un pays à l'autre.

### Graphique 28

#### Composantes de la rentabilité des banques

(2014-2017 : contributions en points de pourcentage au rendement des actifs des banques)

- Revenu d'intérêts net hors coût de l'excédent de liquidité et effet quantité
- Plus-values
- Qualité de crédit
- Coût de l'excédent de liquidité
- Effet quantité sur le produit net d'intérêt
- Effet net



Source : Altavilla (C.), Andreeva (D.), Boucinha (M.) et Holton (S.), « *Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area* », Occasional Paper Series, BCE, à paraître.

Notes : L'impact de la politique monétaire sur les rendements obligataires et les effets respectifs sur les taux débiteurs et sur les volumes de prêts sont conformes aux projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Les plus-values sont calculées à partir des données publiées par l'Autorité bancaire européenne. Les chiffres pour la zone euro sont calculés comme la moyenne pondérée pour les pays appartenant à l'échantillon à l'aide de données bancaires consolidées pour le poids du système bancaire de chaque pays dans le total de la zone euro.

Malgré ces évolutions favorables, les perspectives d'évolution du secteur bancaire sont restées moroses. Cela s'est également reflété dans une relative faiblesse des cours des actions des banques de la zone euro, la valeur de marché des banques de la zone demeurant nettement inférieure à leur valeur comptable. Les doutes

exprimés par les marchés sont liés essentiellement à deux facteurs. Premièrement, plusieurs défis d'ordre structurel ont continué d'avoir une incidence sur le rapport coût-efficacité de nombreuses banques de la zone euro et sur les possibilités de diversification des revenus. Deuxièmement, même si des progrès importants ont été réalisés au cours de l'année afin de résorber l'encours élevé de créances douteuses (cf. graphique 29), ils sont demeurés inégaux, avec des retards persistants, selon les banques et les pays. Les taux élevés de créances douteuses ont continué d'exercer des pressions sur la rentabilité des banques, directement au travers d'un niveau important de provisions et indirectement, les créances douteuses absorbant la capacité de bilan.

La BCE a contribué au débat sur la façon de remédier aux défis auxquels le secteur bancaire reste confronté. Par exemple, une plate-forme de négociation de créances douteuses pourrait permettre un assainissement plus rapide des bilans bancaires<sup>56</sup>. De la même manière, des investissements conjoints du secteur privé et de l'État (conformément aux règles relatives aux aides d'État) pourraient réduire les asymétries d'information entre acheteurs et vendeurs potentiels de créances douteuses<sup>57</sup>. En ce qui concerne les enjeux structurels, la poursuite de l'assainissement du secteur bancaire et la digitalisation pourraient contribuer à améliorer le rapport coût-efficacité. Les mesures prises pour réduire l'encours de créances douteuses pourraient également permettre d'augmenter l'activité bancaire transfrontière, ce qui entraînerait une plus grande diversification géographique des revenus<sup>58</sup>. Les fusions et acquisitions transfrontières, notamment, permettraient de renforcer l'intégration dans la banque de détail. L'achèvement de l'Union bancaire, ainsi que d'autres mesures concernant le secteur financier, comme l'harmonisation de la fiscalité et des règles relatives à l'insolvabilité, seraient utiles à cet égard<sup>59</sup>.

<sup>56</sup> Cf. sujet spécifique A dans *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017.

<sup>57</sup> Cf. sujet spécifique C dans *Financial Stability Review*, BCE, mai 2017.

<sup>58</sup> Cf. sujet spécifique B dans *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017.

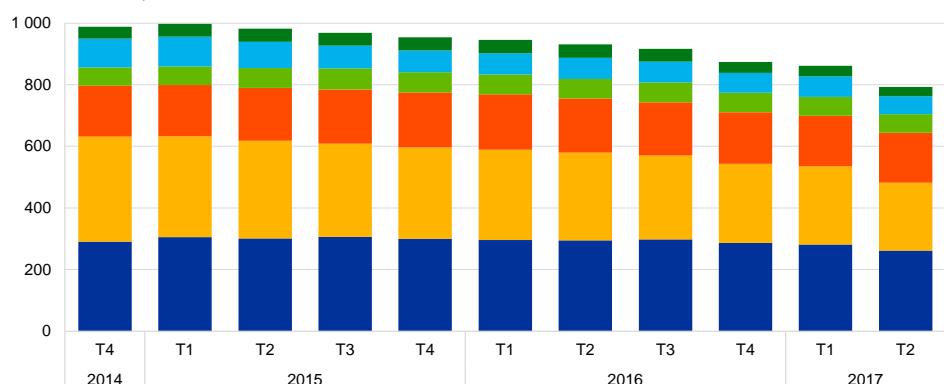
<sup>59</sup> Cf. le sujet spécifique dans *Financial integration in Europe*, BCE, mai 2017.

## Graphique 29

### Créances douteuses par secteurs et par types de prêts

(T4 2014-T2 2017 ; données trimestrielles ; en milliards d'euros)

- Prêts aux PME
- Prêts aux SNF n'appartenant pas aux PME
- Prêts hypothécaires
- Prêts à la consommation
- Autres prêts aux ménages
- Autres prêts



Source : Données prudentielles de la BCE.

Notes : Données établies à partir des établissements importants. PME représente les petites et moyennes entreprises ; SNF signifie société non financière.

Les deux derniers risques identifiés qui pèsent sur la stabilité financière ont trouvé leur origine en dehors du secteur bancaire. Premièrement, les préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette des secteurs public et privé se sont accrues au premier semestre de l'année avant de se stabiliser par la suite, notamment lorsque les perspectives économiques se sont améliorées et que l'incertitude relative à la politique économique a reculé après la tenue d'élections nationales dans les principaux pays de la zone euro. L'endettement du secteur privé de la zone euro reste important au regard des normes historiques et internationales, ce qui accroît en particulier la vulnérabilité des entreprises à une forte hausse des taux d'intérêt. Deuxièmement, dans le secteur financier non bancaire, les fonds d'investissement ont poursuivi leur croissance, les entrées étant soutenues par l'amélioration des perspectives de croissance économique et par la faible volatilité sur les marchés financiers. Les fonds d'investissement se sont également exposés de manière croissante à des titres moins bien notés et d'échéances plus longues, tandis que les coussins de liquidité des fonds obligataires continuaient de diminuer. Les flux, d'entrée et de sortie, des fonds d'investissement peuvent être particulièrement sensibles aux évolutions du sentiment de marché. La réglementation européenne ne prévoit pas actuellement de limites légales strictes à l'effet de levier pour les fonds d'investissement alternatifs, contrairement au cas des OPCVM. Afin de prévenir l'accumulation de risques à l'échelle de l'ensemble du secteur, l'élaboration d'un cadre pour la mise en œuvre harmonisée de limites macroprudentielles à l'effet de levier pour les fonds d'investissement alternatifs est restée une initiative essentielle dans le processus d'élargissement de la politique macroprudentielle au-delà du secteur bancaire<sup>60</sup>.

<sup>60</sup> Cf. sujet spécifique A dans *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

Une analyse de la structure du secteur financier de la zone euro au sens large, qui intègre les sociétés d'assurance, les fonds de pension et les entités du secteur bancaire parallèle, a confirmé que le secteur financier non bancaire poursuivait son expansion. Cette évolution est intervenue dans un contexte de poursuite de la rationalisation des actifs du secteur bancaire qui, à l'évidence, a continué d'avoir un effet limité sur l'efficacité globale du système financier, les coefficients d'exploitation des banques étant toujours globalement élevés<sup>61</sup>.

## Encadré 6

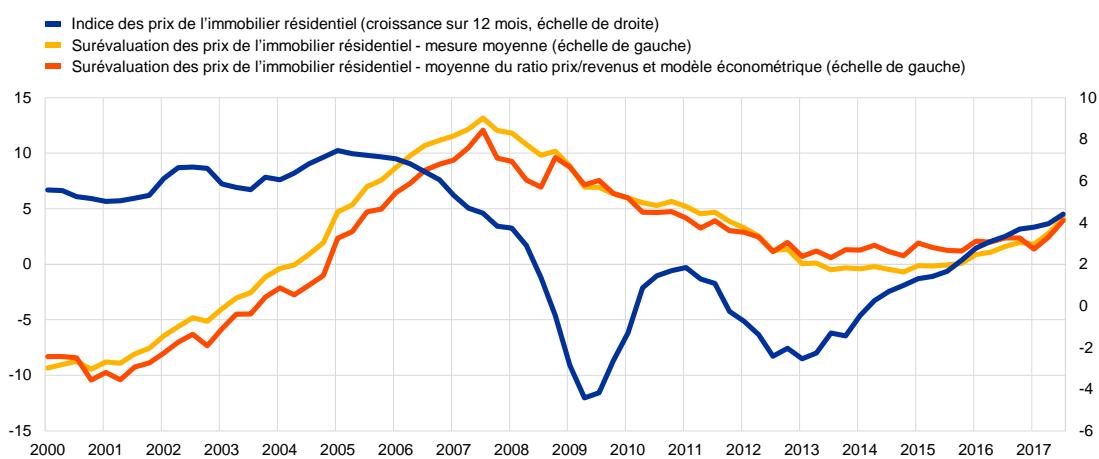
### Évolutions des marchés de l'immobilier résidentiel et commercial dans la zone euro

L'expansion conjoncturelle des marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro s'est poursuivie en 2017, les prix et les prêts hypothécaires augmentant modérément au total. Globalement, il semble que, malgré un accroissement progressif, les vulnérabilités sur ces marchés aient été contenues sur l'ensemble de la zone euro. De façon plus spécifique, tandis que la croissance des prix nominaux de l'immobilier résidentiel s'est accélérée, atteignant plus de 4 % en rythme annuel au troisième trimestre 2017, elle est restée inférieure à la moyenne historique et largement inférieure aux valeurs observées avant la crise (cf. graphique A). La croissance des prix de l'immobilier résidentiel s'explique par la vigueur de la demande et a été favorisée de plus en plus par le redressement des revenus des ménages. Globalement, les prix ont été conformes ou légèrement supérieurs aux valeurs fondamentales dans la zone euro (cf. graphique A)<sup>62</sup>. Tandis que la croissance annuelle des prêts au logement a continué de s'accélérer, à un rythme supérieur à 3 % d'une année sur l'autre vers fin 2017, l'endettement des ménages est resté sur une tendance baissière, ressortant à 58 % du PIB au troisième trimestre 2017 (cf. graphique B).

#### Graphique A

##### Croissance annuelle des prix de l'immobilier résidentiel et surévaluations dans la zone euro

(en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La première mesure de la surévaluation (ligne jaune) est la moyenne de quatre indicateurs différents de valorisation (le ratio prix/revenus, le ratio prix/loyer, le produit d'un modèle de valorisation des actifs et le produit d'un modèle économétrique BVAR) et la seconde mesure de la surévaluation (ligne rouge) est la moyenne de deux indicateurs de valorisation (le ratio prix/revenus et le produit du modèle économétrique).

<sup>61</sup> Cf. *Report on Financial Structures*, BCE, octobre 2017.

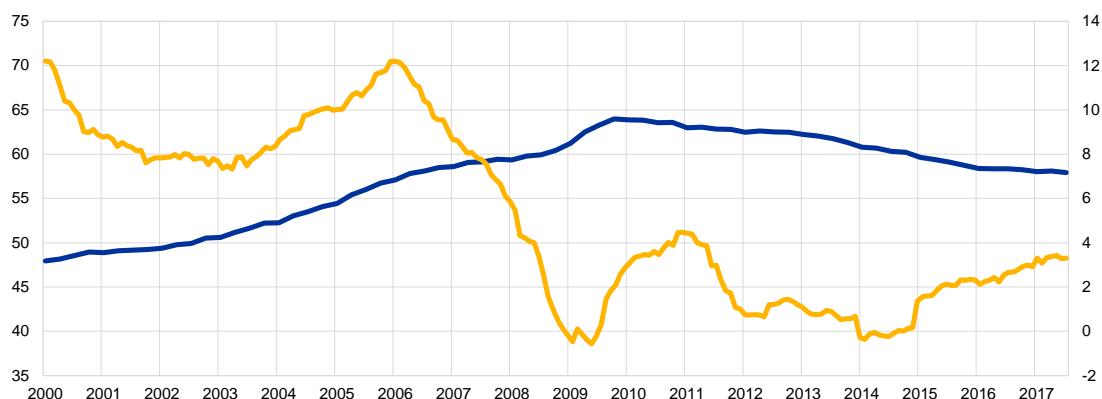
<sup>62</sup> Les estimations de la valeur sont entourées d'un niveau élevé d'incertitude et leur interprétation peut être compliquée au niveau des pays en raison de caractéristiques nationales spécifiques (par exemple, le traitement fiscal de l'immobilier ou des facteurs structurels, tels que le statut d'occupation des logements).

## Graphique B

### Prêts au logement consentis aux ménages et dette des ménages dans la zone euro

(en pourcentage)

■ Endettement des ménages (en % du PIB, échelle de gauche)  
 ■ Prêts au logement consentis aux ménages (croissance sur 12 mois, échelle de droite)



Source : BCE et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à septembre 2017 pour les données relatives aux prêts et au deuxième trimestre 2017 pour la dette des ménages.

Bien qu'il y ait peu de signes d'une accumulation des vulnérabilités sur l'ensemble du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro, la situation s'est caractérisée par une certaine hétérogénéité entre les pays et la BCE a activement suivi certains pays de la zone pendant l'année 2017, dans le cadre de sa fonction macroprudentielle. C'est notamment le cas pour les pays ayant reçu des alertes du CERS fin 2016<sup>63</sup>.

Un certain nombre de mesures macroprudentielles ciblant les vulnérabilités de l'immobilier résidentiel ont été adoptées par les autorités nationales ou sont devenues effectives dans plusieurs pays pendant l'année 2017 :

- En Finlande, un nouveau niveau minimum de pondération moyenne du risque de 15 % pour les prêts hypothécaires, applicable aux établissements de crédit ayant adopté l'approche fondée sur les notations internes, a été introduit et est effectif depuis janvier 2018. Cette mesure durera deux années, couvrira les prêts pour l'achat d'un logement situé en Finlande et sera appliquée sur une base consolidée.
- En Lituanie, les réglementations qui fixent les principaux critères d'octroi de prêts (notamment l'exigence de calcul des quotités de financement et du ratio service de la dette/revenu) ont été étendues aux personnes physiques réalisant des activités de construction ou de location à des fins commerciales.
- En Belgique, il a été recommandé que les banques appliquant une approche fondée sur les notations internes maintiennent une surcharge de 5 points de pourcentage aux pondérations de risque des crédits hypothécaires belges. Cette recommandation a suivi l'expiration d'une mesure macroprudentielle similaire.

<sup>63</sup> En novembre 2016, le CERS a lancé des alertes sur les vulnérabilités à moyen terme des secteurs de l'immobilier résidentiel à destination des pays de la zone euro suivants : Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche et Finlande.

- En Slovaquie, les mesures relatives aux emprunteurs ont été durcies à partir de début 2017 (limites de quotités de financement, de ratio service de la dette/revenu et d'échéances) dans le contexte d'un « programme de prêt responsable ».
- En Irlande, les mesures relatives aux emprunteurs ont été révisées et recalibrées. En particulier, depuis janvier 2017, 5 % des nouveaux prêts aux primo-accédants ont été autorisés au-dessus de la limite de quotité de financement de 90 %, et 20 % des nouveaux prêts aux personnes achetant pour la deuxième fois ou plus ont été autorisés au-dessus de la limite de quotité de financement de 80 %.

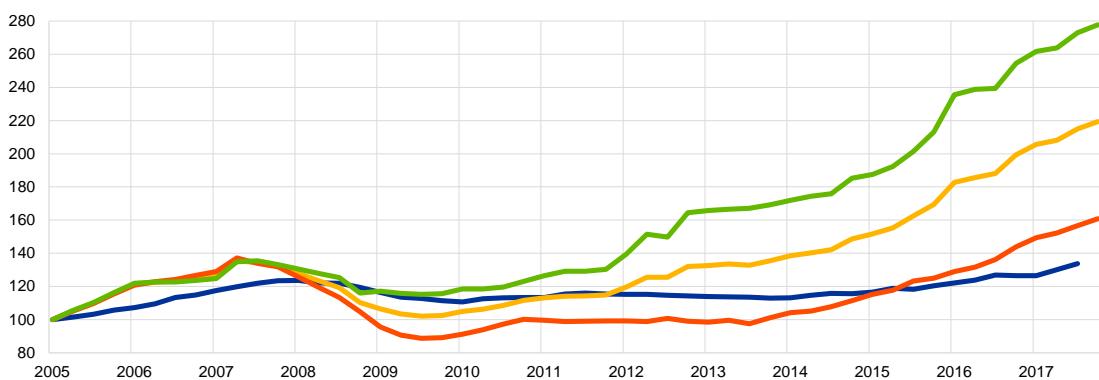
Le marché de l'immobilier commercial de la zone euro a connu une croissance soutenue des prix et des volumes de transaction au cours des dernières années. En 2016, ces prix ont enregistré un taux de croissance annuel de 5,1 %, après 3,8 % en 2015 et 1,9 % en 2014. Ces hausses de prix sont imputables au segment « prime » de l'immobilier commercial (où les prix ont augmenté de 18 % en rythme annuel en 2016, contre 14 % l'année précédente) et, notamment, au segment « prime » des locaux commerciaux (cf. graphique C), où les prix ont encore continué à augmenter en 2017.

### Graphique C

#### Indices des prix de l'immobilier commercial dans la zone euro

(T1 2005-T4 2017 ; indice : T1 2005 = 100)

- Immobilier commercial (global)
- Immobilier commercial « prime » (global)
- Immobilier commercial « prime » (bureaux)
- Immobilier commercial « prime » (locaux commerciaux)



Sources : Jones Lang LaSalle et estimations expérimentales de la BCE basées sur des données MSCI et nationales.

Notes : Les établissements de vente au détail incluent les restaurants, les centres commerciaux et les hôtels. L'agrégat de la zone euro comprend la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

Dans beaucoup des pays observant les hausses les plus importantes des prix de l'immobilier commercial en 2017, ces investissements ont été financés essentiellement par les investissements directs des investisseurs institutionnels et des fonds, et moins par les prêts bancaires. Les fonds de placement immobilier et les fiducies de placement immobilier ont gagné en importance comme véhicules via lesquels les gestionnaires d'actifs américains et les autres investisseurs étrangers, à la recherche de rendements dans un environnement de faibles taux d'intérêt, orientent leurs investissements dans le secteur. En principe, la dépendance croissante envers des sources étrangères de financement par émission d'actions devrait réduire l'éventualité de répercussions négatives directes sur le système bancaire imputables à une chute brutale des valorisations de l'immobilier commercial. Cependant, une augmentation des investissements directs étrangers pourrait également provoquer une plus grande volatilité des cycles d'envolée et de chute des prix.

Même si les crédits bancaires au secteur de l'immobilier commercial ne sont pas en expansion, le secteur bancaire détient d'importantes expositions sur les financements de l'immobilier commercial dans certains pays, le rendant vulnérable à d'éventuelles corrections négatives des prix.

À l'évidence, compte tenu de sa nature et de sa taille, le secteur de l'immobilier commercial ne présente pas un caractère aussi systémique que le secteur de l'immobilier résidentiel. La BCE continuera de suivre les évolutions du marché de l'immobilier commercial de la zone euro, en accordant une attention particulière aux contextes nationaux très différents dans lesquelles ces évolutions se produisent.

---

### 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 (l'autorité compétente nationale ou l'autorité désignée nationale) et la BCE. Les autorités nationales au sein de la zone euro conservent le pouvoir d'activer et de mettre en œuvre les mesures macroprudentielles. La BCE évalue régulièrement le caractère approprié de ces mesures, qui doivent lui être dûment notifiées par les autorités nationales. La BCE peut s'opposer aux mesures prises par les autorités nationales et a le pouvoir de les renforcer (c'est-à-dire de les durcir ou d'appliquer des exigences plus élevées) 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 2017, la BCE et les autorités nationales ont continué de mener des discussions vastes et ouvertes, au niveau tant technique que décisionnel, sur l'utilisation des instruments macroprudentiels et sur l'évolution des méthodes d'évaluation des différents types de risque systémique. Ces efforts ont amélioré le processus permettant d'évaluer l'adéquation de l'orientation de la politique macroprudentielle dans l'ensemble de la zone euro et dans les différents pays couverts par la supervision bancaire européenne.

### La politique macroprudentielle en 2017

En 2017, la BCE a poursuivi ses activités liées au renforcement de son rôle de coordination de la politique macroprudentielle et de sa communication externe sur les questions macroprudentielles afin d'améliorer la transparence et de souligner le rôle important de cette politique.

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 en 2017, dont la plupart étaient liées à la fixation de coussins de fonds propres contracycliques, 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 l'utilisation de l'article 458 du règlement sur les exigences de fonds propres 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 et le Conseil des gouverneurs de la BCE a donné son accord sur toutes les décisions relatives aux coussins de fonds propres contracycliques prises par les autorités nationales au cours de l'année. À part la Slovaquie et la Lituanie, les autres pays ont décidé de fixer le taux de coussin de fonds propres contracyclique à 0 %. En juillet 2016, la Slovaquie a mis en place un coussin de fonds propres contracyclique de 0,5 %, prenant effet à compter du 1<sup>er</sup> août 2017, et – en raison de la poursuite de l'accumulation de risques systémiques conjoncturels – elle l'a augmenté à 1,25 % en juillet 2017, applicable à compter du 1<sup>er</sup> août 2018. Le taux de coussin de fonds propres contracyclique de 0,5 % en Lituanie sera applicable à compter du 31 décembre 2018.

En 2017, la BCE, les autorités nationales et le Conseil de stabilité financière, en consultation avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, ont procédé à l'actualisation de l'évaluation annuelle des banques d'importance systémique mondiale (EISm) dans les pays de la zone euro. L'évaluation a conduit à classer sept banques en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas dans les catégories de scores (*buckets*) 1, 2 et 3 appliquées au niveau international pour les EISm, ce qui correspond à des taux de coussins de fonds propres de 1,0 %, 1,5 % et 2,0 %, respectivement<sup>64</sup>. Ces taux sont applicables à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019 et font l'objet d'une introduction progressive.

La BCE a également évalué les décisions des autorités nationales relatives aux coussins de fonds propres pour 109 autres établissements d'importance systémique (autres EIS)<sup>65</sup>. Le Conseil des gouverneurs a donné son accord sur les décisions des autorités nationales.

En vue d'améliorer la transparence s'agissant de ses travaux de politique macroprudentielle, la BCE a continué de publier son Bulletin macroprudentiel bisannuel. Le troisième numéro de cette publication a fourni des indications sur les instruments macroprudentiels de la BCE et sur sa réflexion relative aux questions macroprudentielles en mettant l'accent sur : (a) la méthodologie des taux planchers de la BCE permettant de fixer les coussins de fonds propres pour les autres EIS identifiés ; (b) l'assurance-qualité du test de résistance dans une perspective descendante (*top-down*) ; et (c) l'exposition d'un éventuel système européen de garantie des dépôts aux faillites bancaires et les avantages des contributions fondées sur les risques. Le quatrième numéro de la publication a examiné : (a) l'incidence à court terme des exigences minimales de fonds propres et d'engagements éligibles (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities* –

<sup>64</sup> La [liste 2017 des EISm](#) est disponible sur le site internet du Conseil de stabilité financière.

<sup>65</sup> Cf. « *ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)* », [Macroprudential Bulletin](#), Issue 3, BCE, juin 2017.

MREL) sur les marchés financiers et les banques dans une perspective de stabilité financière ; (b) un modèle élaboré pour évaluer l'incidence des variations de la capitalisation des banques selon qu'un régime de renflouement interne ou de renflouement externe s'applique ; et (c) les aspects de politique macroprudentielle des avis récemment publiés de la BCE sur les propositions de la Commission européenne en vue de modifier les règles bancaires de l'UE.

Afin de renforcer encore sa communication publique, la BCE a commencé en 2017 à publier sur son site internet une [vue d'ensemble](#) des mesures macroprudentielles actuellement en vigueur dans les pays soumis à la supervision bancaire de la BCE. Le [site internet du CERS](#) fournit les mêmes informations, également pour les États membres de l'UE hors zone euro.

## 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 Comité européen du risque systémique (CERS), qui est chargé de coordonner au quotidien les activités du CERS. La BCE a contribué à l'identification et au suivi des risques systémiques potentiels qu'effectue actuellement le CERS. Entre autres, la BCE a co-présidé le groupe d'experts du Comité technique consultatif du CERS qui a préparé le rapport intitulé « [Resolving non-performing loans in Europe](#) », publié en juillet 2017. Ce rapport identifie les questions macroprudentielles et relatives à la stabilité financière résultant des niveaux élevés des stocks de créances douteuses, ainsi que les obstacles à la résolution de ces créances. Il fournit également des orientations pratiques pour les pouvoirs publics s'agissant des mesures qu'il convient d'adopter pour élaborer la réponse d'ensemble à la question des créances douteuses.

La BCE a également contribué au rapport du CERS intitulé « [Financial stability implications of IFRS 9](#) », qui a aussi été publié en juillet 2017. Ce rapport a été préparé à la suite d'une demande de la Commission économique et monétaire du Parlement européen et analyse les éventuelles implications pour la stabilité financière de l'introduction d'une nouvelle norme comptable, IFRS 9. Ce rapport conclut que, dans l'ensemble, l'IFRS 9 devrait s'accompagner d'avantages considérables sur le plan de la stabilité financière, car cette norme implique une reconnaissance plus précoce des pertes de crédit. Il identifie néanmoins plusieurs difficultés pratiques pour profiter des avantages attendus, ainsi que certains effets procycliques potentiels.

La BCE a également apporté son soutien au CERS dans son analyse des données dont il dispose au titre de la réglementation européenne de l'infrastructure des marchés. Quatre documents de recherche basés sur ces données ont été publiés en 2017<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> « [Compressing over-the-counter markets](#) », « [Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market](#) », « [Syndicated loans and CDS positioning](#) » et « [Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives](#) ».

Des informations plus détaillées sur le CERS sont disponibles sur son [site internet](#) et dans son [Rapport annuel 2016](#).

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

Dans le cadre des responsabilités qui lui sont attribuées par son mandat, la BCE a apporté d'importantes contributions, en termes d'analyse et de politique, à plusieurs initiatives réglementaires au niveau international et au niveau européen en 2017. Les principales questions réglementaires pour la BCE en 2017 ont concerné notamment : (a) la finalisation du dispositif de Bâle relatif aux fonds propres et à la liquidité (Bâle III) ; (b) la révision du cadre réglementaire microprudentiel et macroprudentiel applicable aux banques de l'Union européenne ; (c) la révision du cadre de gestion et de résolution des crises ; (d) les travaux relatifs à l'achèvement de l'Union bancaire ; et (e) la création d'un cadre réglementaire pour les activités non bancaires. En outre, la BCE a contribué aux discussions concernant le futur cadre réglementaire de l'UE relatif au redressement, à la résolution et à la supervision des contreparties centrales (cf. sections 4.2 et 9.2) ainsi qu'à l'examen du système européen de surveillance financière (SESF).

#### La finalisation du dispositif de Bâle relatif aux fonds propres et à la liquidité

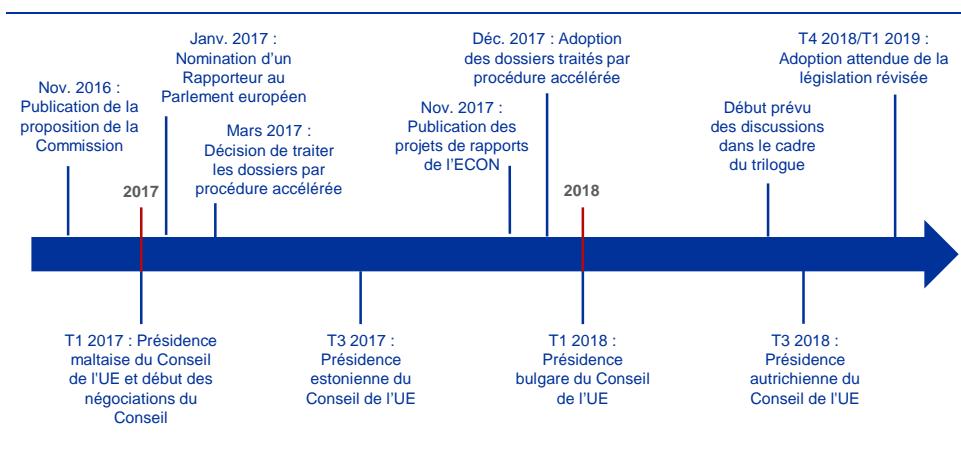
Le 7 décembre 2017, le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire (GHOS) du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a approuvé un programme de réformes pour la finalisation de Bâle III. La BCE a activement contribué aux discussions sur la finalisation de Bâle III et a pleinement participé aux analyses d'impact. Pour la suite, il sera primordial de mettre en œuvre le dispositif finalisé de Bâle III dans l'ensemble des juridictions et d'en suivre attentivement les progrès. À cet égard, la BCE considère qu'il est important de maintenir le niveau élevé de coopération internationale qui a caractérisé les travaux menés après la crise, l'existence de normes reconnues à l'échelle internationale étant essentielle pour garantir la stabilité financière.

#### La révision du cadre réglementaire microprudentiel et macroprudentiel applicable aux banques de l'Union européenne

Le 23 novembre 2016, la Commission européenne a publié un vaste ensemble de réformes de la réglementation bancaire, qui visent à accroître la résilience du secteur bancaire et à favoriser l'intégration financière au sein de l'Union

européenne<sup>67</sup>. La proposition introduit dans la législation européenne des éléments fondamentaux du programme de réformes réglementaires à l'échelle mondiale. Ces normes internationales recouvrent les exigences de fonds propres et de liquidité des banques définies par le CBCB, telles que le ratio de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*), le ratio de levier et la revue fondamentale du portefeuille de négociation. En outre, la proposition apporte des modifications supplémentaires au cadre prudentiel sur un certain nombre de points, notamment en ce qui concerne les pouvoirs dont disposent les autorités de surveillance dans le cadre du deuxième pilier, et contient des dispositions relatives aux dérogations aux exigences de fonds propres et de liquidité, aux entreprises mères intermédiaires, aux options et pouvoirs discrétionnaires nationaux, à la proportionnalité et au traitement des groupes de pays tiers.

**Figure 1**  
Calendrier des principaux événements



Source : BCE.

Note : ECON correspond à la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen.

En novembre 2017, la BCE a publié un [avis](#) sur les propositions. Cet avis souligne l'importance de la mise en œuvre des normes du CBCB dans le cadre législatif de l'Union européenne afin de garantir une égalité de traitement à l'échelle internationale. En outre, la BCE propose l'introduction de clauses de révision pour toutes les normes faisant actuellement l'objet de discussions au sein du CBCB.

S'agissant de la révision du cadre du deuxième pilier, la BCE considère que la proposition de la Commission, tout en cherchant à juste titre à accroître la convergence de la surveillance, définit l'action prudentielle de façon trop rigide sur des aspects essentiels. Il est important que les autorités de surveillance disposent

<sup>67</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres ; et proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n°575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et modifiant le règlement (UE) n°648/2012.

d'une flexibilité suffisante pour mesurer les risques, pour déterminer les exigences spécifiques de fonds propres supplémentaires à imposer aux établissements de crédit et pour conserver un pouvoir discrétionnaire sur leur composition.

Le programme de la Commission recouvre plusieurs propositions qui ont un impact sur l'élaboration et sur la mise en œuvre du cadre macroprudentiel. Les modifications proposées clarifient la nature spécifique à chaque établissement du cadre du deuxième pilier, qui ne devrait pas être utilisé pour remédier aux risques systémiques ou macroprudentiels. Ces modifications sont particulièrement importantes pour la BCE car elles contribuent à une meilleure délimitation des missions et des instruments des autorités microprudentielles et macroprudentielles. Toutefois, la BCE considère que la suppression du deuxième pilier de la panoplie d'outils macroprudentiels doit s'accompagner de révisions ciblées du cadre macroprudentiel et que les autorités macroprudentielles doivent disposer d'un ensemble suffisant d'instruments pour pouvoir lutter de manière efficace contre les risques systémiques.

## La révision du cadre de gestion et de résolution de crises

La proposition de la Commission relative à la réforme de la réglementation bancaire comprend plusieurs révisions du cadre européen de redressement et de résolution destinées à améliorer le régime existant sur des points essentiels tels que : (a) la modification de l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles (MREL) et l'application de l'exigence de capacité totale d'absorption des pertes (*total loss-absorbing capacity* – TLAC) aux banques d'importance systémique mondiale (G-SIB) ; (b) l'introduction de deux nouveaux pouvoirs harmonisés, pour l'autorité compétente et l'autorité de résolution, respectivement, en matière de moratoire ; et (c) une plus grande harmonisation de la hiérarchie des créanciers, avec l'introduction d'une nouvelle catégorie d'instruments de dette de rang supérieur « non privilégiés », ayant un rang inférieur à celui des engagements de rang élevé non garantis mais supérieur à celui des instruments de dette subordonnés.

Les avis de la BCE concernant différents aspects des propositions de la Commission ont été publiés en mars et novembre 2017.

S'agissant de la modification de la MREL et de la mise en œuvre de la TLAC, les aspects suivants sont importants pour la BCE : (a) l'introduction d'une marge de sécurité dans la MREL et l'élimination de l'exigence supplémentaire « *MREL guidance* » ; (b) une distinction plus claire des missions et des pouvoirs de l'autorité de résolution et de l'autorité de surveillance sur certaines questions spécifiques (par exemple, le non-respect de la MREL, l'application d'un moratoire) ; (c) l'application de l'exemption proposée des restrictions du montant maximal distribuable (MMD) – dans le cas d'un manquement à l'exigence globale de coussin de fonds propres superposée à l'exigence MREL – durant une période de douze mois ; (d) l'introduction d'une période de transition minimale adaptée pour le respect de la MREL pour tous les établissements de crédit, pouvant être prorogée par l'autorité de résolution, au cas par cas.

En dépit d'un large soutien à la proposition de la Commission concernant les deux nouveaux pouvoirs harmonisés en matière de moratoire, l'[avis de la BCE](#) du 8 novembre 2017 suggère néanmoins de nouvelles modifications de l'ampleur et de la durée du moratoire précédent la résolution ainsi qu'un découplage du pouvoir en la matière par rapport à l'intervention précoce.

S'agissant des propositions d'attribution aux instruments de dette non garantis d'un rang dans la hiérarchie d'insolvabilité, l'[avis de la BCE](#) du 8 mars 2017 suggère d'introduire une règle de préférence en faveur des déposants chirographaires, selon une approche à plusieurs niveaux dans laquelle un troisième rang de priorité serait défini pour les dépôts autres que ceux actuellement privilégiés aux termes de la directive sur le redressement et la résolution des établissements de crédit.

Au niveau international, la BCE a activement contribué aux discussions du Conseil de stabilité financière (CSF), qui ont abouti à la publication de principes directeurs pour assister les autorités dans la mise en œuvre de la norme du CSF relative à une « TLAC interne » (c'est-à-dire la capacité totale d'absorption des pertes que l'entité de résolution doit pré-positionner au sein des sous-groupes importants) et au sixième rapport sur la mise en œuvre des réformes de post-crise en matière de résolution.

## Les travaux relatifs à l'achèvement de l'Union bancaire

La BCE a contribué à la poursuite des discussions relatives à l'achèvement de l'Union bancaire. À cet égard, la BCE soutient les objectifs à long terme de la [communication de la Commission](#) publiée le 11 octobre 2017.

Il est important de réaliser de nouvelles avancées décisives vers l'achèvement de l'Union bancaire afin de tirer profit d'une véritable Union bancaire. À cet égard, la réduction et le partage des risques devraient progresser en parallèle, car ces éléments se renforcent mutuellement. La BCE participe aux discussions sur les mesures proposées en matière de réduction des risques et a émis des avis sur le sujet. En outre, la mise en place d'un véritable système européen d'assurance des dépôts en phase de stabilité est un élément indispensable à la constitution de l'Union bancaire, comme l'affirme la BCE dans son [avis correspondant](#). Il est également important pour la BCE qu'un filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique soit mis en place dès que possible ; à cette fin, la BCE fournit un soutien technique aux travaux quantitatifs qui sont actuellement engagés pour estimer la capacité du secteur bancaire à rembourser ce filet de sécurité. Enfin, s'agissant des créances douteuses, la BCE a pris, entre autres, les mesures suivantes afin de remédier au problème : publication de lignes directrices pour les banques et appel à la préparation d'un projet de société de gestion d'actifs à mettre en place au niveau national.

## La création d'un cadre réglementaire pour les activités non bancaires

Au niveau international, la BCE a contribué aux travaux entrepris sous l'égide du Comité sur le système financier mondial de la Banque des règlements internationaux concernant le fonctionnement du marché des pensions en fournissant une analyse approfondie de l'impact des réformes réglementaires sur ce marché. La BCE a aussi activement soutenu les travaux du CSF et de l'Organisation internationale des commissions de valeur afin de remédier aux vulnérabilités structurelles induites par les activités de gestion des actifs, compte tenu de l'importance croissante de ce pan du système financier et de la nécessité d'élargir la panoplie d'outils macroprudentiels afin d'atténuer les risques apparus au-delà du secteur bancaire et qui pèsent sur la stabilité financière.

Au niveau européen, l'Autorité bancaire européenne a publié un avis concernant l'élaboration et le calibrage du nouveau cadre prudentiel pour les entreprises d'investissement, qui sera adapté aux différents modèles d'activité de ces entreprises et aux risques qui leur sont inhérents. La BCE soutient les travaux destinés à garantir que le régime prudentiel prenne bien en compte les risques pertinents pour la surveillance prudentielle, ainsi que tout risque systémique posé par les entreprises d'investissement. À cet égard, dans sa communication publiée le 11 octobre 2017, la Commission a clairement indiqué qu'elle proposerait que les grandes entreprises d'investissement exerçant des activités comparables à celles des banques soient considérées comme des établissements de crédit et fassent l'objet d'une surveillance bancaire européenne.

## L'examen du système européen de surveillance financière

La BCE a contribué aux discussions concernant [l'examen du SESF](#). La Commission a adopté une série de propositions visant à renforcer le SESF en septembre 2017. Les propositions modifient les règlements qui établissent les trois Autorités européennes de surveillance (AES) ainsi que le CERS ; elles introduisent également des modifications de la directive sur l'assurance et la réassurance (Solvabilité II) ainsi que du règlement sur les infrastructures de marché européennes II. Cet examen avait comme objectif général de garantir une intensification de la convergence des pays de l'UE en matière de surveillance, de renforcer la gouvernance et la structure de financement des AES, de continuer à promouvoir l'intégration des marchés, d'accroître l'efficience du CERS et de renforcer la coordination macroprudentielle. Le 2 mars 2018, la BCE a publié son [avis](#) sur l'examen du règlement CERS.

### 3.4

## La fonction microprudentielle de la BCE

Tout au long de 2017, la supervision bancaire de la BCE a continué de contribuer à la stabilité du secteur bancaire européen et à une égalité de traitement de l'ensemble des banques de la zone euro. Même si les banques ont augmenté leur résilience au cours des dernières années, elles font encore face à des difficultés considérables.

Les niveaux élevés des créances douteuses ont continué de constituer un défi de taille dans certains pays de la zone euro. Elles diminuent les bénéfices des banques et réduisent leur capacité à financer l'économie. La résolution du problème des créances douteuses a donc été l'une des priorités de la supervision bancaire de la BCE dès le début, et en 2017 elle a pris des dispositions importantes en vue d'atteindre cet objectif. En mars 2017, la supervision bancaire de la BCE a publié des [lignes directrices de nature qualitative à l'intention des banques en ce qui concerne le traitement des créances douteuses](#). Et afin d'éviter l'accumulation de créances douteuses insuffisamment couvertes à l'avenir, un [addendum aux lignes directrices](#) a été soumis à consultation publique en octobre-décembre 2017. Il décrit, de façon transparente, les attentes prudentielles générales de la BCE en ce qui concerne le provisionnement des nouvelles créances douteuses, pouvant être utilisées comme base d'une évaluation au cas par cas des politiques de provisionnement des différentes banques.

Une autre difficulté a découlé de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne, qui affectera les banques à la fois au Royaume-Uni et dans la zone euro. La BCE a donc cherché à assurer que les banques affectées aient mis en place des plans d'urgence adéquats. À cet effet, la BCE a adopté des orientations de politique prudentielle sur des questions telles que les agréments, les modèles internes, la gouvernance interne, la gestion des risques et la planification du redressement. Afin d'assurer la transparence, [des FAQ détaillées](#) ont été publiées sur le site internet de la supervision bancaire de la BCE, et des ateliers avec les banques concernées du Royaume-Uni et de la zone euro ont été organisés afin de les informer des attentes prudentielles de la BCE.

Étant donné l'importance des modèles internes pour le calcul des exigences en fonds propres des banques, la supervision bancaire de la BCE a poursuivi en 2017 l'examen ciblé des modèles internes (*targeted review of internal models* – TRIM). Le TRIM vise à : (a) assurer que les modèles internes utilisés par les banques se conforment aux normes réglementaires ; (b) harmoniser le traitement prudentiel des modèles internes ; et (c) garantir que les résultats des modèles internes découlent de risques réels et non de choix de modélisation. Lorsqu'il sera achevé, le TRIM renforcera la confiance dans l'adéquation des exigences en fonds propres des banques.

En 2017, la BCE a déterminé que trois grandes banques de la zone euro présentaient une défaillance avérée ou prévisible. Il s'agissait des premières défaillances d'établissements importants depuis la mise en place du mécanisme de résolution unique, et le nouveau système a réussi son premier test. La BCE, le Conseil de résolution unique, la Commission européenne et les autorités nationales de résolution ont coopéré de façon fluide et efficace.

Toutefois, il est encore nécessaire de mettre en place le troisième pilier de l'Union bancaire, un système européen de garantie des dépôts (SEGD). Tous les dépôts, dans l'UE, doivent bénéficier de la même protection. Cette exigence est essentielle pour un secteur bancaire véritablement européen.

Des informations plus détaillées sur la supervision bancaire de la BCE sont fournies par le [Rapport annuel 2017 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

## 4

## Les infrastructures de marché et les paiements

L'Eurosystème joue un rôle central dans les infrastructures de marché et dans les paiements, assumant une triple fonction en tant qu'opérateur, catalyseur et autorité de surveillance. En tant qu'opérateur et catalyseur, il stimule l'innovation et l'intégration des infrastructures de marché et des paiements en Europe. Dans le cadre de son rôle de surveillance, l'Eurosystème promeut la sécurité et l'efficacité des infrastructures des marchés financiers et des paiements. D'une façon générale, le bon fonctionnement de ses infrastructures de marché est essentiel pour maintenir la confiance dans l'euro et soutenir les opérations de politique monétaire. En ce qui concerne les infrastructures de marché et les paiements, l'Eurosystème joue également un rôle important en assurant la stabilité du système financier européen et en stimulant l'activité économique.

### 4.1

### L'innovation et l'intégration des infrastructures de marché et des paiements

Depuis plus de dix ans, l'Eurosystème, conjointement avec la Commission européenne et le secteur privé, a œuvré à transformer ce qui était une infrastructure de marchés financiers et un paysage des paiements très fragmentés en Europe, en un ensemble plus intégré. Ce travail est toujours en cours et exige davantage d'efforts. Néanmoins, l'Eurosystème a maintenant atteint un point à partir duquel les progrès sont devenus tangibles.

TARGET2, le système de règlement brut de l'Eurosystème pour les opérations de paiement en euros, a largement contribué à faire avancer le processus d'intégration européen et est souvent appelé « système de règlement brut en temps réel (RTGS) de l'euro ». En novembre 2017, il a célébré ses dix ans de service de qualité. En 2017, TARGET2 a traité 89 % de la valeur et 63 % du volume réglé par les systèmes de paiement de montants importants en euros. Il est ainsi un des plus grands systèmes de paiement au monde et le premier en parts de marché en Europe.

La dernière vague de migration vers TARGET2-Titres (T2S) a marqué l'achèvement du projet, qui a contribué à une intégration accrue de l'infrastructure européenne du marché de règlement-livraison de titres, qui était auparavant très fragmentée. Depuis la fin octobre 2017, 21 dépositaires centraux de titres (DCT) de 20 marchés européens opéraient sur T2S. Après la dernière vague de migration, T2S a traité 556 684 opérations en moyenne par jour, avec une valeur moyenne de 812,02 milliards d'euros réglés par jour<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Les chiffres se basent sur des données quotidiennes allant du 19 septembre au 29 décembre 2017 et comprennent des opérations réglées entièrement et partiellement, ainsi que des transferts de liquidités.

Outre le fait d'avoir achevé la migration T2S, l'Eurosystème a stimulé le travail d'harmonisation sur les marchés T2S dans son rôle de catalyseur. Ces travaux d'harmonisation contribuent largement à faire du marché européen un véritable marché intérieur dans une perspective de post-marché.

De surcroît, l'Eurosystème a approuvé des propositions relatives à des processus et des flux opérationnels harmonisés de gestion des garanties. Ces travaux d'harmonisation importants ont jeté les bases du développement d'un système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System - ECMS*), qui a [été approuvé à titre de projet par le Conseil des gouverneurs](#) de la BCE en décembre 2017. L'ECMS fournira un système harmonisé pour les opérations de garanties au sein de l'Eurosystème et remplacera les systèmes existants des 19 banques centrales nationales pour les fonctions qui peuvent être harmonisées avant son lancement. Les adaptations au cadre existant des garanties seront mises en œuvre de manière cohérente dans l'ensemble de la zone euro. Le cadre de contrôle des risques sera appliqué en utilisant les mêmes données. Son démarrage est prévu pour novembre 2022.

Tandis que l'intégration du marché européen progresse, l'infrastructure des marchés financiers et les paiements font face à des changements technologiques rapides. Pour préserver la qualité de l'infrastructure financière de l'Eurosystème dans les années à venir, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2017 que TARGET2 et T2S devraient être consolidés. Cette consolidation marquera une mise à niveau majeure des services RTGS de TARGET2. Elle facilitera l'amélioration des procédures de gestion des liquidités pour les participants de marché dans tout l'Eurosystème, réduira les coûts opérationnels et accroîtra la cyber-résilience (cf. encadré 8).

Conjointement avec la consolidation des services de TARGET2 et de T2S, l'Eurosystème développe actuellement un service de règlement de paiement instantané paneuropéen en monnaie de banque centrale. Le service de règlement de paiement instantané de TARGET (*TARGET instant payment settlement – TIPS*), qui devrait être lancé en novembre 2018, garantira qu'on puisse procéder au règlement des paiements instantanés dans l'ensemble de l'Europe. TIPS facilitera en outre l'intégration et l'innovation sur le marché des paiements de détail en euros.

La création de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*) a intégré le marché des paiements de détail en euros pour les instruments de paiement de base, posant ainsi les fondements du développement de solutions de paiement innovantes. Dans son rôle de catalyseur, l'Eurosystème n'a cessé de stimuler l'intégration des paiements de détail en Europe, ainsi que l'innovation. Sous les auspices du Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board – ERPB*) – une enceinte de haut niveau pour le dialogue européen entre les fournisseurs de services de paiement et les utilisateurs finaux, qui est présidée par la BCE –, le schéma *SEPA Instant Credit Transfer* a été lancé en novembre 2017. Des travaux sont également en cours, qui visent à faciliter les paiements par téléphones portables entre personnes, les services d'initiation de paiement (dans le contexte de

la directive sur les services de paiement révisée (DSP2<sup>69</sup>), la standardisation des cartes, l'accessibilité aux services de paiements de détail pour les utilisateurs de paiements de détail et la facturation électronique à travers l'Europe.

Les implications de la technologie des grands livres distribués (*distributed ledger technology* – DLT) pour l'infrastructure de marchés financiers en Europe ont fait l'objet de nouvelles recherches. Un groupe « Fintech » interne à la BCE procède au suivi des travaux analytiques portant sur l'éventuelle représentation numérique des espèces. Des travaux sont également menés au niveau de l'Eurosystème afin de comprendre quelles implications les Fintech peuvent avoir pour les paiements, les activités de surveillance, la mise en œuvre de la politique monétaire et les risques financiers. De plus, des analyses approfondies ont porté sur le fait de savoir si des fonctionnalités spécifiques existantes d'un système RTGS pourraient être utilisées de manière sûre et efficace dans un environnement DLT<sup>70</sup>. Si la série de tests a engrangé des résultats prometteurs, on ne peut tirer de conclusions directes quant à un usage potentiel en production. Un rapport relatif à l'incidence potentielle de la DLT sur l'harmonisation post-marché des titres et sur l'intégration plus large des marchés financiers de l'UE<sup>71</sup> étudie l'application de la DLT dans des domaines tels que la finalité du règlement, la cybersécurité et le *reporting*, contribuant ainsi à la discussion sur la façon d'exploiter cette technologie pour une meilleure intégration des marchés financiers de l'UE.

## 4.2

### La sécurité des infrastructures de marché et des paiements

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, tandis que la Banque de France est chargée de la surveillance de CORE (FR), le quatrième SIPS dans la zone euro. L'Eurosystème a continué ses travaux sur le premier exercice d'évaluation complète de ces systèmes dans le cadre du *règlement SIPS*. L'Eurosystème a également poursuivi l'évaluation coordonnée des systèmes de paiement de détail ne revêtant pas une importance systémique, ainsi que des dispositifs de paiement par carte nationaux et internationaux et a lancé l'évaluation du *SEPA Instant Credit Transfert Scheme*.

S'agissant de T2S, l'Eurosystème, en collaboration avec d'autres autorités, a mené des activités de surveillance pour T2S lors de sa mise en service, et a surveillé la migration échelonnée des DCT en T2S.

Pour ce qui est des systèmes de règlement de titres, l'Eurosystème est associé au processus d'agrément des DCT dans le cadre du règlement DCT, en sa capacité de banque centrale d'émission pour l'euro. De surcroît, l'Eurosystème a développé un

<sup>69</sup> Les dispositions de la DSP2 sont entrées en vigueur en janvier 2018.

<sup>70</sup> Cf. « *Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment* », ECB/Bank of Japan, septembre 2017, et « *BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology* », ECB/Bank of Japan, septembre 2017.

<sup>71</sup> Cf. « *The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration* », BCE, septembre 2017.

nouveau dispositif visant à accorder l'éligibilité aux systèmes de règlement de titres et des liens pour leur utilisation dans les opérations de crédit de l'Eurosystème. Le nouveau régime doit être instauré en 2018, il s'appuie largement sur le processus d'agrément établi par le [règlement DCT](#).

Dans le domaine des contreparties centrales, l'Eurosystème a continué de contribuer aux activités des collèges de contrôleurs créés dans le cadre du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). En particulier, il a soutenu les autorités nationales compétentes dans l'autorisation de l'élargissement des activités et des services par les contreparties centrales, ainsi que des changements significatifs apportés à leurs modèles.

Au niveau réglementaire, des amendements apportés au règlement SIPS, ainsi que des actes législatifs connexes relatifs à des sanctions ou des mesures de correction ont été publiés en novembre 2017. Les principaux changements apportés au règlement SIPS ont trait à des exigences supplémentaires relatives à l'atténuation du risque de liquidité et à la cyber-résilience, ainsi que l'octroi de pouvoirs supplémentaires aux autorités compétentes.

Dans le domaine de la réglementation des paiements de détail, l'Autorité bancaire européenne, en étroite collaboration avec la BCE, a notamment préparé les projets de normes techniques de réglementation sur l'authentification forte des clients et sur une communication commune et sécurisée dans le cadre de la DSP2. Une fois qu'elles seront approuvées, les mesures de sécurité exposées dans les normes techniques de réglementation entreront en application 18 mois après la date d'entrée en vigueur de ces normes.

Pour la suite, les risques posés par les systèmes de compensation, en particulier les contreparties centrales, pour le bon fonctionnement des systèmes de paiement devraient s'accroître. Ces risques pourraient, *in fine*, affecter l'objectif principal de l'Eurosystème, à savoir le maintien de la stabilité des prix. En ce qui concerne les contreparties centrales, deux propositions relatives à une révision d'EMIR ont été adoptées par la Commission européenne en 2017 (cf. également les sections 3.3 et 9.2). La première proposition vise à alléger les obligations de déclaration et de compensation pour certaines contreparties, en appliquant le principe de proportionnalité ; la seconde proposition cherche à améliorer le cadre de l'UE pour l'autorisation et la surveillance des contreparties centrales de l'UE, de même qu'à renforcer les obligations applicables aux contreparties centrales des pays tiers présentant une importance systémique. Ce dernier aspect est particulièrement important à la lumière des volumes considérables des opérations libellées en euros qui sont compensées par des contreparties centrales établies au Royaume-Uni, lesquelles ne seront plus soumises au cadre de réglementation et de surveillance de l'EMIR en raison du retrait ultime du Royaume-Uni de l'Union européenne. Si elle est adoptée, la proposition de la Commission européenne donnerait notamment un plus grand rôle à l'Eurosystème dans la surveillance des contreparties centrales tant de l'UE que de pays tiers. Afin de garantir que l'Eurosystème puisse exercer ce rôle, il est de la plus haute importance qu'il dispose des pouvoirs nécessaires dans le cadre du Traité et des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque

centrale européenne. Pour octroyer à la BCE des compétences juridiques claires dans le domaine de la compensation centrale, le Conseil des gouverneurs a adopté une [recommandation](#) visant à adapter l'article 22 des statuts mentionnés ci-dessus.

## Encadré 7

### Innovation dans le domaine des paiements instantanés et des paiements de détail

---

#### Paiements instantanés

Le schéma *SEPA Instant Credit Transfer* (SCT Inst), lancé en novembre 2017, permet une harmonisation sur le marché des paiements de détail en matière de fourniture de produits et de services innovants qui créent de la valeur pour les clients et qui permettent une concurrence accrue entre les prestataires de services de paiement (PSP). Dès le début, quelque 600 PSP issus de huit pays de la zone euro se sont enregistrés en tant que participants au schéma SCT Inst, ce qui signifie qu'ils sont au moins accessibles pour les paiements SCT Inst. Des PSP d'autres pays suivront en 2018, en 2019 ainsi que dans les années suivantes.

Les solutions de paiement de détail qui reposent sur le schéma SCT Inst permettent, en moins de dix secondes, aux clients – consommateurs, entreprises et administrations publiques – d'émettre et de recevoir des paiements scripturaux en Europe. Ces paiements sont immédiatement crédités sur le compte du bénéficiaire et peuvent dès lors être réutilisés instantanément pour réaliser de nouvelles transactions.

Des solutions innovantes basées sur le schéma SCT Inst pourraient suivre pour les paiements de particulier à particulier, pour les paiements de particulier à entreprise effectués à l'aide de terminaux et dans le commerce électronique, ainsi que pour les paiements d'entreprise à entreprise. Ces solutions incluent, par exemple, l'utilisation du numéro de téléphone mobile du bénéficiaire comme chemin d'accès vers le numéro international de compte bancaire (IBAN) pour des paiements mobiles de particulier à particulier. Elles sont susceptibles d'être également étendues aux paiements de particulier à entreprise, par exemple pour payer des services fournis à domicile ou au point de vente. Dans le commerce électronique, les paiements instantanés permettent aux commerçants en ligne de synchroniser la mise à disposition des produits et services avec le paiement. Pour les paiements d'entreprise à entreprise, les paiements instantanés améliorent les flux de trésorerie et optimisent la gestion du fonds de roulement. Plus généralement, ils réduisent le nombre de retards de paiement et accélèrent le règlement des factures.

Les paiements SCT Inst répondent non seulement à l'exigence de rapidité, mais sont également sécurisés et efficaces. Le schéma SCT Inst est soumis à la surveillance de l'Eurosystème. L'infrastructure de marché sous-jacente, qui est également soumise à la surveillance de l'Eurosystème, garantit ainsi le traitement et le règlement efficaces et sécurisés des paiements SCT Inst dans toute l'Europe. Le règlement s'opère en monnaie de banque centrale.

#### Innovation dans le domaine des paiements de détail

S'agissant de l'innovation dans le domaine des paiements de détail, il est important d'opérer une nette distinction entre le développement d'instruments et de solutions de paiement réglementés par la législation européenne et libellés dans une devise constituant une créance correspondante sur la banque centrale émettrice, d'une part, et l'émergence de systèmes de monnaies virtuelles comme le Bitcoin, d'autre part. Le terme « monnaie virtuelle » est impropre en ce sens que, contrairement à

une véritable monnaie, une monnaie virtuelle ne constitue pas une créance sur un émetteur. De plus, elle ne repose sur aucune base juridique claire et n'est pas réglementée. Dès lors, la BCE considère les « monnaies virtuelles » comme de simples « représentations numériques de valeur »<sup>72</sup>.

Les utilisateurs devraient garder à l'esprit que la valeur des « monnaies virtuelles » est susceptible d'enregistrer de fortes fluctuations et d'être alimentée par des activités spéculatives. Il convient également de noter que certaines monnaies virtuelles engendrent, par ailleurs, une consommation d'électricité très élevée par rapport à d'autres moyens de paiement numériques, l'algorithme de vérification des transactions nécessitant une puissance de traitement considérable et, partant, une importante quantité d'électricité.

Le déploiement des paiements instantanés dans la zone euro renforcera encore la compétitivité et le potentiel d'innovation de l'écosystème des paiements de détail en Europe. Ces paiements s'appuient sur la sécurité offerte par l'euro et sur la confiance en celui-ci. Les « monnaies virtuelles », en revanche, peuvent être considérées comme des actifs spéculatifs et présentent donc des risques. Elles ne sont pas garanties par une autorité émettrice et leur utilisation comme moyen de paiement, comme unité de compte ou comme réserve de valeur ne peut dès lors pas être tenue pour acquise.

---

## Encadré 8

### La cyberrésistance de l'écosystème financier

La numérisation et la mondialisation ont offert de nouvelles opportunités aux particuliers, aux entreprises et aux institutions publiques dans l'obtention et la gestion d'informations, la conduite des affaires et la communication. Dans le même temps, la plus grande interconnexion, la complexité accrue de l'environnement informatique et l'augmentation du nombre d'utilisateurs et de la quantité de données disponibles sur les plates-formes numériques et à travers les réseaux ont également amplifié l'exposition aux cyberattaques. Les cyberattaques qui ciblent les banques, les infrastructures des marchés financiers et les prestataires de services sont une sérieuse source d'inquiétude, dans la mesure où elles exercent une influence négative sur les consommateurs et sur les entreprises et où elles pourraient générer un risque systémique, affecter la stabilité financière et, *in fine*, compromettre la croissance économique.

La sophistication croissante des hackers, qui explorent de nouvelles opportunités et recourent à de nouvelles méthodes pour compromettre les systèmes informatiques, incite constamment les organisations à améliorer leurs contrôles de sécurité. Ces contrôles impliquent de collecter et d'analyser des informations quant aux menaces qui planent, de mettre en œuvre des mesures défensives, ainsi que d'augmenter les moyens de détection et les capacités de réaction.

La résistance opérationnelle – dans le cadre de laquelle s'inscrit la cyberrésistance – doit faire l'objet d'une attention particulière. Par résistance opérationnelle, on entend la capacité d'une organisation d'anticiper les perturbations, d'y résister, de les contenir et de se rétablir rapidement par la suite. Cela signifie qu'une organisation doit pouvoir poursuivre ses activités avant, pendant et après un incident ; elle doit en outre s'efforcer de minimiser les conséquences qui pourraient en découler.

<sup>72</sup> Pour plus d'informations, cf. *Virtual currency schemes – a further analysis*, BCE, février 2015.

L'importante interconnexion du système financier, en termes tant de relations d'affaires que d'infrastructure informatique, implique que la cyberrésistance ne peut être une préoccupation individuelle. La collaboration et la coopération sont essentielles aux niveaux tant opérationnel que politique. L'ensemble de l'écosystème (infrastructures des marchés financiers, intervenants de marché et prestataires de services critiques) doit être impliqué, notamment dans les domaines du partage de l'information, de la reprise et de la mise à l'épreuve. L'Eurosystème encourage cette coopération européenne sur le plan de la cybersécurité.

Parmi les mesures qui ont été mises en œuvre pour s'attaquer à la question de la cyberrésistance et pour la promouvoir au niveau de l'Eurosystème, les initiatives suivantes méritent d'être citées :

### 1. Promouvoir la cyberrésistance de la BCE

Pour la BCE, il est primordial de protéger la confidentialité et l'intégrité de ses données et de sauvegarder la disponibilité de ses systèmes. Cela concerne non seulement la mise en œuvre à la fois d'une saine gestion des risques opérationnels, d'un cadre de sécurité informatique solide et de capacités de rétablissement technique, mais également l'élaboration de plans de poursuite de l'activité. Ces plans expliquent comment – dans l'éventualité d'attaques persistantes – la BCE donnerait la priorité à ses opérations et à ses ressources, protégerait ses principaux actifs et rétablirait ses fonctionnalités. En outre, une coopération systématique a été mise en place entre les banques centrales aux fins de développer une gestion commune des risques en matière de sécurité informatique et des cadres politiques conjoints, d'entreprendre une analyse en continu des dernières évolutions sur le plan de la cybersécurité et de réagir aux menaces et aux incidents.

### 2. Promouvoir la résistance opérationnelle/cyberrésistance des banques (soumises à la surveillance prudentielle)

Le mécanisme de surveillance unique (MSU) a rendu obligatoire la déclaration des cyberincidents graves survenant dans les banques soumises à la surveillance prudentielle. Cela permet de mieux comprendre le tableau mondial des cyberincidents qui affectent les banques. La plupart des aspects de la cybersécurité s'inscrivent dans le cadre de la surveillance des risques informatiques du MSU : surveillance hors site continue et évaluations permanentes des risques, études thématiques et examens horizontaux de domaines cibles (cybersécurité, sous-traitance informatique, qualité des données, etc.) et contrôles sur place ciblés (dans les domaines liés au risque informatique en général, mais en visant aussi plus particulièrement la sécurité informatique et le cyberrisque). Des travaux sont en cours en vue d'émettre des lignes directrices quant aux attentes que le MSU pourrait avoir s'agissant du risque informatique au sein d'établissements importants soumis à sa surveillance. De plus, le MSU collabore activement avec d'autres autorités de surveillance partout dans le monde, et en particulier à l'échelle européenne, en partageant les meilleures pratiques et en alignant les politiques.

### 3. Garantir la cyberrésistance des infrastructures des marchés financiers

La stratégie de cyberrésistance de l'Eurosystème pour les infrastructures des marchés financiers repose sur trois piliers : la préparation des IFM, la résistance sectorielle et l'engagement stratégique de l'autorité de contrôle et de l'industrie. Au titre du premier pilier, l'Eurosystème met en œuvre une approche harmonisée pour l'évaluation des systèmes de paiement dans la zone euro dans le respect des principes de la « *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures* » (Orientations sur la cyberrésistance pour les infrastructures des marchés

financiers) du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). En outre, l'Eurosystème met au point une panoplie d'outils auxquels peuvent recourir les opérateurs des IFM pour améliorer la maturité de leur cyberrésistance, tel un dispositif européen de *red team testing*<sup>73</sup>. L'objectif de ce dispositif, qui sera déployé en 2018, est d'assurer la standardisation et la reconnaissance mutuelle des cybertests à travers l'UE, de façon à ce que les IFM ne soient pas soumises à des tests similaires dans chaque État membre et/ou par différentes autorités compétentes. Au titre du deuxième pilier, l'Eurosystème entend renforcer la capacité de cyberrésistance collective du secteur financier, au travers d'une collaboration transfrontalière entre les autorités, du partage de l'information, d'une cartographie du secteur et d'exercices de continuité opérationnelle réalisés à l'échelle de l'ensemble du marché. Au titre du troisième pilier, un forum a été créé en vue de rassembler les acteurs du marché, les autorités compétentes et les prestataires de services de cybersécurité. Ce forum veut à la fois établir la confiance et susciter la collaboration entre les participants et catalyser des initiatives conjointes destinées à accroître les possibilités et les capacités du secteur.

La cyberrésistance de l'écosystème financier requiert les efforts conjoints des établissements, des infrastructures et des autorités, mais la responsabilité globale d'assurer la cyberrésistance incombe aux établissements financiers et IFM respectifs.

## 5 Les services financiers offerts aux autres établissements

### 5.1 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'Union européenne (UE) liées au **mécanisme de soutien financier à moyen terme** (*medium-term financial assistance facility* - MTFA)<sup>74</sup> et au **mécanisme européen de stabilisation financière** (MESF)<sup>75</sup>. En 2017, 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 s'est chiffré à 3,05 milliards d'euros au 31 décembre 2017. En 2017, 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 s'est chiffré à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2017.

<sup>73</sup> Le terme « *red team testing* » était à l'origine utilisé par les militaires pour décrire une équipe chargée de pénétrer la sécurité d'installations « amies » afin de mettre à l'épreuve leurs mesures de sécurité. Dans le contexte de la cyberrésistance, il s'agit d'un exercice qui reproduit les tactiques, techniques et procédures de hackers réels et qui tente de cibler le personnel, les processus et les technologies d'une IFM ou d'une entreprise, de manière à tester ses capacités de protection, de détection et de réaction.

<sup>74</sup> Conformément à l'article 141, paragraphe 2 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, aux articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (appelés ci-après les statuts du SEBC) et à l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002.

<sup>75</sup> Conformément à l'article 122, paragraphe 2 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.

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>76</sup> et du **mécanisme européen de stabilité (MES)**<sup>77</sup>. En 2017, 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.

Enfin, la BCE assume la responsabilité d'effectuer tous les paiements afférents à la convention de prêt dont bénéficie la Grèce<sup>78</sup>. L'encours total au titre de cet accord se montait à 52,9 milliards d'euros au 31 décembre 2017.

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

En 2017, un large éventail de services financiers ont continué d'être offerts dans le cadre pour la gestion des actifs libellés en euros des clients de l'Eurosystème (*Eurosystem Reserve Management Services – ERMS*) instauré en 2005. Plusieurs banques centrales nationales 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, ainsi qu'aux organisations internationales, une gamme complète de ces 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 278 en 2017, contre 286 en 2016. En ce qui concerne les services proprement dits, l'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés dans le cadre de l'ERMS se sont accrus d'environ 7 % en 2017 en comparaison du montant qu'ils affichaient fin 2016.

## 6 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 envers la monnaie.

---

<sup>76</sup> Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3, paragraphe 5 de l'accord-cadre régissant le FESF).

<sup>77</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).

<sup>78</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.

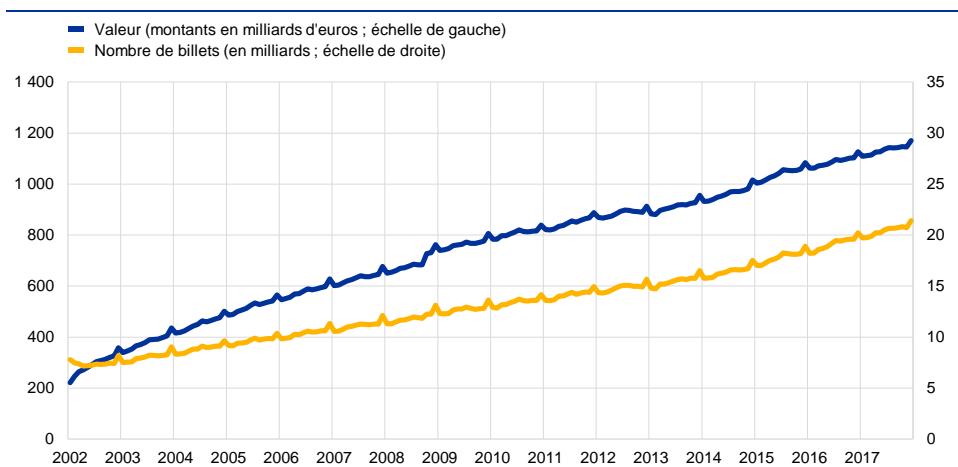
## 6.1

### La circulation des billets et pièces

En 2017, le nombre et la valeur des billets en euros en circulation ont enregistré des hausses de, respectivement, 5,9 % et 4 % environ. Il y avait, en fin d'année, 21,4 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur totale de 1 171 milliards d'euros (cf. graphiques 30 et 31). Le billet de 100 euros est celui qui a enregistré la croissance annuelle la plus élevée, chiffrée à 7,9 % en 2017. La croissance du billet de 50 euros est demeurée dynamique, à 6,4 %, mais a été plus lente que l'année précédente.

**Graphique 30**

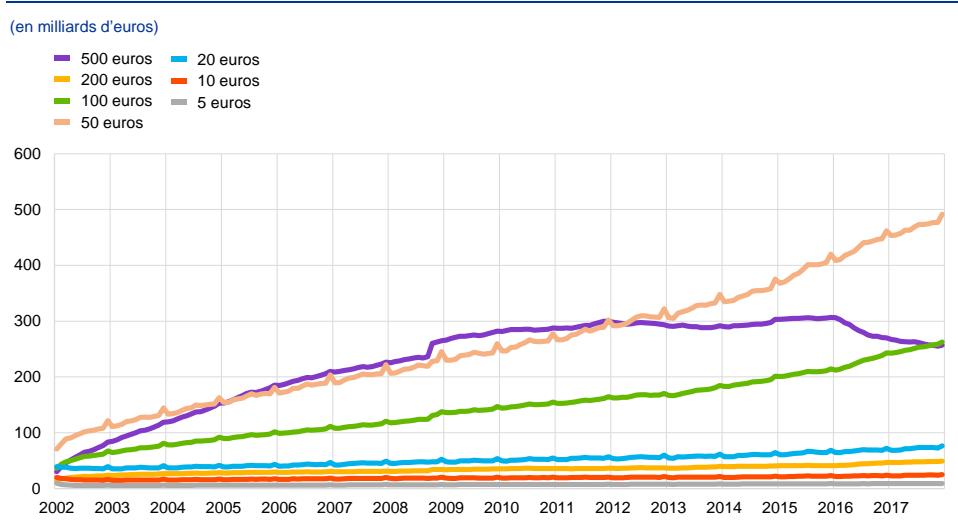
Nombre et valeur des billets en euros en circulation



Source : BCE.

**Graphique 31**

Valeur des billets en euros en circulation par coupure



Source : BCE.

Consécutivement à la décision d'interrompre l'émission de billets de 500 euros avec l'achèvement de la deuxième série de billets en euros, la circulation du billet de 500 euros a continué de décliner en 2017. Cette baisse a été compensée en partie par une augmentation de la demande des billets de 200, 100 et 50 euros.

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

La production des billets en euros est répartie entre les BCN de la zone euro, lesquelles ont assuré conjointement la production de 5,72 milliards de billets en 2017.

En 2017, le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 4,2 %, pour s'établir à 126 milliards en fin d'année. Fin 2017, la valeur des pièces en circulation s'élevait à 28 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 4 % par rapport à fin 2016.

En 2017, les BCN de la zone euro ont vérifié l'authenticité et la qualité de 32,3 milliards de billets environ, retirant de la circulation quelque 6,1 milliards de billets impropre. L'Eurosystème a également poursuivi ses efforts d'aide aux fabricants d'équipements pour s'assurer que leurs machines répondent aux normes fixées par la BCE pour les équipements utilisés afin de vérifier l'authenticité et la qualité des billets avant de remettre ceux-ci en circulation. En 2017, les établissements de crédit et les professionnels appelés à manipuler des espèces ont ainsi examiné quelque 36 milliards de billets en euros grâce à ces équipements.

## Encadré 9

### L'utilisation des espèces par les ménages dans la zone euro

Au vu de l'accroissement des paiements par carte et des méthodes de paiement alternatives, l'avenir des espèces fait l'objet d'un débat et leur pertinence sociétale est remise en question. Cela étant, même si les billets et pièces en euros circulent depuis une quinzaine d'années, on sait peu de choses sur l'utilisation que les ménages font réellement des espèces. C'est ce constat qui a amené la BCE à conduire une étude détaillée<sup>79</sup> afin d'analyser l'utilisation des espèces, cartes et autres moyens de paiement dans les points de vente<sup>80</sup> par les consommateurs de la zone euro en 2016. L'étude repose sur les observations d'une enquête commune à l'ensemble des pays de la zone euro à l'exclusion de l'Allemagne et des Pays-Bas, qui ont mené indépendamment des enquêtes comparables, respectivement en 2014 et 2016. Les résultats relatifs à ces deux pays ont été intégrés aux conclusions de l'enquête de la BCE afin de présenter une estimation du nombre et de la valeur des paiements pour l'ensemble des 19 pays de la zone euro.

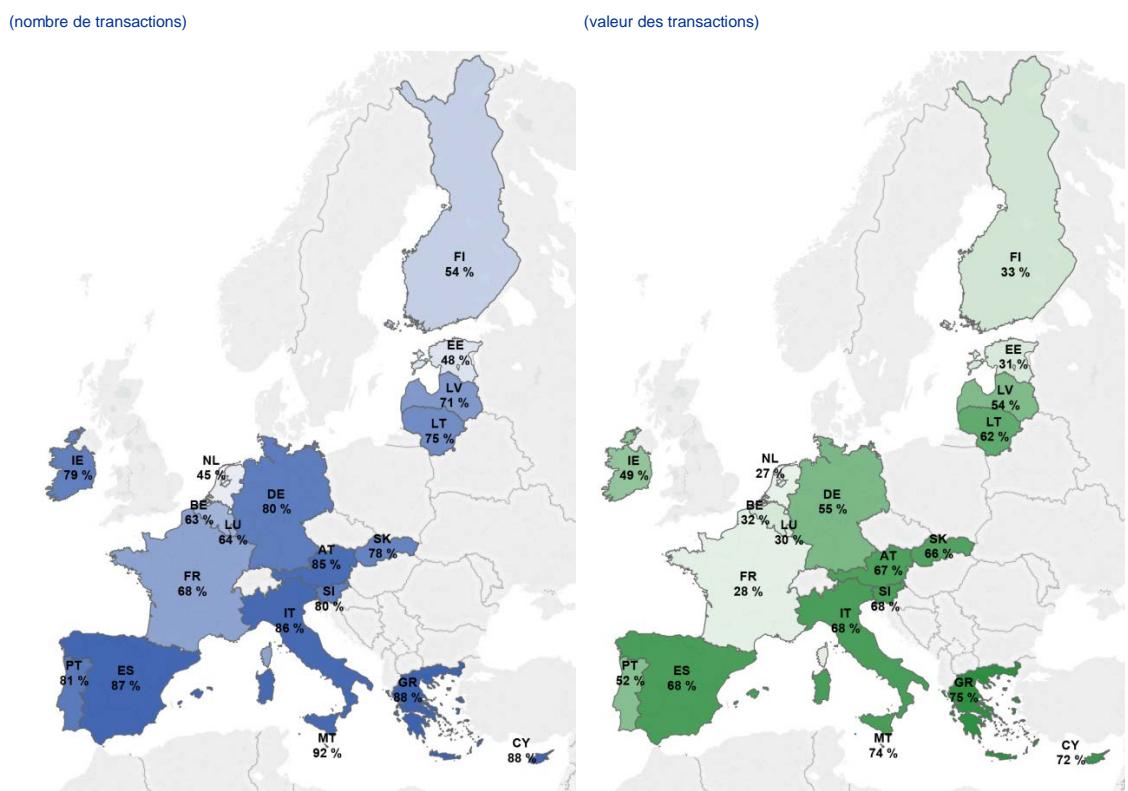
<sup>79</sup> Cf. Esselink (H.) et Hernández (L.), « *The use of cash by households in the euro area* », Occasional Paper Series, n° 201, BCE, novembre 2017.

<sup>80</sup> Par « point de vente », on entend tout lieu physique où les consommateurs peuvent acheter des produits ou des services (cf. graphique B).

Considérant le nombre de transactions, sur l'ensemble des opérations recensées dans les points de vente de la zone euro en 2016, 79 % se sont effectuées en espèces, 19 % l'ont été par carte et 2 % ont impliqué d'autres instruments comme les chèques, les virements ou les moyens de paiement mobiles. S'agissant de la valeur des transactions, 54 % de la totalité des transactions effectuées dans les points de vente l'ont été en espèces, 39 % se sont produits par carte et 7 % ont concerné d'autres instruments de paiement (comme les chèques). Cela étant, l'existence de différences notables entre les pays sur le plan des habitudes de paiement est incontestable, en ce qui concerne tant le nombre que la valeur des transactions (cf. graphique A).

### Graphique A

Part des transactions en espèces dans les points de vente, par pays



Sources : BCE, Deutsche Bundesbank et De Nederlandsche Bank.

Les espèces ont été l'instrument de paiement le plus couramment utilisé dans la zone euro à des fins de transaction pour des montants allant jusqu'à 45 euros. Pour des montants supérieurs, les cartes ont été les moyens de paiement les plus utilisés. Cependant, seuls 9 % de l'ensemble des paiements enregistrés présentaient une valeur excédant 45 euros. En effet, les résultats montrent que les consommateurs n'ont dépensé en moyenne que 18 euros à chaque paiement dans un point de vente, que ce soit en espèces, par carte ou à l'aide d'un autre moyen de paiement. Plus d'un tiers des paiements étaient même inférieurs à 5 euros et deux tiers inférieurs à 15 euros.

La plupart des transactions ont été effectuées dans des magasins vendant des produits du quotidien (48 %), puis dans des restaurants, bars ou cafés (21 %), des stations-service (8 %) et des magasins de biens durables (6 %) (cf. graphique B). Le fait que la plupart des transactions ont eu lieu dans des endroits où 80 % à 90 % des paiements sont effectués en espèces, associé au

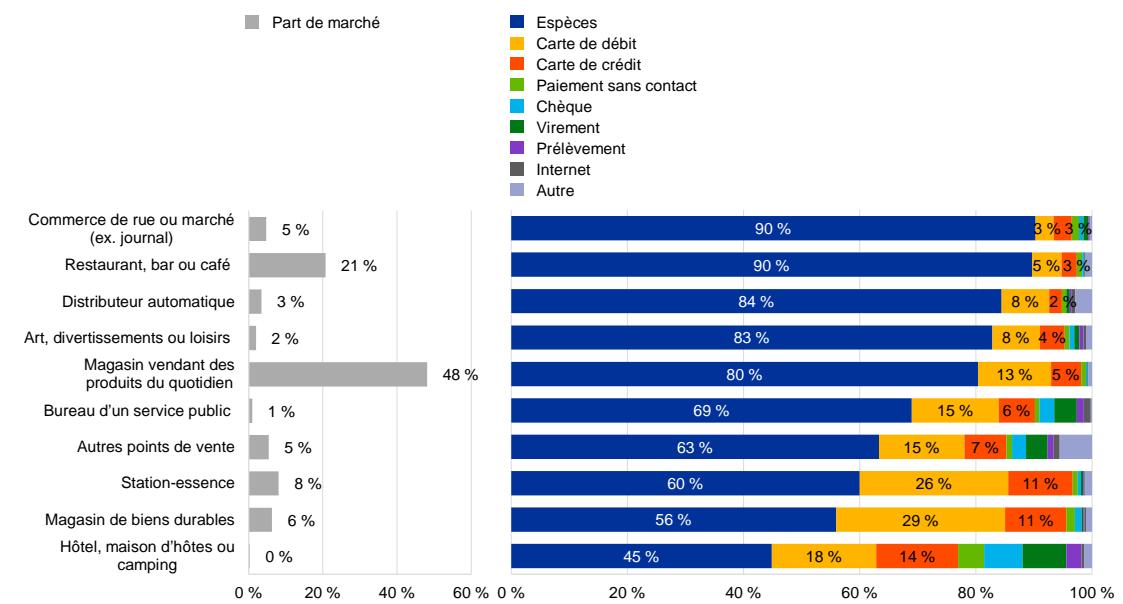
constat selon lequel deux tiers de l'ensemble des transactions portaient sur des montants inférieurs à 15 euros, pourrait expliquer dans une certaine mesure pourquoi les espèces sont davantage utilisées qu'on ne le pense souvent.

Le graphique B montre que 5 % de la totalité des paiements ont été effectués dans d'autres points de vente. Il s'agit typiquement du secteur des services (par exemple les services de coiffure, de teinturerie et de plomberie, la réparation de voitures et de bicyclettes ou les services domestiques). Pour certains pays, ce segment inclut aussi des paiements qui, dans d'autres pays, seraient typiquement effectués en utilisant des moyens de paiement à distance, tels que les virements ou les prélèvements. Cela concerne principalement des paiements récurrents comme les loyers, les services collectifs et les polices d'assurances, mais aussi des paiements pour la livraison à domicile de mazout et de gaz ou pour des services médicaux. Il ressort des réponses à une question de l'enquête concernant ce type de paiements qu'en moyenne dans la zone euro (à l'exclusion de l'Allemagne), 6 % des loyers, 13 % des factures d'électricité et 31 % des frais médicaux sont réglés en espèces. De manière générale, on peut conclure que dans les pays où les espèces représentent une part élevée de l'ensemble des paiements, les paiements récurrents sont plus souvent effectués en liquide.

### Graphique B

Part de marché des principaux instruments de paiement utilisés dans les points de vente – nombre de transactions

(en pourcentage)



Sources : BCE, Deutsche Bundesbank et De Nederlandsche Bank.

Globalement, les résultats indiquent que l'utilisation des espèces dans les points de vente reste largement répandue dans la plupart des pays de la zone euro. Ce constat semble en contradiction avec la perception selon laquelle les moyens de paiement scripturaux se substituent rapidement aux espèces. En effet, lorsqu'elles ont été interrogées sur leurs instruments de paiement favoris, 32 % des personnes sondées ont répondu privilégier les espèces, 43 % ont déclaré préférer les cartes ou les autres instruments de paiement scripturaux et 25 % ont dit ne pas avoir de préférence. Cet écart entre les préférences et les comportements réels peut s'expliquer au moins

partiellement par le fait que les consommateurs semblent principalement songer aux paiements de grande valeur et tendent à oublier la fréquence à laquelle ils utilisent des espèces pour régler des paiements de faible valeur.

---

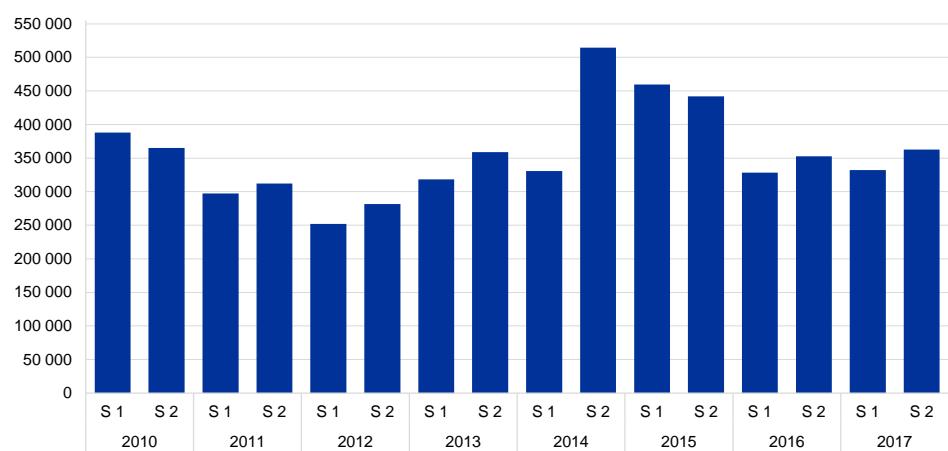
## 6.2 La contrefaçon des billets

Le nombre total de billets en euros contrefaçons a légèrement augmenté en 2017, quelque 694 000 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 32 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 50 euros, qui représentaient conjointement en 2017 plus de 85 % du nombre total de faux billets saisis. La part des fausses coupures de 20 euros a reculé en 2017.

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.

**Graphique 32**

Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation



Source : BCE.

### 6.3

### La deuxième série de billets en euros

Le 4 avril 2017, le nouveau billet de 50 euros a été mis en circulation. 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, il s'agit de la quatrième coupure de la deuxième série de billets en euros, dite **série Europe**, à être 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.

Durant la première moitié de 2019, il est prévu de mettre en circulation conjointement les nouvelles coupures de 100 et 200 euros, les deux dernières de la série Europe. Après avoir examiné la structure par coupures des billets en euros, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'exclure la coupure de 500 euros de la série Europe, répondant à des préoccupations selon lesquelles cette coupure pourrait faciliter les activités illicites. La BCE et les BCN de la zone euro mèneront une campagne visant à informer le public et les professionnels amenés à manipuler des espèces concernant l'introduction des nouvelles coupures de 100 et 200 euros, qui intégreront toutes deux de nouveaux signes de sécurité. La campagne comportera également un rappel concernant l'arrêt de l'émission du billet de 500 euros, qui – au vu du rôle de l'euro sur le plan international et de la confiance envers les autres coupures – continuera d'avoir cours légal et pourra dès lors encore être utilisé comme moyen de paiement et comme réserve de valeur. Toutes les coupures de la deuxième série (y compris celle de 500 euros) conserveront toujours leur valeur, étant donné qu'elles pourront être échangées auprès des BCN de la zone euro pendant une période illimitée.

La BCE et les BCN de la zone euro continueront d'assister le secteur des automates de traitement des billets pour se préparer au lancement des nouvelles coupures de 100 et 200 euros.

## 7

## Les statistiques

La BCE, assistée par les banques centrales nationales (BCN), développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques nécessaires pour soutenir la politique monétaire de la zone euro, les tâches de surveillance de la BCE, diverses autres tâches du Système européen de banques centrales (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 2017, le SEBC a continué de fournir régulièrement, sans à-coups et dans les délais, des statistiques sur la zone euro. Il a par ailleurs

consentis 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.

## 7.1

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

En 2017, la BCE a commencé à publier des statistiques relatives au marché monétaire de l'euro calculées à partir de données granulaires collectées sur la base du [règlement BCE/2014/48](#). Ces statistiques portent sur le segment du marché en blanc, et comprennent l'encours total et le taux moyen pondéré sur la période de constitution de réserves, ainsi que les volumes quotidiens moyens au cours de cette période, ventilés par secteur de contrepartie, par type de transactions et par échéance (63 nouvelles séries). Cette publication vise à accroître la transparence du marché et à améliorer ainsi le fonctionnement du marché monétaire.

La BCE a également commencé à publier des statistiques relatives aux sociétés d'assurance collectées conformément au [règlement BCE/2014/50](#). Ces statistiques, qui présentent les bilans des sociétés d'assurance de la zone euro, sont mises à jour chaque trimestre.

En 2017, le SEBC a défini des règles claires pour la publication des taux d'intérêt et des volumes des institutions financières monétaires (IFM), assurant une communication appropriée et comparable des statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM nationales au niveau du SEBC. À la suite de cela, 1 840 séries MIR supplémentaires ont été mises à la disposition du public dans le [Statistical Data Warehouse](#) (Entrepôt de données statistiques) de la BCE.

L'ensemble de données bancaires consolidées qui sont rendues publiques a été considérablement étendu en novembre 2017, avec de nouveaux postes couvrant les bilans, la rentabilité, la qualité des actifs, la liquidité et l'adéquation des fonds propres.

La BCE a également commencé à publier des données agrégées au niveau de la zone euro concernant les bilans des sociétés financières dont l'activité consiste à octroyer des prêts aux ménages et aux sociétés non financières résidant dans les États membres de la zone euro. Les données sont publiées tous les ans et sont également disponibles sur une base trimestrielle pour certains pays. Tant les encours que les différences dans les encours corrigées des reclassements sont mis à disposition.

La base de données macroprudentielle (*Macroprudential Database* – MPDB) a été enrichie d'un nouvel ensemble d'indicateurs portant principalement sur le secteur bancaire, ce qui porte le nombre total d'indicateurs disponibles à plus de 300. Des travaux sont en cours en vue de poursuivre son expansion, en particulier dans les domaines où les données présentent des lacunes.

## 7.2

### Les autres évolutions statistiques

Un nouveau règlement de la BCE imposera directement des exigences de déclaration à tous les fonds de pension résidents de la zone euro qui entrent dans le champ d'application de la définition statistique y figurant. Le [règlement de la BCE relatif aux obligations de déclaration statistique applicables aux fonds de pension](#) remédiera aux faiblesses constatées au niveau des statistiques trimestrielles actuelles, publiées depuis juin 2011, et en particulier à la diffusion limitée des informations relatives aux transactions qui résulte de la qualité insuffisante des données. Les nouvelles données offriront dès lors un meilleur soutien au SEBC dans le cadre de ses analyses monétaires et financières, ainsi que de sa contribution à la stabilité du système financier.

Au cours de la période d'élaboration, plusieurs réunions ont été organisées avec l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et avec le secteur des fonds de pension, représenté par PensionsEurope. Le règlement prévoit de ventiler de manière harmonisée les actifs et les passifs des fonds de pension par contrepartie géographique, par secteur et par échéance. Tant les données relatives aux actions que celles relatives aux transactions seront produites sur une base trimestrielle. À la suite d'une [consultation publique](#) organisée entre fin juillet et fin septembre 2017, et de la réponse de la Commission européenne, un projet actualisé a été soumis au Conseil des gouverneurs début 2018. Le règlement a été adopté par le Conseil des gouverneurs le 26 janvier 2018 et publié au Journal officiel le 17 février. La déclaration des nouvelles statistiques à la BCE débutera en 2019.

Le 21 septembre 2017, la BCE a annoncé qu'elle publierait un taux d'intérêt au jour le jour non garanti avant 2020, reposant sur des données collectées dans le cadre du règlement concernant les statistiques des marchés monétaires. Ce taux d'intérêt viendra compléter les taux de référence existants produits par le secteur privé et servira de taux de référence de repli. Au cours des deux prochaines années, la BCE définira les principales caractéristiques de ce taux d'intérêt, en développera la méthodologie de calcul et en testera la robustesse. Parallèlement, elle mènera une communication transparente en organisant notamment des consultations publiques.

En 2017, l'assurance de la qualité des taux d'intérêt des IFM a été renforcée au moyen : (a) d'un ensemble de meilleures pratiques et d'un document d'orientation pour la réalisation de contrôles de qualité ; (b) de la première enquête du SEBC sur les problèmes de qualité des données locales des BCN, laquelle doit être actualisée tous les deux ans ; et (c) d'un cadre de conformité amélioré pour les taux d'intérêt des IFM. Une version actualisée du manuel sur les taux d'intérêts des IFM<sup>81</sup> a été publiée sur le site internet de la BCE en janvier 2017. Elle reflète les améliorations apportées aux statistiques relatives à ces taux ces dernières années.

---

<sup>81</sup> Cf. [Manual on MFI interest rate statistics](#), BCE, janvier 2017.

Des travaux portant sur la mise à jour du [règlement de la BCE concernant les statistiques relatives aux paiements](#) ont débuté en 2017. L'exercice a pour but d'améliorer les déclarations statistiques dans le domaine des paiements afin de préserver la qualité des statistiques. Cette révision tiendra compte des évolutions récentes de la législation européenne applicable, ainsi que des dernières innovations sur le marché des paiements de détail.

L'approche à long terme du SEBC et de son Comité des statistiques concernant la collecte de données auprès des banques vise à normaliser et à intégrer, autant que faire se peut, les cadres statistiques existants du SEBC dans l'ensemble des domaines et des pays. Cela devrait réduire la charge de déclaration pour les banques, faciliter l'automatisation du traitement des ensembles de données dont la taille et la granularité augmente de plus en plus et améliorer la qualité des données. Les deux principales initiatives sont le BIRD (*Banks' Integrated Reporting Dictionary*)<sup>82</sup> et le cadre européen de *reporting*. En 2017, la phase pilote du BIRD, qui fournit aux banques des définitions et des règles de transformation uniformes afin de les assister dans leur *reporting* aux autorités, s'est achevée avec la description des exigences relatives à AnaCredit et aux statistiques sur les détentions de titres. L'étape suivante de l'inclusion des exigences de communication financière de l'Autorité bancaire européenne (ABE) a été lancée. Le BIRD est mis à la disposition des banques et de toutes les parties intéressées (par exemple les éditeurs de logiciels qui développent des progiciels utilisés à des fins d'information financière) en tant que « bien public » et son adoption est facultative. S'agissant du cadre européen de *reporting*, qui doit intégrer, au fil du temps, le *reporting* dans l'ensemble des domaines et des pays, la préparation d'une analyse coûts-avantages a été lancée en 2017 en vue d'évaluer son incidence sur l'offre et la demande, en étroite coopération avec le secteur bancaire et l'ensemble des autres parties prenantes.

La capacité du registre des institutions et des établissements affiliés (*Register of Institutions and Affiliates Database* – RIAD) du SEBC est en train d'être étendue, de manière à incorporer les informations nécessaires pour soutenir le projet AnaCredit (par exemple en ce qui concerne les sociétés non financières) et à répondre aux autres besoins des utilisateurs du SEBC et de la surveillance bancaire européenne. Le RIAD est le lien essentiel entre les différents ensembles de données granulaires qui existent (*Securities Holdings Statistics Database* – SHSDB, *Centralised Securities Database* – CSDB, et AnaCredit) et permet ainsi de rassembler toutes les informations pertinentes. De plus, la version améliorée du système RIAD a été livrée à la fin du premier trimestre 2018 et une orientation de la BCE spécifiquement consacrée à ce registre devrait être achevée au deuxième trimestre 2018.

En juin 2017, la Direction générale Statistiques a mis en place une nouvelle structure organisationnelle, ouvrant la voie à une rationalisation de la production de microdonnées à une beaucoup plus grande échelle qu'auparavant et à des avancées dans la production de statistiques macroéconomiques de haute qualité. La nouvelle *Data Integration and Services Section* centralise l'intégration des données

<sup>82</sup> Pour plus d'informations, cf. le [site internet du BIRD](#).

et fournit des services de partage de données. L'une des principales réalisations accomplies jusqu'à présent est l'inventaire des données de la BCE, qui aide les utilisateurs à trouver des données de la BCE contenues dans plusieurs applications et à y accéder. Plusieurs projets pilotes sont en cours. Ils renforcent la collaboration et la comparabilité croisée d'études émanant de différentes entités organisationnelles. Ces projets sont axés sur des thèmes tels que l'accès aux données, les identifiants bancaires et la combinaison d'ensembles de données afin de mieux analyser le financement et les actifs des banques. Des efforts considérables sont déployés pour introduire des normes internationales concernant les données en vue de réduire la charge de déclaration et d'améliorer la qualité et la cohérence des données.

Le Directoire de la BCE a mis en place un nouveau *Data Committee*, présidé par le Secrétaire général des services en 2017. Ce comité réunit des hauts responsables issus des entités qui utilisent les données et de celles qui les produisent pour élaborer et piloter la mise en œuvre de la stratégie de gestion des données de la BCE ainsi que pour coordonner ses activités en matière de normalisation des données. Un *Data Steward Group* actif réunissant des représentants de l'ensemble des entités organisationnelles qui utilisent et qui produisent les données contribue au développement et à l'alignement, à l'échelle de la BCE, de sujets liés à la gestion des données, comme les données de référence et les métadonnées ainsi que l'accès aux données.

En 2017, la BCE a continué de rendre ses statistiques plus accessibles et plus conviviales. Celles-ci peuvent être consultées dans le *Statistical Data Warehouse*, tandis que de nouvelles visualisations de la dynamique de financement et d'investissement de la zone euro, des données relatives à la surveillance bancaire et des informations narratives sur les statistiques ont été ajoutées au site internet « [Nos statistiques](#) ». Les utilisateurs peuvent désormais partager les visualisations en les intégrant à des sites internet, à des blogs et à d'autres forums numériques. Ce sous-ensemble de statistiques est facilement consultable à l'aide de n'importe quel appareil, comme un PC, une tablette, un smartphone ou tout autre appareil mobile.

## Encadré 10

### La coopération dans le domaine des statistiques aux niveaux européen et international

La BCE, en étroite coopération avec Eurostat, a continué de développer l'assurance-qualité requise des statistiques qui sous-tendent la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). La PDM a été instaurée en 2011 dans le cadre du « *six-pack* », qui comprenait des règlements relatifs à la gouvernance économique visant à prévenir et à corriger les déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE.

La PDM inclut un tableau de bord contenant 14 indicateurs principaux (et 28 indicateurs auxiliaires), utilisés pour détecter à un stade précoce les déséquilibres macroéconomiques qui existent ou qui se font jour au niveau des États membres. Les indicateurs de la PDM sont calculés à l'aide de statistiques économiques et financières produites par le Système statistique européen (SSE) et par le SEBC, qui sont ensuite transmises à Eurostat.

Le SSE et le SEBC assurent la qualité constante de leurs statistiques, afin de veiller à ce qu'elles respectent les normes de qualité requises pour être utilisées à des fins politiques. Le SSE, le SEBC, Eurostat et la BCE collaborent étroitement pour garantir que des données statistiques fiables soient disponibles pour la PDM.

Plusieurs indicateurs de la PDM (par exemple concernant le solde des transactions courantes et la dette du secteur privé) se fondent sur des statistiques qui incluent la balance des paiements/la position extérieure ainsi que les comptes financiers, c'est-à-dire des statistiques qui, dans la plupart des États membres, sont compilées par la BCN. En novembre 2016, Eurostat et la Direction générale Statistiques de la BCE ont signé un [protocole d'accord](#) portant sur l'assurance qualité de ces statistiques. Il établit les modalités pratiques de la coopération entre Eurostat et la BCE et précise que l'assurance de la qualité des ensembles de données compilés par les BCN doit être réalisée par la BCE.

À cet effet, un système à trois niveaux a maintenant été intégralement mis en place en ce qui concerne les rapports de qualité. Il comprend des rapports nationaux d'autoévaluation (niveau 3), qui exposent les principaux aspects qualitatifs des statistiques (autoévaluation par les autorités nationales) ; des rapports de qualité consacrés à des domaines spécifiques (niveau 2), qui sont élaborés par la BCE et par Eurostat ; et une synthèse conjointe d'Eurostat et de la BCE, publiée chaque année, évaluant la qualité de l'ensemble des statistiques qui sous-tendent la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (niveau 1).

En 2017, la BCE a commencé à fournir à Eurostat des ensembles de données dont la qualité a été assurée, y compris des informations supplémentaires répertoriant les événements et les révisions majeurs qui ont eu un effet sur les données nationales. Afin d'améliorer encore la qualité des statistiques au fil du temps, la qualité et la cohérence des ensembles de données produits sont analysées. Le protocole d'accord prévoit également des visites de la BCE et d'Eurostat auprès des BCN et des instituts nationaux de statistiques, afin de les aider à évaluer la qualité des données produites. Les premières visites ont commencé fin 2017.

La BCE a noué une collaboration fructueuse avec l'Autorité bancaire européenne (ABE), qui s'est encore renforcée depuis 2014 à la suite de l'introduction du Mécanisme de surveillance unique (MSU). Cela est particulièrement évident pour ce qui est des données relatives à la surveillance bancaire, la BCE étant chargée d'organiser les processus liés à la collecte et à l'examen de la qualité des données communiquées par les entités soumises à la supervision, conformément au [règlement-cadre MSU](#). L'ABE est responsable de la préparation et du maintien des normes techniques d'exécution (NTE) relatives à l'information prudentielle et aux informations à destination du public, en étroite coopération avec les autorités compétentes nationales (ACN).

L'ABE est également un acteur important dans le flux de données prudentielles provenant des agents déclarants (l'« approche séquentielle »), dans la mesure où la BCE transmet un sous-ensemble de données à l'ABE. Cela a engendré un certain nombre de processus de travail connexes, comme la création de cartes professionnelles pour chaque agent déclarant. Parallèlement, la BCE participe à l'exercice de transparence (*Transparency Exercise*) de l'ABE en tant que partie prenante dans le flux de données et dans les contrôles de qualité des données qui y sont associés.

La coopération avec l'ABE implique également la participation de services de la BCE à des groupes de travail de l'ABE chargés de l'information prudentielle, ainsi qu'à des travaux conjoints portant sur la qualité des données, comme, entre autres choses, la maintenance et les tests des règles de

validation des données, le développement de contrôles de vraisemblance, les interactions relatives à l'évaluation de la qualité des données. En outre, la BCE fournit une assistance en matière de gouvernance de la qualité des données, par exemple en contribuant aux questions-réponses au sujet de l'interprétation des exigences de déclaration.

Il convient également de mentionner que l'ABE soutient les initiatives stratégiques à moyen terme de la BCE visant à réduire la charge de déclaration qui pèse sur les banques, par exemple le BIRD (*Banks' Integrated Reporting Dictionary*) et le cadre européen de *reporting*.

La BCE coopère également avec d'autres organisations dans plusieurs contextes, tels que :

- des dispositifs de partage de données avec le Fonds monétaire international pour ses Programmes d'évaluation du secteur financier nationaux et européen ;
- la participation au Comité de coordination des activités statistiques des Nations unies et au Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale de la Banque des règlements internationaux – qui visent tous deux à améliorer la coordination et la coopération entre les autorités statistiques, y compris les banques centrales, aux niveaux européen et/ou mondial, sur des aspects tels que le fonctionnement efficace du système statistique, les normes et plates-formes communes, ainsi que le développement de méthodologies.

Enfin, la BCE offre des possibilités d'apprentissage et de formation à d'autres autorités à travers des ateliers, des séminaires et des présentations. Ceux-ci s'adressent tant aux organisations du SEBC et du MSU qu'à celles qui n'en font pas partie, comme les ACN et les BCN des pays n'appartenant pas à l'UE, en vue d'une éventuelle adhésion à l'UE dans le futur.

---

## Encadré 11

### AnaCredit en construction : caractéristiques essentielles

AnaCredit (acronyme de « *analytical credit datasets* ») est une initiative visant à collecter des informations analytiques granulaires en matière de crédit et de risque de crédit relatives aux prêts accordés par des banques individuelles à des entreprises et à d'autres personnes morales et à les mettre à la disposition d'un large éventail d'utilisateurs. Les nouvelles séries de données soutiendront l'accomplissement des missions du SEBC et contribueront de manière significative à améliorer les statistiques existantes du SEBC et à en établir de nouvelles. Les données granulaires portant sur les crédits octroyés à l'économie et sur les expositions des banques soutiendront une large gamme d'analyses pour lesquelles des données agrégées ne peuvent plus être considérées comme suffisantes. L'harmonisation des concepts et des définitions, permettant un degré de comparabilité élevé des données entre pays, constitue un aspect très important. AnaCredit accroîtra considérablement la valeur des analyses de crédit et des risques de crédit dans la zone euro en fournissant des informations détaillées, rapidement disponibles et entièrement harmonisées sur les prêts consentis à toutes les entités juridiques. De plus, la confidentialité des données sera soigneusement protégée en limitant l'accès aux données granulaires aux utilisateurs selon le principe du « besoin d'en connaître ». D'autres utilisateurs auront accès à des données semi-agrégées, dans lesquelles les entités individuelles sous-jacentes ne peuvent pas être identifiées.

AnaCredit permettra une observation très détaillée pour l'analyse des crédits et des risques de crédit dans la zone euro. Comme il couvre les prêts octroyés notamment aux sociétés non financières, AnaCredit permettra une meilleure compréhension du canal de transmission de la politique monétaire, en particulier en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises, qui constituent la colonne vertébrale de l'économie en matière d'investissement et d'opportunités d'emploi. AnaCredit peut également profiter aux agents déclarants, grâce aux boucles d'information qui amélioreront leur capacité d'évaluer la solvabilité des emprunteurs dans la zone euro et leur permettront de procéder à une analyse plus large et plus solide de leurs propres expositions que ce n'est le cas actuellement. Ces boucles d'information dans le cadre d'AnaCredit sont en cours de définition et seront mises en œuvre sur une base volontaire par les BCN.

En mai 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le [règlement AnaCredit](#), qui établit le cadre légal pour la collecte, par le SEBC, de données granulaires sur les crédits octroyés par les établissements de crédit. En application du règlement, plus de 4 000 établissements de crédit de la zone euro et d'autres encore dans certains autres États membres de l'UE commenceront, dès septembre 2018, à déclarer à leur BCN (et par leur intermédiaire à la BCE) des données relatives à des expositions individuelles au risque de crédit relevant du champ d'application du règlement. Quelque 1 600 autres établissements, en particulier des établissements de crédit de taille réduite, seront partiellement ou entièrement exemptés de l'obligation de déclaration. On estime qu'entre 50 millions et 70 millions d'« enregistrements » concernant environ 15 millions de contreparties, pour la plupart des sociétés, seront ainsi recensés chaque mois. Les déclarations débuteront en réalité six mois plus tôt – à partir d'avril 2018 – afin de contribuer à atténuer les problèmes liés au démarrage du dispositif. Les membres de l'Eurosystème partageront une série commune de données de crédit analytiques et d'autres BCN de l'UE pourront décider de déclarer des données similaires selon les mêmes définitions et auraient dès lors accès au dispositif par réciprocité. Le cadre de déclaration a été élaboré à partir d'analyses et de discussions approfondies menées au sein du SEBC, au cours de plusieurs séries de consultations avec des utilisateurs (comprenant des acteurs du secteur financier, ainsi que d'autres parties prenantes), notamment pour évaluer les coûts et les avantages et calibrer les déclarations, afin, par exemple, de garantir la proportionnalité. Le cadre de déclaration définitif constitue un compromis entre les besoins des utilisateurs dans plusieurs domaines des activités de banque centrale et les coûts liés à la mise en œuvre, à la collecte et au traitement des données nécessaires.

AnaCredit comportera 88 attributs de crédit (mis à jour, pour la plupart, sur une base mensuelle), basés sur des concepts entièrement harmonisés et des définitions applicables dans tous les pays participants. Les attributs couvrent toutes les parties aux contrats de crédit (prêteurs, emprunteurs, garants) et comprennent tant des données structurelles, comme l'activité économique, la taille de l'entreprise, le chiffre d'affaires annuel, les dates de conclusion et de remboursement du prêt que des données dynamiques, comme l'encours, l'état de défaut de l'instrument et de la contrepartie, les arriérés ou la probabilité de défaut de la contrepartie. Le seuil de déclaration est de 25 000 euros au niveau de l'emprunteur dans un établissement de crédit donné.

Les données de crédit seront combinées avec un registre de toutes les entités juridiques et d'autres unités institutionnelles (comme les succursales étrangères). Cela permettra l'identification univoque d'environ 15 millions de contreparties (prêteurs, emprunteurs, garants) et offrira un degré élevé d'harmonisation des concepts et des définitions, permettant un calcul pertinent de l'endettement global d'un emprunteur (entité juridique ou groupe) vis-à-vis de ses prêteurs (établissements de crédit). Les établissements de crédit, en tant qu'utilisateurs potentiels des informations granulaires

sur les crédits (au moyen des boucles d'information éventuellement mises en œuvre) seront également en mesure de réaliser une analyse plus détaillée et plus solide de leurs propres expositions que ce n'est le cas actuellement.

Depuis l'adoption du règlement AnaCredit en mai 2016, des travaux méthodologiques significatifs ont été réalisés par le comité des statistiques du SEBC, assisté du groupe de travail sur AnaCredit, notamment en matière de préparation du manuel AnaCredit, qui fournit 570 pages d'informations détaillées et de lignes directrices sur les exigences d'AnaCredit en matière de déclaration. L'objectif général du manuel est de soutenir les établissements de crédit dans la préparation de l'automatisation méthodologiquement sûre des déclarations et de garantir une application cohérente et efficace, dans l'ensemble de la zone euro, du cadre statistique d'AnaCredit tel qu'il est exposé dans le règlement. Le manuel se compose des trois parties suivantes :

- La partie I, qui explique la méthodologie générale d'AnaCredit et fournit des informations sur la population soumise à déclaration et sur l'organisation de la déclaration, y compris une description générale du modèle de données sous-jacent (publiée en novembre 2016) ;
- La partie II, qui décrit en détail toutes les séries de données et les attributs de données de la collecte de données d'AnaCredit, et fournit des instructions spécifiques en matière de déclaration (publiée en février 2017) ;
- La partie III, qui présente une sélection d'études de cas et de scénarios nécessitant des explications plus approfondies (publiée en mai 2017).

Le manuel, sur lequel le secteur a eu l'occasion de s'exprimer, est complété par des travaux méthodologiques complémentaires liés à la fourniture d'explications détaillées dans le cadre du processus de questions-réponses en cours. Il est loisible notamment aux établissements de crédit et à d'autres parties prenantes de soumettre à tout moment des questions à la BCN compétente. La BCN prépare une réponse, souvent conjointement avec la BCE et le contenu est généralement partagé également avec d'autres BCN. Une sélection de ces questions-réponses a été publiée sur le site internet de la BCE en août 2017 et fait l'objet d'une mise à jour régulière.

Le comité des statistiques du SEBC et le groupe de travail sur AnaCredit ont également mis au point des contrôles de validation visant à contribuer à automatiser la transmission des données et à établir des normes minimales de qualité pour la transmission des données par les établissements de crédit. Les contrôles de validation permettent de recenser les données et de les traiter de façon appropriée. Une série de contrôles de validation ont été publiés sur le site internet de la BCE en août 2017.

Enfin, il y a lieu de noter que le règlement AnaCredit comporte des règles contraignantes en ce qui concerne les déclarations primaires par les établissements de crédit, tandis qu'une [orientation BCE](#) expose comment les BCN doivent déclarer les données obligatoires en matière de crédit à la BCE sous la forme de déclarations secondaires. L'orientation fournit notamment des détails sur la transmission à la BCE de données relatives au crédit et de données de référence des contreparties collectées conformément au règlement.

Comme il a été indiqué dans le préambule du règlement AnaCredit, l'initiative pourrait ultérieurement être étendue pour couvrir davantage de prêteurs, d'emprunteurs et d'instruments.

La production de travaux de recherche économique de grande qualité contribue à asseoir les politiques de la BCE sur des fondements solides. En 2017, la recherche à la BCE a permis de dégager des points de vue neufs sur plusieurs défis majeurs concernant les politiques à mener. Par ailleurs, les activités de trois nouveaux pôles et deux réseaux de recherche ont stimulé la collaboration au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) <sup>83</sup>.

### 8.1

#### Les priorités de la BCE en matière de recherche

En 2017, les équipes de recherche de la BCE se sont concentrées sur un ensemble bien défini de priorités dans le domaine de la recherche. L'un des aspects importants ayant retenu l'attention a été la transmission de la politique monétaire non conventionnelle dans un environnement de taux directeurs négatifs. Des études ont montré l'importance des mesures non conventionnelles pour contrebancer les conséquences économiques de chocs financiers défavorables en réduisant l'incertitude sur les marchés et en améliorant l'accès au financement bancaire pour les petites et moyennes entreprises. La politique monétaire non conventionnelle et les interactions entre le secteur financier et le secteur réel de l'économie ont aussi figuré en bonne place dans les travaux de recherche visant à améliorer les modèles multi-pays et ceux couvrant la zone euro de la BCE utilisés à des fins de prévision et d'analyse de la politique monétaire. Au nombre des autres priorités majeures ont figuré l'identification de facteurs susceptibles de contribuer à expliquer la persistance de l'inflation basse dans la zone euro et la recherche centrée sur l'élaboration d'accords institutionnels et en matière de politiques en vue de consolider l'Union économique et monétaire (UEM).

En 2017, des efforts considérables de recherche ont été consacrés à la politique macroprudentielle. Une étape importante qui a été franchie à cet égard est le calibrage du modèle dit « 3D » afin qu'il couvre la totalité des pays relevant du mécanisme de surveillance unique. Le modèle définit trois niveaux de risque de défaut (pour les banques, les sociétés non financières et les ménages) et est particulièrement utile pour évaluer l'adéquation des fonds propres des banques. Qui plus est, une version du modèle intégrant des rigidités nominales a été mise au point afin d'analyser l'interaction entre la politique monétaire et son pendant macroprudentiel.

---

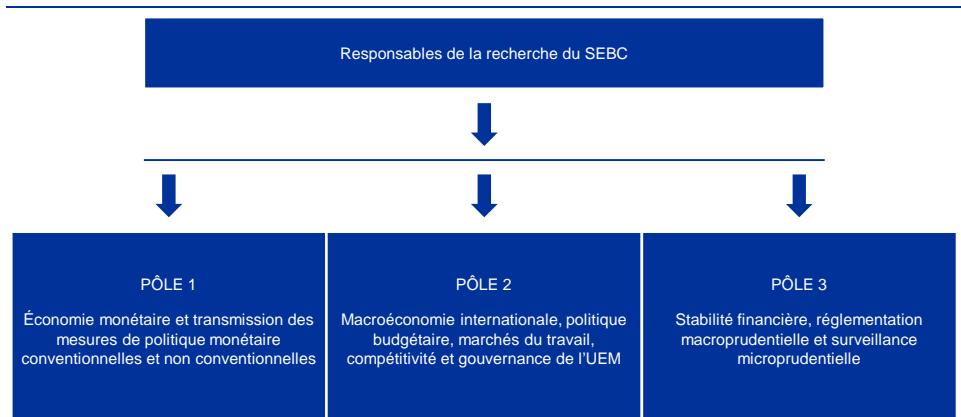
<sup>83</sup> Des informations plus détaillées sur les activités de recherche de la BCE, et notamment sur les événements qui y sont liés, ainsi que sur les publications et les réseaux, sont disponibles sur le [site Internet de la BCE](#).

## 8.2

## Les pôles et les réseaux de recherche de l'Eurosystème/du SEBC

Dans le souci d'améliorer encore la collaboration entre les chercheurs du SEBC, les responsables des départements de recherche du SEBC ont décidé de lancer trois nouveaux pôles de recherche dans le courant de 2017. Ces pôles ont pour but de coordonner les efforts de recherche dans des domaines hautement prioritaires par la tenue régulière d'ateliers et la mise sur pied de projets conjoints en matière de recherche (cf. figure 2). Au cours de l'année, chaque pôle a tenu un atelier inaugural réunissant des chercheurs issus de différentes banques centrales du SEBC ainsi que des experts extérieurs.

**Figure 2**  
Pôles de recherche du SEBC



Source : BCE.

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

Deux réseaux de recherche de l'Eurosystème/du SEBC ont engrangé des progrès significatifs dans le courant de 2017. Le *Wage Dynamics Network* (WDN) a bouclé la troisième vague de son enquête couvrant plus de 25 000 entreprises issues de 25 pays de l'UE. La troisième vague examine le comportement des entreprises en matière de coût et de fixation des prix ainsi que l'incidence des différentes réformes structurelles visant un ajustement du marché du travail qui ont été mises en place entre 2010 et 2013. L'une des conclusions principales de cette nouvelle enquête tient en ce que les réformes majeures du marché du travail instaurées dans les pays qui ont été sévèrement touchés par la crise ont effectivement facilité l'ajustement du marché du travail (cf. graphique 33)<sup>84</sup>.

Le réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Network*, HFCN) coordonne la production de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*). Dans la foulée de la publication des résultats de la deuxième vague de l'enquête fin 2016, la recherche menée au titre du HFCN a, entre autres choses,

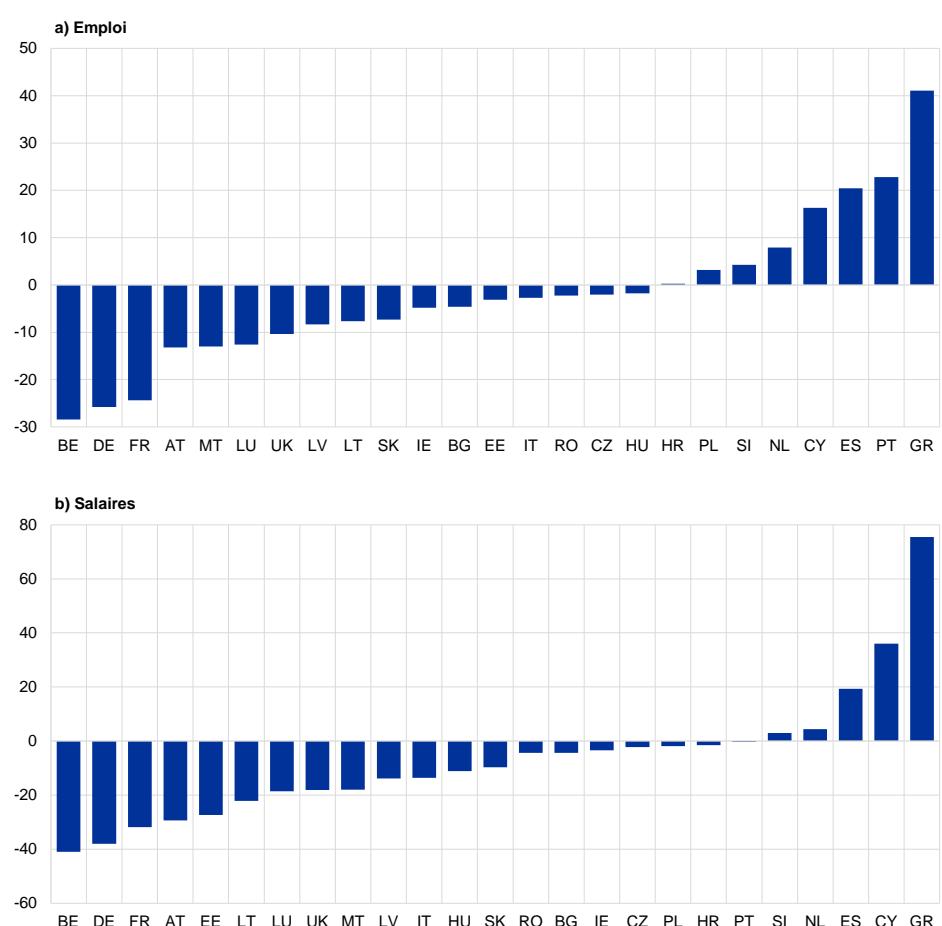
<sup>84</sup> Les résultats de l'enquête WDN sont synthétisés dans l'article intitulé « *Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey* », Occasional Paper Series, n° 192, BCE, juin 2017. Les rapports individuels par pays et les *working papers* y afférents peuvent être consultés sur le [site Internet du WDN](#).

examiné le rôle de l'hétérogénéité des ménages dans la transmission de la politique monétaire et sur la stabilité financière. À titre d'exemple, les chercheurs du HFCN ont estimé l'effet du récent programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) de la BCE sur les inégalités de revenus et de richesse. L'une des conclusions essentielles est que les mesures prises au titre de l'APP n'influencent que modestement l'inégalité de richesse, mais atténuent l'inégalité de revenus en réduisant les taux de chômage parmi les ménages à faibles revenus.

### Graphique 33

Net changement dans la facilité d'ajustement de l'emploi et des salaires entre 2010 et 2013

(en pourcentage)



Source : *Wage Dynamics Network*.

Notes : Différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant qu'il est devenu respectivement plus facile ou plus difficile d'ajuster l'emploi et les salaires à une modification du climat des affaires. Les valeurs positives indiquent qu'il y a davantage d'entreprises qui ont déclaré éprouver plus de facilités à procéder à un ajustement que l'inverse.

## 8.3

### Les conférences et les publications

Le dialogue avec les économistes issus des milieux universitaires et d'autres institutions politiques a gagné en importance dans la mesure où la complexité des questions pertinentes pour la BCE s'est sensiblement accrue ces dernières années.

Dans ce contexte, la BCE a organisé plusieurs événements de haut niveau dans le domaine de la recherche en 2017, notamment le Forum de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra et la deuxième Conférence annuelle de recherche de la BCE. La première s'était concentrée sur les principales évolutions de l'économie réelle susceptibles d'avoir un effet sur la politique monétaire, notamment les investissements et la productivité<sup>85</sup>. L'édition 2017 de cette conférence a produit des recherches innovantes sur des sujets comme les coûts de l'inflation, les effets des taux d'intérêt négatifs, le lien entre les anticipations des agents économiques et la stagnation économique ou encore l'inégalité de richesse. D'autres conférences notables ont porté sur les réformes structurelles dans la zone euro, la politique macroprudentielle et la communication de la banque centrale.

De nombreuses activités de recherche de la BCE ont également débouché sur la publication d'articles dans des revues scientifiques ou de *working papers*. Au total, 132 articles ont été publiés en 2017 dans la *Working Paper Series* de la BCE. Qui plus est, plusieurs études analytiques plus axées sur les politiques ont été publiées dans la série d'études concernant des sujets spécifiques, dans la série d'études statistiques et dans la série de documents de discussion de la BCE. Cet éventail d'articles de recherche et de travaux analytiques de haute qualité a par ailleurs permis d'alimenter une diffusion accrue des résultats de la recherche à un public plus large, avec la publication de douze articles dans le bulletin de recherche de la BCE<sup>86</sup> en 2017.

## 9

# Les activités et obligations juridiques

En 2017, 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.

### 9.1

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

En janvier 2017, le Tribunal de l'Union européenne (le « Tribunal ») a rejeté le recours en indemnité formé par deux entités françaises (Nausicaa Anadyomène et Banque d'Escompte) contre la BCE dans l'Affaire T-749/15. La réparation demandée par les deux entités était liée à la décote touchant certaines obligations d'État grecques

---

<sup>85</sup> Toutes les études, discussions et discours du Forum de Sintra peuvent être retrouvés dans le [livret électronique de la conférence](#) et les enregistrements vidéos de l'ensemble des sessions peuvent être visionnés sur la [chaîne YouTube](#) de la BCE.

<sup>86</sup> Le bulletin de recherche de la BCE est une plate-forme en ligne pour la diffusion d'importants résultats de recherche auprès d'un public plus large. Les sujets abordés par ces publications sont consultables sur le [site Internet de la BCE](#).

qu'elles avaient acquises, dans le cadre d'une restructuration partielle de la dette souveraine grecque en 2012. Les principaux moyens avancés à l'encontre de la BCE étaient une violation alléguée des principes de : (a) confiance légitime et sécurité juridique ; (b) égalité de traitement et non-discrimination ; et (c) bonne administration.

Dans son jugement, le Tribunal a rejeté le recours et a ainsi exclu toute responsabilité de la BCE, confirmant ce qu'il avait déjà affirmé au sujet des personnes physiques détenant des instruments de dette grecque (cf. Affaire T-79/13, *Accorinti e.a./BCE*). Le Tribunal a estimé que la BCE n'était pas tenue de compenser les pertes prétendument encourues par les banques détenant des instruments de dette grecque à la suite de la restructuration de la dette grecque en 2012. Il a tout d'abord conclu que des banques commerciales ne peuvent se fonder sur le principe de respect de la confiance légitime ou de sécurité juridique dans un domaine comme celui de la politique monétaire, dont l'objectif implique des ajustements constants afin de refléter les évolutions de l'environnement économique. Le Tribunal a jugé qu'aucune déclaration ni aucun acte de la BCE ne pouvait être interprété comme ayant encouragé des investisseurs à acquérir ou à conserver des instruments de dette grecque.

Le Tribunal a également confirmé que le principe général d'égalité de traitement ne pouvait s'appliquer, les banques commerciales qui acquièrent des instruments de dette grecque dans un but lucratif, d'une part, et la BCE ainsi que les banques centrales nationales (BCN), qui agissent dans le cadre de leurs missions d'intérêt public, d'autre part, ne se trouvant pas dans une situation comparable.

En mars 2017, le Tribunal a statué sur un recours en carence introduit entre autres par une entreprise portugaise (Comiprojecto – Projectos e Construções, Lda.) à l'encontre de la BCE dans l'Affaire T-22/16 et, simultanément, sur un recours en annulation de la décision correspondante que la BCE était présumée avoir adoptée tacitement en s'abstenant d'agir. Les requérants ont également introduit un recours en indemnité, à la suite du refus d'agir allégué de la BCE.

Les requérants ont fait valoir qu'ils avaient adressé à la BCE une lettre de plainte concernant un établissement de crédit et que la BCE avait refusé d'agir à cet égard, ladite lettre ayant été renvoyée à l'expéditeur.

Le Tribunal a considéré que le recours était manifestement irrecevable et dépourvu de tout fondement en droit, en ce qui concerne tant la demande en constatation d'une carence que la demande en annulation. S'agissant de la première demande, le Tribunal a considéré qu'un recours en carence n'était recevable que si l'institution de l'Union défenderesse avait été préalablement invitée à agir avant que le recours ne soit introduit. Or, les requérants n'ont pas fourni la preuve suffisante que la plainte avait été effectivement reçue par la BCE. En ce qui concerne la demande en annulation, le Tribunal a conclu que la tentative de notification à la BCE avait échoué et, partant, que le retour de la plainte aux requérants par les services postaux ne pouvait être considéré comme un acte par lequel la BCE aurait refusé d'agir. Finalement, et par conséquent, faute d'avoir invité la BCE à agir, les requérants n'ont pas prouvé l'existence d'une omission ou abstention de cette institution susceptible d'engager la responsabilité de l'Union ; dès lors, les conditions de la demande en indemnité ont été jugées comme n'étant pas réunies.

En juillet 2017, le Tribunal constitutionnel fédéral allemand (le « Tribunal constitutionnel ») a sursis à statuer sur plusieurs recours constitutionnels déposés au sujet du programme étendu d'achats d'actifs (APP). Le Tribunal constitutionnel a interrogé la Cour de justice de l'Union européenne (la « Cour de justice ») et a demandé l'application de la procédure accélérée.

La Cour de justice a rejeté la demande de procédure accélérée. En novembre 2017, la BCE a soumis ses observations écrites. Aucune date d'audience n'a encore été fixée. Sur la base des réponses de la Cour de justice aux questions posées, le Tribunal constitutionnel se prononcera sur la compatibilité du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), telle qu'interprétée par la Cour de justice, avec la constitution allemande (la « loi fondamentale »).

## 9.2

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

Les articles 127, paragraphe 4, et 282, paragraphe 5 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne 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>87</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 2017, la BCE a adopté sept avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE et 47 avis sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

Au niveau de l'UE, les principaux avis<sup>88</sup> adoptés par la BCE ont porté sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 et le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers ([CON/2017/39](#)), sur les modifications du cadre de l'Union pour les exigences de fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ([CON/2017/46](#)), sur les révisions du cadre de l'Union en matière de gestion de crises ([CON/2017/47](#)), sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2014/59/UE en ce qui concerne le rang

<sup>87</sup> Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole (n° 15) concernant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, tel qu'annexé aux Traités.

<sup>88</sup> Les autres avis sont les suivants : [CON/2017/22](#) sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux cadres de restructuration préventifs, à la seconde chance et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficience des procédures de restructuration, d'insolvabilité et d'apurement et modifiant la directive 2012/30/UE ; et [CON/2017/42](#) sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux.

des instruments de dette non garantis dans la hiérarchie en cas d'insolvabilité (CON/2017/6), et sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements (UE) n° 1095/2010, (UE) n° 648/2012 et (UE) 2015/2365 (CON/2017/38).

Plusieurs consultations réalisées par des autorités nationales portaient sur des restrictions applicables aux paiements en espèces au-dessus de certains seuils<sup>89</sup> ainsi que sur la réglementation et l'identification d'infrastructures critiques<sup>90</sup>.

La BCE a adopté des avis dans des matières relatives aux BCN, parmi lesquelles l'attribution de nouvelles missions aux BCN<sup>91</sup>, la participation d'une BCN à un certain nombre de programmes du Fonds monétaire international<sup>92</sup>, l'indépendance financière d'une BCN<sup>93</sup>, la vérification des comptes des activités d'une BCN<sup>94</sup>, la modification des statuts d'une BCN eu égard au nombre de directeurs au sein du Comité de direction<sup>95</sup>, des modifications du cadre décisionnel d'une BCN<sup>96</sup>, la responsabilité éventuelle d'une BCN pour des préjudices causés dans l'exercice de ses pouvoirs de surveillance prudentielle à l'égard des prestataires de services de paiement<sup>97</sup>, la procédure applicable aux décisions d'une BCN dans le cadre du Mécanisme de surveillance unique<sup>98</sup>, la fonction de surveillance d'une BCN sur le plan des systèmes et dispositifs de paiement, des dépositaires de titres et des systèmes de compensation et de règlement<sup>99</sup>, des dispositions relatives à la rémunération et à la retraite du personnel d'une BCN<sup>100</sup>, la manière dont une BCN procède à la compensation et aux règlements interbancaires<sup>101</sup>, la participation dans l'entité *ad hoc* consacrée à la production de billets en euros<sup>102</sup>, l'exclusion de droits de compensation à l'égard des créances remises en garantie auprès d'une BCN<sup>103</sup>, l'indépendance des organes de décision d'une BCN en matière de stabilité financière<sup>104</sup>, l'octroi de pouvoirs supplémentaires à une BCN en vue d'infliger des sanctions aux établissements qui ne respectent pas les obligations de déclaration pour les statistiques relatives à la balance des paiements<sup>105</sup>, la dotation par une BCN

<sup>89</sup> Cf. CON/2017/8, CON/2017/18, CON/2017/20, CON/2017/27 et CON/2017/40.

<sup>90</sup> Cf. CON/2017/10 et CON/2017/31.

<sup>91</sup> Cf. CON/2017/2, CON/2017/3, CON/2017/12, CON/2017/19, CON/2017/32 et CON/2017/43.

<sup>92</sup> Cf. CON/2017/4.

<sup>93</sup> Cf. CON/2017/17.

<sup>94</sup> Cf. CON/2017/24.

<sup>95</sup> Cf. CON/2017/34.

<sup>96</sup> Cf. CON/2017/51.

<sup>97</sup> Cf. CON/2017/44.

<sup>98</sup> Cf. CON/2017/36.

<sup>99</sup> Cf. CON/2017/5.

<sup>100</sup> Cf. CON/2017/49.

<sup>101</sup> Cf. CON/2017/37.

<sup>102</sup> Cf. CON/2017/25.

<sup>103</sup> Cf. CON/2017/23.

<sup>104</sup> Cf. CON/2017/23.

<sup>105</sup> Cf. CON/2017/23.

d'une fondation nationale pour la recherche, la technologie et le développement<sup>106</sup>, ainsi que les outils macroprudentiels<sup>107</sup> et la mise en œuvre de la politique monétaire<sup>108</sup> des BCN hors zone euro.

La BCE a adopté des avis concernant divers aspects liés aux activités des établissements financiers, notamment des améliorations apportées à la transparence et à la qualité d'un régime de surveillance national<sup>109</sup>, la restructuration de prêts libellés en devises ou indexés sur des devises<sup>110</sup>, l'aide destinée aux souscripteurs de prêts au logement en difficulté financière<sup>111</sup>, l'octroi d'un soutien financier public exceptionnel au secteur bancaire<sup>112</sup>, l'imposition d'exigences minimales de financement<sup>113</sup>, des exigences en matière d'amortissement des prêts hypothécaires<sup>114</sup>, des outils macroprudentiels pour contrer les risques systémiques découlant de l'activité de crédit immobilier<sup>115</sup>, le renforcement des restrictions sur les prêts aux parties liées<sup>116</sup>, des registres centraux des crédits et un registre des comptes bancaires<sup>117</sup>, la déclaration des données sur le crédit<sup>118</sup>, l'agrément des systèmes de paiement<sup>119</sup>, le cadre juridique des obligations sécurisées<sup>120</sup>, les fonds de réserve des fondations bancaires<sup>121</sup>, la création d'une nouvelle catégorie d'établissements chargés des règlements<sup>122</sup>, la création d'une nouvelle catégorie d'instruments de dette de rang supérieur non privilégiés dans la hiérarchie en cas d'insolvabilité des établissements de crédit<sup>123</sup>, et les actifs d'impôt différé découlant de différences de prélèvement<sup>124</sup>.

En outre, la BCE a émis des avis sur la protection judiciaire accordée aux détenteurs d'éléments de passifs bancaires admissibles<sup>125</sup>.

Deux cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des propositions de législation de l'Union ont été recensés, dont un a été jugé à la fois évident et important. La Commission européenne n'a pas consulté la BCE au sujet du règlement délégué sur le système définitif de contributions aux dépenses

---

<sup>106</sup> Cf. CON/2017/26.

<sup>107</sup> Cf. CON/2017/14.

<sup>108</sup> Cf. CON/2017/30.

<sup>109</sup> Cf. CON/2017/35.

<sup>110</sup> Cf. CON/2017/9 et CON/2017/48.

<sup>111</sup> Cf. CON/2017/48.

<sup>112</sup> Cf. CON/2017/1.

<sup>113</sup> Cf. CON/2017/23.

<sup>114</sup> Cf. CON/2017/29.

<sup>115</sup> Cf. CON/2017/11, CON/2017/21 et CON/2017/36.

<sup>116</sup> Cf. CON/2017/50.

<sup>117</sup> Cf. CON/2017/13 et CON/2017/28.

<sup>118</sup> Cf. CON/2017/33 et CON/2017/36.

<sup>119</sup> Cf. CON/2017/15.

<sup>120</sup> Cf. CON/2017/36.

<sup>121</sup> Cf. CON/2017/19.

<sup>122</sup> Cf. CON/2017/23.

<sup>123</sup> Cf. CON/2017/23.

<sup>124</sup> Cf. CON/2017/7.

<sup>125</sup> Cf. CON/2017/16 et CON/2017/41.

administratives du Conseil de résolution unique. L'acte en question imposant des obligations juridiques à la BCE, celle-ci considère qu'il s'agit d'un cas à la fois évident et important de non-respect de l'obligation de la consulter.

Cinq cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation nationale ont été recensés, dont quatre ont été jugés évidents et importants<sup>126</sup>.

Le ministère italien de l'Économie et des Finances a consulté la BCE sur le décret-loi relatif à des dispositions financières urgentes, à des initiatives en faveur des collectivités territoriales, à de nouvelles interventions pour les zones touchées par des événements sismiques et à des mesures de développement, et en particulier à des dispositions instaurant l'obligation d'arrondir les paiements en espèces libellés en euros. Cependant, il ne lui a pas laissé suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour adopter son avis avant l'adoption du décret-loi.

La Secrétaire d'État espagnole à l'économie et à l'aide aux entreprises a sollicité un avis de la BCE sur un projet de décret-loi royal relatif à des mesures financières urgentes établissant une nouvelle catégorie de dette bancaire. Cependant, elle ne lui a pas laissé suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour adopter son avis avant l'adoption du décret-loi royal.

Les autorités croates n'ont pas consulté la BCE sur une loi relative à la nullité de contrats de prêts à caractère international, conclus au sein de la République de Croatie avec un créancier non agréé.

Enfin, le gouvernement néerlandais n'a pas consulté la BCE sur la loi relative au statut juridique des fonctionnaires, qui peut avoir des implications pour l'indépendance de la banque centrale.

Les cas de non-consultation de la BCE par les Pays-Bas, l'Espagne et la Croatie ont été considérés comme évidents et importants, tandis que le cas de non-consultation de la BCE par l'Italie a été considéré comme évident, important et récurrent.

### 9.3

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

En vertu de l'article 271, paragraphe 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

<sup>126</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 en ne lui laissant pas suffisamment de temps pour examiner les projets de dispositions législatives et pour adopter son avis avant l'adoption de ces dispositions.

type de crédit aux autorités publiques et aux institutions et organes de l'UE, de même que d'acquérir sur le marché primaire des instruments de dette émis par ces institutions. L'article 124 proscrit toute mesure ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de l'UE aux établissements financiers. Parallèlement au Conseil des gouverneurs, la Commission européenne vérifie le respect de ces dispositions par les États membres.

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

L'exercice de surveillance réalisé pour 2017 confirme que les dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants ont en général été respectées.

L'exercice de surveillance a révélé que la plupart des BCN de l'UE disposaient, en 2017, de politiques de rémunération en matière de dépôts du secteur public qui respectaient pleinement les plafonds de rémunération. Néanmoins, un petit nombre de BCN doivent s'assurer que le taux de rémunération des dépôts du secteur public ne dépasse pas le plafond, même lorsque ce dernier est négatif.

Le *Rapport annuel* 2016 de la BCE a souligné que la création et le financement par la Magyar Nemzeti Bank de MARK Zrt., une société de gestion d'actifs, constituaient une violation de l'interdiction du financement monétaire à laquelle il y avait lieu de remédier. En 2017, la MNB a pris des mesures correctrices, et elle ne détient ni ne contrôle plus MARK Zrt., mais étant donné que l'opération financière n'a pas encore, à ce stade, été menée à son terme, le processus de correction ne peut être considéré comme finalisé et le dossier ne peut être formellement clôturé.

À la suite des inquiétudes soulevées dans les *Rapports annuels* de la BCE à partir de 2014, celle-ci a continué de surveiller plusieurs programmes lancés par la Magyar Nemzeti Bank en 2014 et en 2015. Ces programmes ne sont 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 incluent un programme visant à promouvoir l'éducation financière géré par un réseau de fondations, le transfert à la banque centrale de membres du personnel précédemment employés par l'autorité de surveillance hongroise du secteur financier et un programme d'acquisitions d'œuvres d'art et de biens culturels hongrois. En 2017, la Magyar Nemzeti Bank a adopté plusieurs mesures visant à atténuer les préoccupations de la BCE. Néanmoins, eu égard à leur grand nombre, à leur portée et à leur ampleur, la BCE continuera de surveiller attentivement ces opérations afin de s'assurer qu'elles respectent

l'interdiction du financement monétaire et de l'accès privilégié. Par ailleurs, la BCE continuera de surveiller l'implication de la Magyar Nemzeti Bank dans la Bourse de Budapest, vu que l'acquisition par celle-ci de la participation majoritaire dans la Bourse de Budapest en novembre 2015 peut toujours être considérée comme soulevant des préoccupations quant au financement monétaire.

La réduction par la Central Bank of Ireland en 2017 d'actifs liés à l'IBRC, principalement par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape significative sur la voie de l'objectif à atteindre de cession intégrale de ces actifs. Toutefois, un programme de cession plus ambitieux atténuerait davantage les préoccupations sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

## 10 La coopération internationale et européenne

### 10.1 Les relations européennes

En 2017, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec les instances et institutions européennes, et notamment avec le Conseil européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe, le Parlement européen et la Commission européenne. La compléTION de l'union bancaire et l'approfondissement de l'Union économique et monétaire (UEM) ont, tout comme d'autres thèmes liés au renforcement de la convergence économique au sein de la zone euro, 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.

#### Approfondir l'Union économique et monétaire européenne

En 2017, les débats sur le renforcement de l'UEM et, plus généralement, sur la trajectoire de l'intégration européenne se sont poursuivis.

La BCE a pris part à plusieurs débats consacrés au renforcement du cadre de gouvernance économique et budgétaire. Lors de ces débats, la BCE a régulièrement souligné la nécessité d'une application cohérente dans la durée et dans tous les États membres des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. À cet égard, les progrès réalisés jusqu'à présent ont été moins que satisfaisants.

La mise en œuvre complète des règles budgétaires et une coordination plus efficace des politiques économiques sont des conditions préalables à l'instauration de la confiance nécessaire entre les États membres pour poursuivre l'approfondissement de l'UEM.

S'agissant de l'intégration financière européenne, plusieurs démarches ont été entreprises en vue de faire progresser l'union bancaire. La BCE a mené un vaste exercice visant à créer des conditions de concurrence équitables pour les banques,

et ce en poursuivant l'harmonisation entre les États membres de la zone euro des options et facultés nationales prévues par la directive sur les exigences de fonds propres et par le règlement sur les exigences de fonds propres. En sa qualité d'autorité de contrôle, la BCE a également pris de nouvelles dispositions pour créer des conditions de concurrence équitables en harmonisant les pratiques en matière de surveillance prudentielle dans l'ensemble de la zone euro. Ainsi par exemple, la BCE a émis des [lignes directrices à l'intention des banques](#) concernant la manière d'appréhender le problème des prêts non performants au sein de l'union bancaire.

Dans le même temps, les travaux techniques entrepris en vue de mettre en place un système européen d'assurance des dépôts et un mécanisme de soutien commun pour le Fonds de résolution unique se sont poursuivis au sein des instances de l'UE, avec l'appui de la communication de la Commission européenne sur l'achèvement de l'union bancaire publiée en octobre 2017.

Parallèlement à ses activités en tant qu'autorité de contrôle, la BCE a également contribué à donner forme à l'accord sur la hiérarchie des créanciers bancaires, qui concerne le rang des instruments de dette non garantis dans les procédures d'insolvabilité, ainsi qu'à un projet de règlement concernant les dispositions permettant d'intégrer progressivement l'incidence sur les fonds propres réglementaires de la nouvelle norme comptable internationale (IFRS 9).

En complément à l'union bancaire, une union européenne des marchés des capitaux (UMC) pourrait favoriser l'intégration financière sur la base des capitaux propres, ce qui accroîtrait la résistance aux chocs de l'UEM. À cet égard, un examen à mi-parcours de l'UMC a été organisé et plusieurs règlements ont été adoptés, parmi lesquels des règles relatives à la titrisation et au capital-risque européen.

## S'acquitter de sa responsabilité démocratique

En ratifiant les traités de l'UE, les États membres de l'UE ont rendu la BCE indépendante et lui ont clairement assigné le mandat d'assurer la stabilité des prix. L'obligation de rendre des comptes est la contrepartie nécessaire à cette indépendance, en vertu de laquelle la BCE peut agir conformément à son mandat démocratique, à l'abri de toute influence politique ou de toute forme de pression à court terme. La responsabilité, pour sa part, garantit que l'indépendance n'ouvre pas la voie à l'arbitraire et que le mandat est rempli.

Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que la BCE rend principalement compte au Parlement européen, ce dernier étant l'organe composé des représentants élus par les citoyens de l'UE. En 2017, le président de la BCE a assisté à quatre auditions régulières de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen<sup>127</sup>. Lors de ces auditions, les députés européens ont accordé une attention particulière à la politique monétaire de la BCE (notamment aux mesures non conventionnelles), à l'avenir de l'UEM et de l'UE ainsi

---

<sup>127</sup> La déclaration introductory est disponible sur le [site internet de la BCE](#).

qu'aux politiques régissant le secteur financier. Certaines questions ont également été soulevées concernant les risques externes pesant sur les perspectives économiques, parmi lesquels l'incertitude politique.

La BCE s'acquitte également 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 2017, le président de la BCE a reçu 53 lettres contenant de telles questions, les réponses ayant été publiées sur le site internet de la BCE<sup>128</sup>. Au total, il a répondu à 138 questions posées par des membres du Parlement européen (par écrit ou oralement (lors des auditions)), reflétant les critères élevés de responsabilité et de transparence de la BCE. La plupart des questions portaient sur la mise en œuvre des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE, sur les programmes d'ajustement macroéconomique et sur l'évolution des soldes TARGET2.

La BCE rend également compte de ses activités de surveillance bancaire tant au Parlement européen qu'au Conseil de l'UE<sup>129</sup>. On trouvera des informations plus détaillées dans le [Rapport annuel 2017 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

## 10.2 Les relations internationales

### Le G20

La reprise économique mondiale se raffermisant, la présidence allemande du G20 a accordé une attention particulière à l'amélioration de la résistance économique et à la réalisation d'engagements passés. Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 ont notamment réaffirmé leurs engagements antérieurs en termes de taux de change, tandis que les chefs d'État ou de gouvernement du G20 ont fait part de leur intention de continuer de lutter contre le protectionnisme. Au travers d'une approche reposant sur trois piliers, le G20 a également intensifié ses efforts pour assurer le suivi de l'efficacité des politiques visant à favoriser une croissance forte, durable, inclusive et équilibrée, tout en continuant d'insister sur les réformes structurelles, qui demeurent d'une importance cruciale pour redresser les perspectives économiques à moyen terme. De même, la finalisation et la mise en œuvre de l'agenda de la réglementation se sont poursuivies, notamment les efforts visant à accroître la résistance du secteur bancaire parallèle et à assurer le suivi des effets des réformes de la réglementation financière. Le G20 a également enregistré des progrès dans le domaine de la coopération fiscale internationale et de la transparence financière. Il a en outre

<sup>128</sup> Toutes les réponses du président de la BCE aux questions des membres du Parlement européen sont publiées dans une section spécifique du [site internet de la BCE](#).

<sup>129</sup> Les réponses écrites de la présidente du conseil de surveillance prudentielle de la BCE aux questions posées par les membres du Parlement européen sont publiées sur le [site internet de la BCE consacré à la surveillance bancaire](#).

réitéré son engagement à renforcer l'architecture financière internationale et le filet de sécurité financière mondial. Le G20 et d'autres institutions internationales, tels le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), se sont également davantage attachés à améliorer le système qui sous-tend les flux de capitaux internationaux. Enfin, le G20 a lancé l'initiative « *Compact with Africa* » afin de doper les investissements privés sur le continent africain.

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

La BCE a continué de jouer un rôle actif dans les débats sur le système monétaire et financier international menés au sein du FMI et d'autres instances, en promouvant une perspective européenne commune du point de vue d'une banque centrale.

Plusieurs initiatives visant à renforcer le filet de sécurité financière mondial ont été poursuivies. En passant en revue ses instruments de prêt, le FMI a introduit un nouvel instrument de coordination des politiques qui permet aux pays de faire part de leur engagement à procéder à des réformes économiques et contribuant à libérer d'autres sources de financement. Le Conseil d'administration du FMI a adopté de nouveaux principes et modalités qui régiront la collaboration entre le FMI et les dispositifs régionaux de financement, ce qui reflète l'importance croissante de ces dispositifs dans le cadre du filet de sécurité financière mondial.

Le FMI a lancé en 2017 son premier Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) de la zone euro, ce qui constitue une démarche importante dans le cadre de la surveillance du secteur financier. L'exercice global, auquel ont participé plusieurs institutions européennes, parmi lesquelles la BCE – à la fois en tant que banque centrale et en tant qu'autorité de contrôle – va également contribuer aux PESF des États membres, et donc les faciliter.

Sur le plan des quotes-parts et de la gouvernance du FMI, les travaux relatifs à la quinzième révision des quotes-parts se sont poursuivis en 2017. Un FMI fort, doté de ressources suffisantes et basé sur des quotes-parts au centre du système monétaire international demeure essentiel.

## Coopération internationale entre banques centrales

En raison du rôle important qu'elle joue dans l'économie mondiale et en tant qu'institution européenne, la BCE a renforcé sa coopération avec les banques centrales de pays non membres de l'UE.

À deux reprises, l'Eurosystème a organisé des réunions de haut niveau avec les banques centrales des pays méditerranéens et de la région du Golfe. S'agissant de la coopération bilatérale, la BCE a approfondi sa collaboration avec la Banque de réserve sud-africaine, tandis que les contacts de haut niveau et les discussions entre

experts avec les banques centrales d'économies de marché émergentes du G20 qui ont conclu un protocole d'accord avec la BCE ont progressé. Enfin, la BCE a continué d'élargir la sphère géographique de sa coopération, en particulier en Amérique latine, en Asie et en Afrique.

En tant qu'institution de l'UE, la BCE a continué de coopérer avec les banques centrales de pays ayant une perspective d'adhésion à l'UE, essentiellement au travers d'une série d'ateliers régionaux organisés en étroite collaboration avec les banques centrales nationales de l'UE. Enfin, la BCE a également continué de collaborer étroitement avec les banques centrales nationales de l'UE sur la plan de la gouvernance de ses activités de coopération avec les banques centrales de pays non membres de l'UE. En 2017, un document intitulé « Coopération internationale entre banques centrales : bonnes pratiques du SEBC » a été approuvé par le Conseil des gouverneurs et par le Conseil général<sup>130</sup>. Ce document expose les fondements, principes et modalités de la coopération internationale entre les banques centrales au niveau des experts et au niveau décisionnel.

## 11 La communication externe

### 11.1 La communication au cœur de la politique de la BCE

En reconnaissance de l'importance croissante que revêt la communication pour l'efficacité de la politique, la responsabilité et la réputation des banques centrales, la BCE a organisé, en novembre 2017, sa première [conférence sur la communication des banques centrales](#). Cette conférence rassemblait des représentants des banques centrales, du monde politique, des médias, des marchés financiers et des milieux universitaires, venus discuter de thèmes qui sont au cœur de la communication des banques centrales aujourd'hui : comment optimiser la communication au service de l'efficacité de la politique et de la bonne réputation, comment améliorer la transparence pour assurer la responsabilité de la banque centrale, et comment concevoir des messages clairs qui s'adresseront à des publics plus larges afin de rétablir la confiance et de renforcer le soutien du public à l'indépendance de la banque centrale.

---

<sup>130</sup> Les bonnes pratiques du SEBC sont consultables sur le [site internet de la BCE](#).

Table ronde durant la conférence de la BCE sur la communication des banques centrales



David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Système fédéral de réserve), Mario Draghi (BCE), Mark Carney (Banque d'Angleterre) et Haruhiko Kuroda (Banque du Japon) durant la conférence de la BCE sur la communication des banques centrales, 14 novembre 2017.

Durant cette conférence, un certain nombre de messages clés d'une importance capitale pour la BCE ont été évoqués. Premièrement, la communication ne peut pas remplacer une bonne politique. Deuxièmement, la communication en tant qu'outil formel de la politique monétaire – telles les « orientations prospectives » – s'est révélée efficace et fructueuse et continuera de faire partie de la panoplie d'outils de la BCE. Troisièmement, les banques centrales doivent mettre en place une véritable communication bilatérale, de manière à ne pas s'enfermer dans leur propre « chambre d'écho ». Quatrièmement, les banques centrales doivent oser sortir de la zone de confort que représentent pour elles les marchés, les experts et les médias spécialisés et développer de nouvelles façons de s'adresser à de nouveaux publics. Pour regagner la confiance de la population, les banques centrales doivent redoubler d'efforts pour expliquer ce qu'elles font et comment, au final, leurs actions lui bénéficient. Ces conclusions se reflètent d'ores et déjà largement dans les activités de communication de la BCE, qui a pris un certain nombre d'initiatives importantes en 2017. Pour l'essentiel, les efforts de la BCE visent à accroître la coopération avec les parties prenantes, externes comme internes, et ce sur le plan des communications tant verbale que numérique.

## 11.2

### Accroître la sensibilisation

En 2017, la BCE a réalisé d'importantes avancées dans le domaine de l'accroissement de la sensibilisation, notamment en ouvrant le [Centre des visiteurs de la BCE](#) en octobre. Ce nouvel espace, qui se situe dans le bâtiment principal de la BCE à Francfort, a été conçu et mis en place en l'espace de deux ans ; il permet aux citoyens d'Europe et au-delà d'en savoir plus sur la BCE, ses tâches et ses missions.

#### Principaux aspects visuels du Centre des visiteurs de la BCE



**VISITOR CENTRE**  
EUROPEAN CENTRAL BANK



Le concept à l'origine du Centre des visiteurs repose sur quatre thèmes principaux dont le point commun est l'euro. La section « *Maintain* » examine comment la BCE maintient la stabilité des prix. La section « *Safeguard* » s'intéresse au rôle que joue la BCE dans la promotion de la stabilité financière et la surveillance des banques. La section « *Connect* » explique les missions de la BCE en matière de développement des systèmes de paiement et d'approvisionnement en billets en euros. La section « *Achieve* » offre une perspective européenne plus large, en mettant en lumière les réalisations de l'Europe. L'expérience de la visite est interactive et inclut des objets tangibles, des jeux, des vidéos et une réplique de la salle de réunion du Conseil des gouverneurs. Le Centre des visiteurs devrait accueillir quelque 40 000 visiteurs par an dès 2018, ce qui triplera la capacité de la BCE d'organiser des visites groupées. En 2017, la BCE a accueilli 811 groupes de visiteurs à Francfort, soit plus de 22 700 visiteurs extérieurs originaires de 42 pays. Ces visites incluaient généralement des exposés adaptés aux intérêts spécifiques du public concerné et permettant un véritable engagement et un dialogue authentique.

La BCE a également continué de s'engager auprès des jeunes en lançant ses deux premiers [Dialogues de la BCE avec la jeunesse](#) (à Lisbonne et à Dublin), un nouveau format interactif qui permet aux étudiants de poser leurs questions directement au président de la BCE. Une autre façon innovante d'entrer en contact avec les jeunes a été l'[Euro Video Challenge](#), dans le cadre duquel la BCE mettait les jeunes Européens au défi de réaliser un film court et divertissant traitant d'un thème économique en lien avec les activités de la BCE en le rendant accessible à un public jeune. Ces nouvelles formes de sensibilisation viennent s'ajouter aux

efforts déjà existants, tels le concours [Generation Euro Students' Award](#), dont c'était la septième édition en 2017, et la journée portes ouvertes pour les enfants âgés de 8 à 12 ans, organisée en partenariat avec le populaire programme télévisé allemand destiné aux enfants « *Die Sendung mit der Maus* ».

De même, la BCE a continué de s'investir dans la communication en ligne et sur les médias sociaux, s'adressant aux personnes de tous les âges, de tous les niveaux d'éducation et aux intérêts professionnels et personnels variés. Le [site internet de la BCE](#), qui compte plus de 137 000 pages, a été consulté par quelque 18 millions de visiteurs du monde entier en 2017. Parmi les sections les plus populaires du site internet, on peut citer les « *Explainers* ». Ceux-ci tentent de répondre de manière claire et compréhensible par tous aux questions relatives à des aspects complexes de la politique menée par les banques centrales – comme « [Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils bas ?](#) », « [Comment fonctionne l'assouplissement quantitatif ?](#) », ou encore « [En quoi consistent les créances douteuses ?](#) » – et ce dans 24 langues. Sur les médias sociaux, le [compte Twitter de la BCE](#) a atteint plus de 400 000 abonnés en 2017 ; sur [LinkedIn](#), la BCE dépasse les 50 000 abonnés ; quant à la chaîne [YouTube](#) de la Banque, elle compte 16 000 abonnés.

En mars 2017, la BCE a reçu le [Prix d'excellence de la bonne administration](#) de la Médiatrice européenne dans la catégorie « Excellence dans les communications », en reconnaissance de son approche innovante de la communication – tant par l'intermédiaire de son site internet et des formats multimédias que par ses activités de sensibilisation. Une considération particulière a été accordée aux efforts que consent la BCE pour se rendre accessible aux citoyens et pour les aider à comprendre ses responsabilités et son rôle et, plus généralement, pour s'ériger en exemple « de bonne administration publique, de culture de service et d'engagement apporté à exercer un impact positif de façon visible et directe sur la vie des citoyens de l'UE ».

## 12

## Gouvernement institutionnel et d'entreprise

En 2017, les organes de décision de la BCE (le [Conseil des gouverneurs](#), le [Directoire](#) et le [Conseil général](#)) ont continué d'administrer le Système européen de banques centrales (SEBC) conformément à leurs responsabilités respectives, définies dans le [traité sur l'Union européenne](#) et le [traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#), les [statuts du SEBC et de la BCE](#) et les [règlements intérieurs](#) pertinents. Le président et le vice-président de la BCE ont tenu des [conférences de presse](#) régulières afin de communiquer les conclusions des huit réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs organisées en 2017. Les [comptes rendus](#) de ces réunions et des [décisions](#) prises par le Conseil des gouverneurs ont été publiés sur le site Internet de la BCE tout au long de l'année.

En janvier 2017, le Directoire s'est réuni pour la millième fois, s'acquittant de ses fonctions habituelles de mise en œuvre de la politique monétaire, conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs, et de gestion des affaires courantes de la BCE. Pour la première fois, la réunion extérieure annuelle du Conseil des

gouverneurs a eu lieu dans la région de la Baltique, à Tallinn. Les réunions extérieures du Conseil des gouverneurs permettent à ses membres d'explorer la richesse et la diversité de la zone euro et donnent aux Européens la possibilité de mieux connaître la BCE et son mandat. Le Conseil général a continué de débattre de questions concernant le SEBC, notamment au cours d'un séminaire consacré à la capacité de résistance de l'écosystème financier. Pour garantir la séparation entre les missions de la BCE, relevant notamment de la politique monétaire, et ses missions prudentielles, qui lui ont été confiées par le [règlement \(UE\) n° 1024/2013 du Conseil](#), les thématiques relatives à la surveillance prudentielle font l'objet de réunions distinctes du Conseil des gouverneurs. Des informations détaillées sur la fonction de supervision bancaire de la BCE et sur son instance dirigeante, le [Conseil de surveillance prudentielle](#), sont disponibles sur le [site Internet de la BCE consacré à la surveillance bancaire](#) ainsi que dans le [Rapport annuel 2017 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué d'assister les organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions, agissant dans leur composition Eurosystème, SEBC ou MSU (c'est-à-dire avec la participation d'un représentant de la BCN et de l'ACN de chacun des États membres participants pour les questions de surveillance prudentielle).

La structure de gouvernance de la BCE inclut deux comités de haut niveau, le [Comité d'audit](#) et le [Comité d'éthique professionnelle](#), ainsi que d'autres [niveaux de contrôle externe et interne](#). Cette structure s'articule autour de [règles d'éthique professionnelle modernes](#), d'un [dispositif d'enquêtes antifraude](#) et d'un [régime de transparence](#).

L'intégrité, l'ouverture et une bonne gestion administrative sont essentielles au maintien de la confiance des parties prenantes et du grand public. Rendant directement compte au président de la BCE, le Bureau de conformité et de gouvernance, en promouvant des normes d'éthique professionnelle, soutient le Directoire en vue de la protection de l'intégrité et de la réputation de la BCE.

Pour rappeler l'importance d'un comportement éthique approprié, le Directoire a instauré, en 2017, des formations obligatoires en matière d'éthique professionnelle et d'intégrité s'adressant à l'ensemble du personnel de la BCE. À l'échelle de l'Eurosystème et du MSU, le Conseil des gouverneurs a mis en place, en 2017, un groupe de travail rassemblant des responsables des questions de conformité et d'éthique afin de mettre en œuvre des normes minimales communes en termes de comportement éthique professionnel et pour faciliter les échanges et la collaboration entre la BCE, les BCN et les ACN.

Dans le cadre de ses efforts d'ouverture et de son engagement en faveur de l'obligation de rendre compte, la BCE mène régulièrement des discussions, au plus haut niveau, avec le [secteur bancaire](#), les [investisseurs institutionnels](#) et le [secteur des sociétés non financières](#) en vue d'obtenir les avis spécifiques d'experts dans les domaines conjoncturel, structurel, financier et de l'économie réelle. Au-delà de ce dialogue, elle maintient des contacts réguliers et interagit fréquemment avec des responsables de la politique économique, le monde universitaire, des associations

représentatives et la société civile, qui livrent des informations et avis précieux sur la dynamique de l'économie et des marchés de capitaux dans leur contexte sociétal. Au niveau technique, la BCE échange également avec des parties prenantes pratiquement tout aussi diverses.

Les contacts avec les parties extérieures s'inscrivent dans des cadres publics bien établis garantissant un niveau de transparence adéquat et l'égalité d'accès.

Dans le cadre de son engagement en faveur de la transparence, la BCE publie également les agendas de chacun des [membres du Directoire](#) ainsi que ceux de la [présidente et de la vice-présidente du Conseil de surveillance prudentielle](#).

Le régime de transparence de la BCE est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de l'UE dans le domaine de l'accès du public à leurs documents. Ce régime établit un équilibre entre le droit à la transparence et la nécessité de protéger la confidentialité de certaines questions spécifiques à l'accomplissement des tâches de la BCE. En raison de l'élargissement du champ des activités de la BCE, le nombre et la complexité des demandes d'accès à des documents déposées par les citoyens et les autorités nationales ont considérablement augmenté.

## 13

## Évolutions relatives à l'organisation et aux ressources humaines

En septembre 2017, la BCE a finalisé sa nouvelle stratégie opérationnelle pour la période allant de 2018 à 2020. Cette stratégie opérationnelle définit une vision pour la BCE et formule des priorités et objectifs qui l'aideront à s'adapter et à rester fidèle à son mandat dans un monde en constante mutation. La stratégie se fonde sur quatre priorités traduisant la mission de l'institution : (a) maintenir la stabilité des prix ; (b) préserver le système financier ; (c) renforcer sa réputation en tant qu'institution de dimension internationale ; et (d) inspirer et motiver ses employés tout en contribuant à leur formation.

À cette fin, le directoire a évalué les tendances et défis internes et externes auxquels l'institution fait face. Les défis externes sont représentés, entre autres, par un environnement de faible inflation nécessitant la mise en œuvre d'instruments de politique monétaire non conventionnels, par les incertitudes liées au Brexit et par les risques liés à la cybersécurité. En interne, la BCE est confrontée à des défis consistant, notamment, à poursuivre l'optimisation des services, à renforcer la capacité de résistance organisationnelle et à tirer parti des avancées technologiques, tout en améliorant la collaboration et le partage d'informations entre les fonctions opérationnelles.

S'agissant de la stratégie, des représentants de chaque unité organisationnelle se sont réunis afin de fixer des objectifs de moyen terme en fonction des quatre priorités stratégiques. Ces objectifs ont ensuite été déclinés en sous-objectifs pour les diverses fonctions opérationnelles. La BCE les révisera à intervalles réguliers et contrôlera les progrès accomplis.

La stratégie est un plan permettant à la BCE de concentrer ses efforts sur ce qui importe réellement. Elle oriente la marche de l'institution pour les trois prochaines années, l'aidant à servir les intérêts des habitants de la zone euro.

## Évolutions dans le domaine des ressources humaines

En 2017, la BCE a poursuivi son action sur les fondations posées en 2016 afin de renforcer sa culture des talents et leur gestion ainsi que les aptitudes à diriger. Le programme visant à améliorer ces aptitudes (*Leadership Growth Programme*), qui joue un rôle déterminant dans le renforcement de ces compétences, a été lancé au début de l'année et suivi par plus de 80 % du personnel éligible. Au niveau du SEBC, un programme d'information s'adressant aux hauts responsables nouvellement nommés a été mis en place. La stratégie opérationnelle de la BCE pour la période 2018-2020 continuera de faire progresser l'institution dans sa profonde mutation vers un renforcement des aptitudes à diriger et en faveur de l'autonomisation.

Dans le même temps, de nombreuses initiatives visant à intégrer une culture globale d'excellence professionnelle et de talents dans le quotidien de la BCE ont également été mises en place, notamment : un cadre de qualifications professionnelles assorti d'un modèle de compétences simplifié ; un exercice stratégique de planification des effectifs ; un cadre redynamisé de gestion et de développement des performances (*Performance Management & Development*), y compris la déclinaison des priorités stratégiques en objectifs pour le personnel ; le déploiement de formations en ligne obligatoires en matière d'éthique professionnelle, qui ont été suivies par plus de 4 000 personnes ; et le déploiement d'un nouveau programme d'accompagnement de la transition professionnelle (*Career Transition Support*) de la BCE, qui vient en aide au personnel débutant une nouvelle carrière et dont bénéficieront près de 200 employés. Mettre en œuvre des initiatives visant, dans un cadre de gestion des talents adapté, à attirer, former et garder des professionnels de talent aux compétences diverses demeurera l'un des principaux objectifs stratégiques de la BCE.

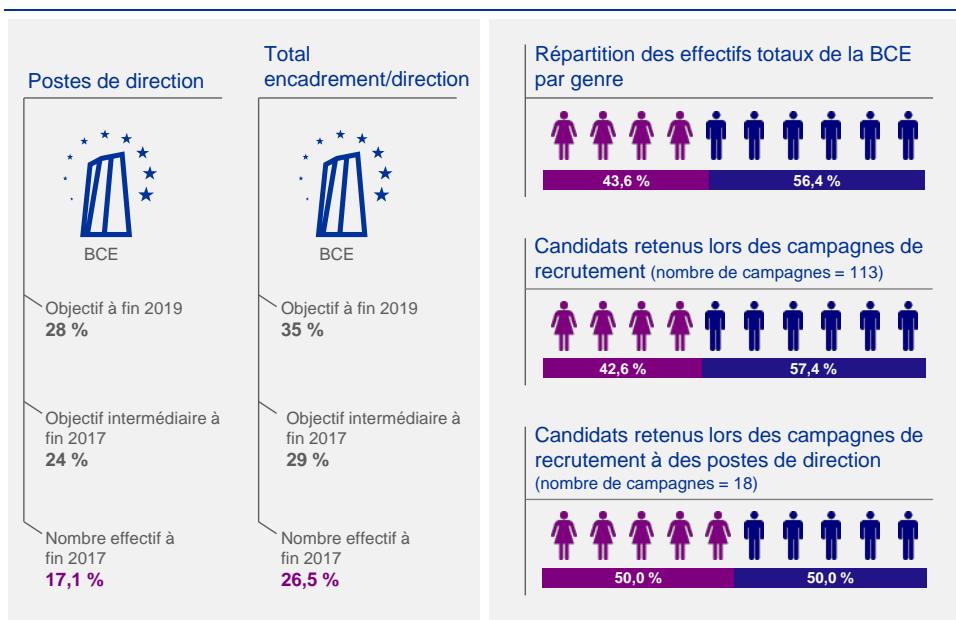
De plus, au cours de l'année 2017, la BCE a poursuivi ses efforts de promotion de la diversité en tant que moteur de performances et de réussite. Organisation fondée sur le mérite, la BCE embrasse les valeurs de diversité telles que le respect, l'équité, la solidarité et l'égalité des chances vis-à-vis de son personnel, sans distinction de genre, de nationalité, de religion, d'orientation sexuelle, d'origines ethniques et culturelles, d'âge ni de handicap. Plusieurs activités ont été organisées en 2017 dans ce domaine, parmi lesquelles les journées consacrées à la diversité (*Diversity Days*), auxquelles ont participé des intervenants de la vie publique et du monde

universitaire, la création d'une section consacrée à la diversité sur le site Internet de la BCE et le lever du drapeau arc-en-ciel à l'occasion de la journée internationale de lutte contre l'homophobie, la transphobie et la biphobie (IDAHOT).

Pour parvenir à une meilleure parité hommes-femmes, qui représente l'un des objectifs opérationnels stratégiques de la BCE, des objectifs ont été fixés pour la fin 2019 en termes de diversité des genres et une série de mesures d'accompagnement ont été prises pour aider la BCE à les atteindre. Ces mesures ciblent tout particulièrement les capacités participatives à diriger, des ambassadeurs de la diversité dans chaque unité organisationnelle, un système de parrainage, un programme de formation spécifique intitulé « *women in leadership* », une journée consacrée aux talents féminins et des opportunités accrues d'aménagement de travail souple.

**Figure 3**

Objectifs en matière de diversité des genres et proportion de femmes dans le personnel de la BCE



Source : BCE.

Notes : la répartition des effectifs totaux de la BCE par genre couvre les titulaires d'un contrat à durée indéterminée ou à durée déterminée. Les chiffres relatifs aux recrutements tiennent compte des campagnes menées en interne et ouvertes à l'extérieur pour des positions à durée déterminée closes en 2017. Données au 31 décembre 2017.

Dans le cadre des efforts considérables déployés pour améliorer le dialogue social à la BCE, plusieurs aspects des travaux conduits dans le domaine des ressources humaines en 2017 se sont inscrits dans le contexte d'un programme de travail commun avec les représentants du personnel. Ce programme couvre six éléments essentiels du travail : le bien-être, la santé et la sécurité ; l'évolution de carrière et la gestion des performances ; la politique contractuelle ; la diversité et l'intégration ; le recrutement ; et les mécanismes de participation du personnel. Les représentants du personnel ont apporté une contribution précieuse dans plusieurs domaines et en vue la prise de décisions concernant ces thématiques.

Au niveau du SEBC, un deuxième groupe de stagiaires (31 au total) participant au programme de stages relatifs à la supervision bancaire européenne a été constitué et le programme Schuman a été lancé. Dans le cadre de cette nouvelle initiative, plus de trente membres du personnel travaillant dans le système ont été sélectionnés pour participer à un projet spécifique dans une autre institution et y ont été détachés pour une période pouvant aller jusqu'à neuf mois. Un groupe de travail consacré à la mobilité (*Task Force on Mobility*) a également été créé pour favoriser un véritable roulement du personnel à travers le système.

Au 31 décembre 2017, la BCE comptait 3 252 postes en équivalents-temps plein approuvés, contre 2 898,5 à fin 2016. Le nombre effectif, en équivalents-temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 3 384 (contre 3 171 au 31 décembre 2016)<sup>131</sup>. 246 nouveaux contrats à durée déterminée (limités dans le temps ou convertibles en contrats à durée indéterminée) au total ont été signés en 2017. De plus, afin de couvrir les absences de moins d'un an, 393 contrats de courte durée ont été accordés ainsi qu'un certain nombre de prorogations de contrats. Tout au long de l'année 2017, la BCE a continué d'offrir des contrats de courte durée pour des périodes maximales de 36 mois au personnel des BCN et d'organisations internationales. Au 31 décembre 2017, 232 employés de BCN et d'organisations internationales travaillaient à la BCE dans diverses attributions, soit 7 % de moins qu'à fin 2016. En septembre 2017, la BCE a accueilli un douzième groupe de quinze participants dans le cadre de son *Graduate Programme* et, au 31 décembre 2017, elle comptait 376 stagiaires (18 % de plus qu'en 2016). La BCE a également accordé deux bourses au titre du programme de bourse de recherche Wim Duisenberg (*Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*), qui est ouvert à des économistes éminents. Elle a, de plus, attribué cinq bourses à de jeunes chercheurs dans le cadre de son programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship Research Programme*).

Même si la taille de l'organisation a légèrement augmenté, 113 membres du personnel employés dans le cadre de contrats à durée déterminée ou indéterminée ont démissionné ou pris leur retraite en 2017 (contre 56 en 2016) et 344 contrats de courte durée sont arrivés à leur terme en cours d'année.

---

<sup>131</sup> Outre les contrats basés sur les postes équivalents-temps plein, ce chiffre inclut les contrats de courte durée accordés au personnel détaché de BCN et organisations internationales ainsi que les contrats attribués aux participants du *Graduate Programme*.

# Comptes annuels

2017

<b>Rapport de gestion</b>	<b>A 2</b>
<b>États financiers de la BCE</b>	<b>A 24</b>
Bilan au 31 décembre 2017	A 24
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2017	A 26
Les règles et méthodes comptables	A 27
Annexe au bilan	A 36
Instruments de hors bilan	A 54
Annexe au compte de résultat	A 57
<b>Rapport des commissaires aux comptes</b>	<b>A 65</b>
<b>Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes</b>	<b>A 69</b>

# Rapport de gestion

## 1 Objet du rapport de gestion de la BCE

Le rapport de gestion fait partie intégrante des comptes annuels de la BCE et fournit au lecteur des informations contextuelles relatives aux états financiers<sup>1</sup>. Étant donné que la BCE conduit ses activités et ses opérations à l'appui de ses objectifs, il convient d'examiner sa situation financière et son résultat financier à l'aune des mesures prises.

À cette fin, le rapport de gestion présente les principales activités et opérations de la BCE ainsi que leur incidence sur ses états financiers. Il analyse en outre les principaux développements du bilan et du compte de résultat au cours de l'exercice et inclut des informations sur les ressources financières de la BCE. Il décrit enfin, d'une part, l'environnement de risque dans lequel la BCE opère, à travers des informations sur les risques financiers et opérationnels auxquels la BCE fait face, et, d'autre part, les politiques de gestion des risques qu'elle a mises en place pour les atténuer.

## 2 Activités

La BCE fait partie de l'Eurosystème, dont l'objectif principal est le maintien de la stabilité des prix. Les principales missions de la BCE, décrites dans les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC)<sup>2</sup>, comprennent la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro, 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.

La BCE est aussi 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.

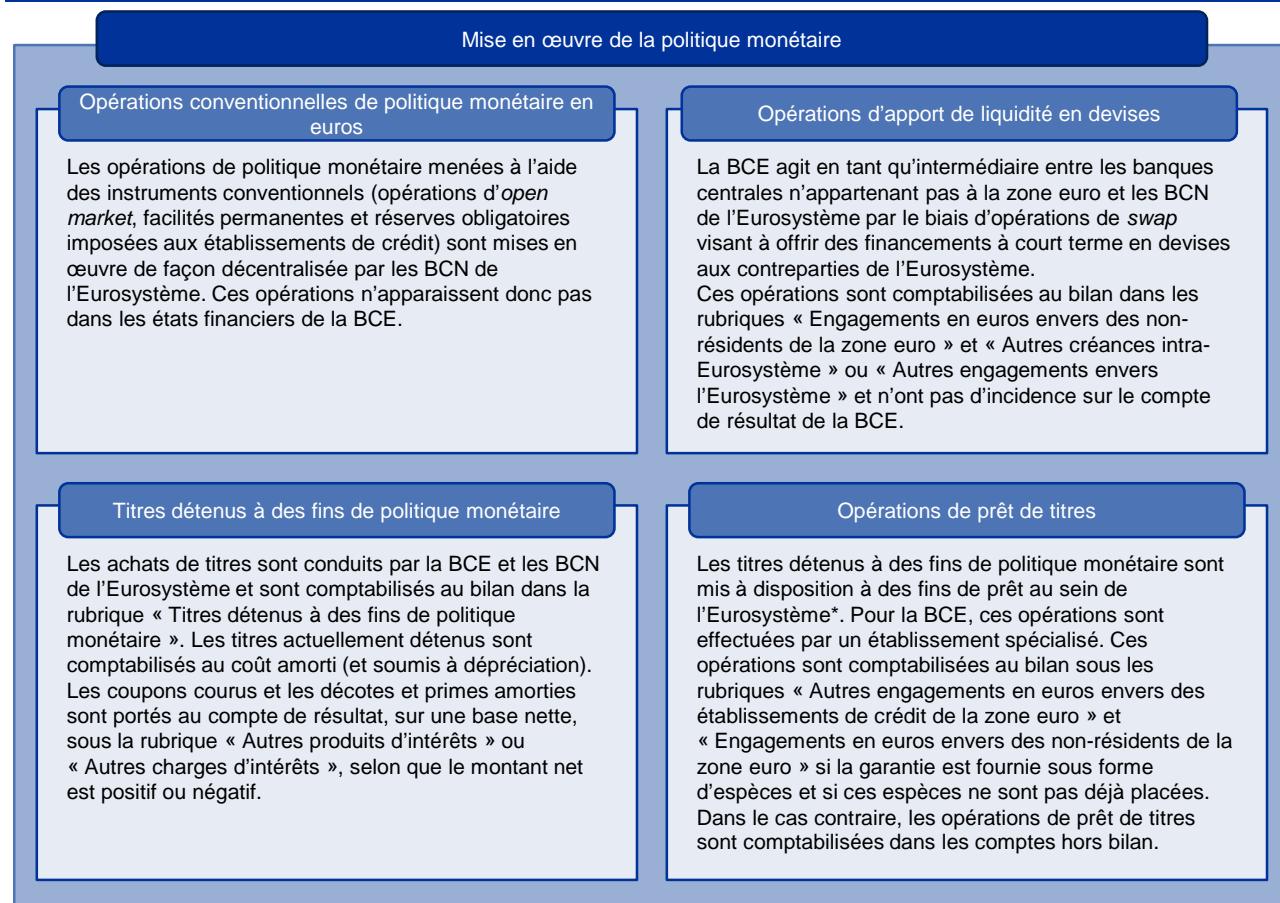
Les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont comptabilisées dans les états financiers de la BCE et des banques centrales nationales (BNC) de la zone euro, conformément au principe de mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire de l'Eurosystème. La figure ci-dessous fournit une 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.

<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.

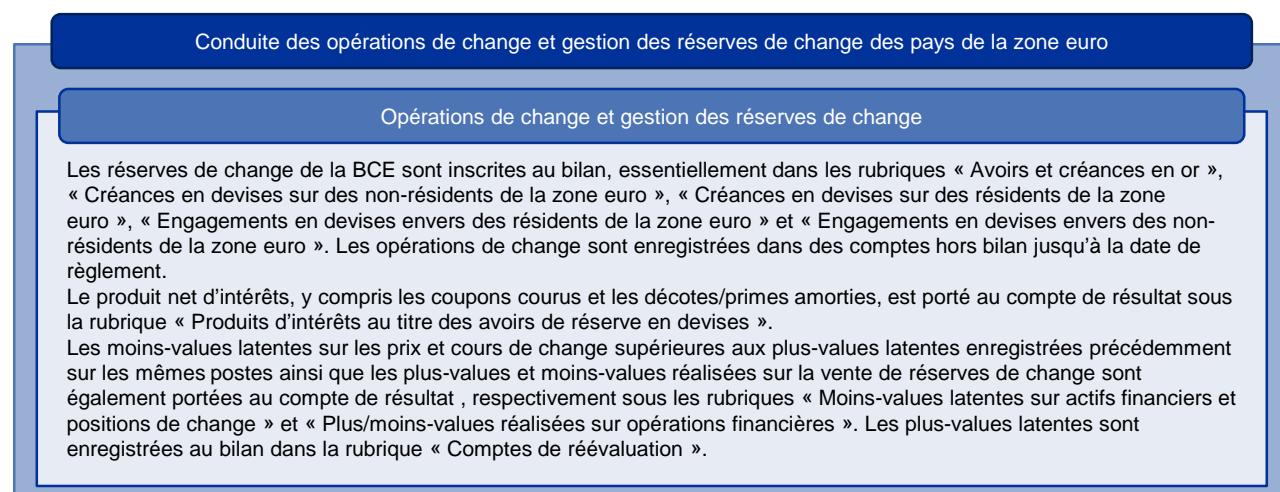
<sup>2</sup> Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

## Figure 1

### Les principales activités de la BCE et leur incidence sur les états financiers



\* Des informations supplémentaires sur les prêts de titres sont disponibles sur le site Internet de la BCE.



## Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement

### 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 ensemble 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 ».

\* Des informations supplémentaires sur TARGET2 sont disponibles [sur le site Internet de la BCE](#).

## Contribuer à la sécurité et à la solidité du système bancaire ainsi qu'à la stabilité du système financier

### Supervision bancaire – le mécanisme de surveillance unique

Les dépenses annuelles de la BCE relatives à ses missions de surveillance prudentielle sont recouvrées 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 ». Par ailleurs, la BCE est habilitée à imposer des sanctions administratives aux entités soumises à la surveillance prudentielle en cas de manquement aux obligations au titre des règlements de l'UE en matière de surveillance bancaire (y compris les décisions de surveillance prudentielle de la BCE). Les revenus correspondants sont comptabilisés dans le compte de résultat sous la rubrique « Produits nets de commissions ».

## Autres

### Billets en circulation

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 ».

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 ».

### Portefeuille de fonds propres

Le portefeuille de fonds propres de la BCE est présenté au bilan, principalement sous la rubrique « Autres actifs financiers ». Le produit net d'intérêts, y compris les coupons courus et les décotes et primes amorties, est porté au compte de résultat sous la rubrique « Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change ». Les moins-values latentes sur les prix supérieurs 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, respectivement sous les rubriques « Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change » et « Plus/moins-values réalisées sur opérations financières ». Les plus-values latentes sont enregistrées au bilan dans la rubrique « Comptes de réévaluation ».

### 3 Évolutions financières

#### 3.1 Bilan

Le graphique 1 présente les principales composantes du bilan de la BCE au cours de la période 2013-2017. Le bilan de la BCE a commencé à s'accroître au quatrième trimestre 2014, sous l'effet des achats de titres dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et du programme d'achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme*, ABSPP). Cette expansion s'est poursuivie au cours des années suivantes, principalement en raison des achats de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme*, PSPP).



##### 65,2 milliards d'euros

Augmentation du total des actifs en 2017

En 2017, le **total des actifs de la BCE** a augmenté de 65,2 milliards d'euros, à 414,2 milliards d'euros, du fait essentiellement de sa part dans les achats de titres effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP)<sup>3</sup>. Ces achats se sont traduits par une hausse de la rubrique « Titres détenus à des fins de politique monétaire », alors que leur règlement en espèces à travers les comptes TARGET2 a entraîné une augmentation correspondante des « Engagements intra-Eurosystème ».

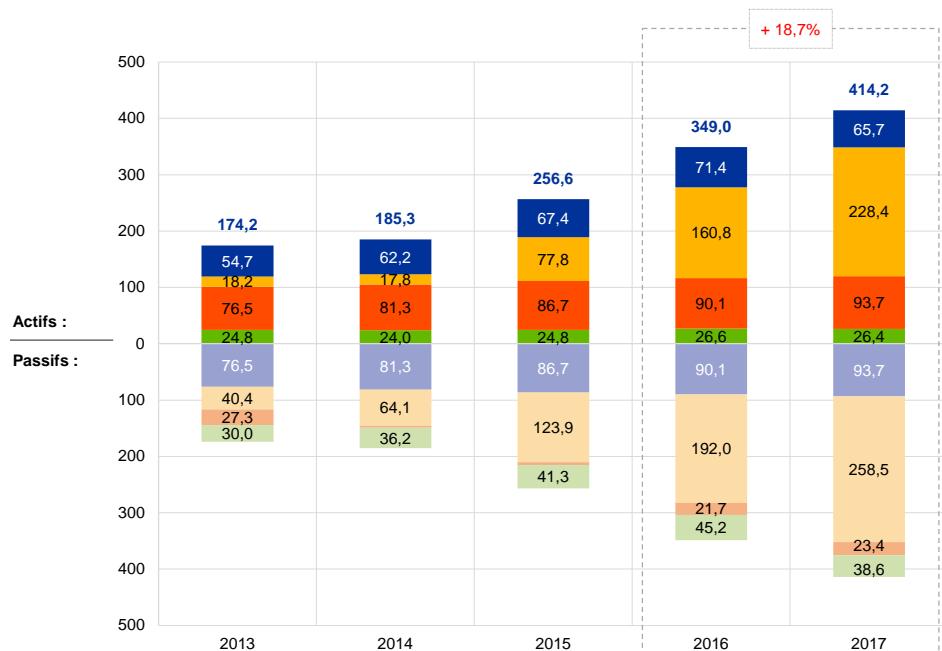
<sup>3</sup> L'APP comprend le CBPP3, l'ABSPP, le PSPP et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP). Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles (en anglais) [sur le site Internet de la BCE](#).

## Graphique 1

### Le bilan de la BCE

(en milliards d'euros)

- réserves de change
- titres détenus à des fins de politique monétaire
- créances intra-Eurosystème
- autres actifs
- billets en circulation
- engagements intra-Eurosystème
- autres engagements
- provision générale pour risques, comptes de réévaluation, fonds propres, réserves et bénéfice de l'exercice



Source : BCE.



**55 %**  
du total des actifs sont  
des titres détenus à des  
fins de politique  
monétaire



**67,6 milliards  
d'euros**

Augmentation des titres  
détenus à des fins de  
politique monétaire

#### Les titres libellés en euros détenus à des fins de politique monétaire

représentaient 55 % du total des actifs de la BCE à la fin de 2017. Cette rubrique du bilan de la BCE comprend les titres acquis dans le contexte du Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*, SMP), des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées (CBPP1, CBPP2 et CBPP3), de l'ABSPP et du PSPP<sup>4</sup>. En 2017, les achats de titres réalisés dans le cadre du CBPP3, de l'ABSPP et du PSPP<sup>5</sup> se sont poursuivis, conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux achats mensuels globaux de l'Eurosystème et à des critères d'éligibilité prédéterminés.

Par conséquent, le portefeuille de titres détenus par la BCE à des fins de politique monétaire s'est accru, en 2017, de 67,6 milliards d'euros, à 228,4 milliards d'euros (cf. graphique 2), cette hausse découlant principalement des achats effectués dans le cadre du PSPP. La baisse des avoirs au titre du CBPP1, du CBPP2 et du SMP s'explique par des remboursements à hauteur de 1,5 milliard d'euros.

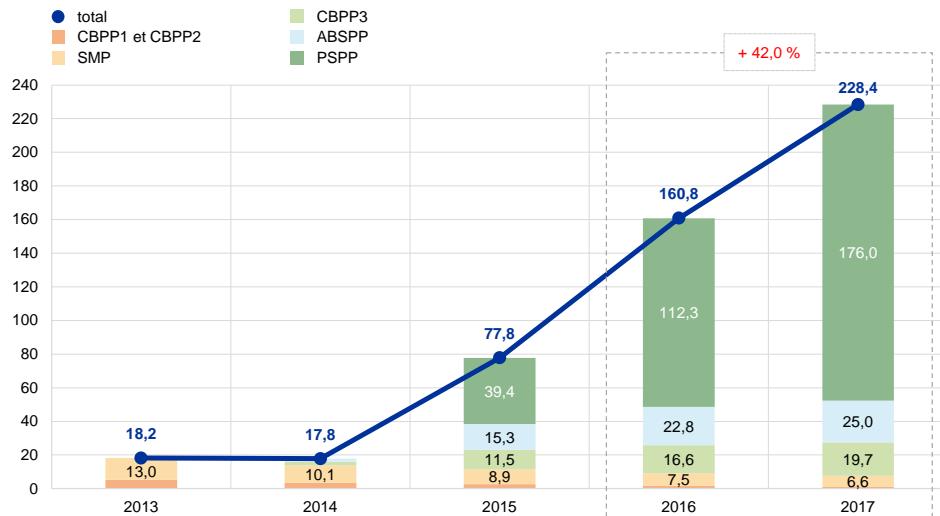
<sup>4</sup> La BCE ne procède pas à l'acquisition de titres en vertu du CSPP.

<sup>5</sup> Aucun nouvel achat n'a été réalisé au titre des deux premiers programmes d'achats d'obligations sécurisées ou du SMP en 2017, car le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre fin à ces programmes.

## Graphique 2

### Titres détenus à des fins de politique monétaire

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

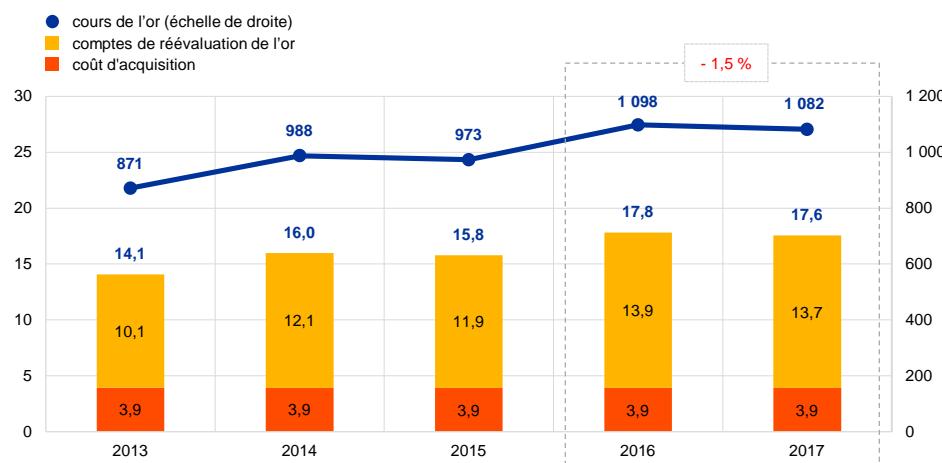
En 2017, la contre-valeur en euros totale des **avoirs de réserve de change de la BCE**, qui se composent d'or, de droits de tirage spéciaux, de dollars des États-Unis, de yens japonais et, depuis 2017, de renminbis chinois, a diminué de 5,7 milliards d'euros, à 65,7 milliards d'euros.

La contre-valeur en euros des avoirs et des créances en or de la BCE s'est réduite de 0,3 milliard d'euros, à 17,6 milliards d'euros, en 2017 (cf. graphique 3), à la suite d'une baisse du prix de marché, exprimé en euros, de l'or, alors que le volume de ces avoirs (exprimé en onces d'or fin) est resté inchangé. Cette diminution a aussi entraîné une contraction, du même montant, des comptes de réévaluation de la BCE (cf. section 3.2).

## Graphique 3

### Avoirs en or et prix de l'or

(Échelle de gauche : milliards d'euros ; échelle de droite : euros par once d'or fin)



Source : BCE.



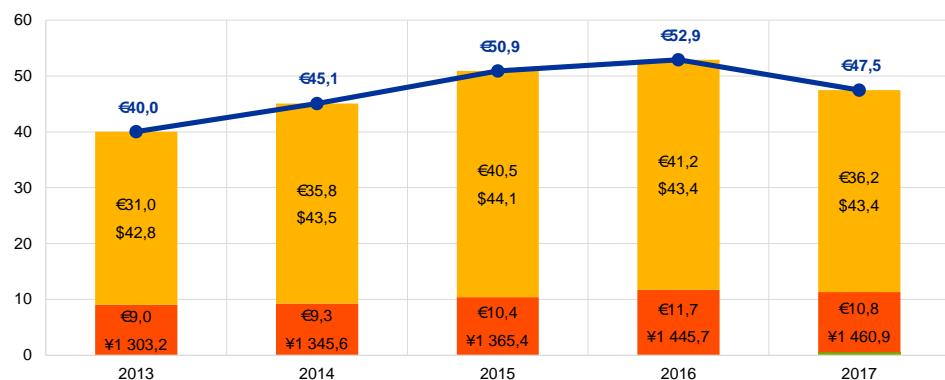
La valeur des réserves de change nettes de la BCE a diminué en raison de l'appréciation de l'euro

Exprimés en euros, les avoirs nets en devises de la BCE libellés en dollars, en yens et en renminbis ont diminué de 5,4 milliards d'euros, à 47,5 milliards d'euros (cf. graphique 4), principalement sous l'effet de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et du yen. Cette baisse se reflète également dans la contraction des soldes des comptes de réévaluation de la BCE (cf. la section 3.2).

#### Graphique 4 Avoirs en devises

(en milliards d'euros)

- total
- USD
- JPY
- CNY



Source : BCE.



La BCE a ajouté une composante en renminbis à ses réserves de change

**En 2017, la BCE a investi l'équivalent de 0,5 milliard d'euros en renminbis**, ce qui en fait la troisième monnaie composant ses réserves de change<sup>6</sup>. La BCE a financé ce placement en vendant une faible part de ses avoirs en dollars et en réinvestissant le montant total obtenu en renminbis. Avec environ 76 % des avoirs de change totaux de la BCE, le dollar des États-Unis en reste la principale composante.

La BCE gère le placement de ses réserves de change selon un processus en trois temps. Les gestionnaires des risques de la BCE déterminent tout d'abord un portefeuille stratégique de référence, qui est approuvé par le Conseil des gouverneurs. Les gestionnaires de portefeuille de la BCE définissent ensuite le portefeuille tactique de référence, qui est approuvé par le directoire. Enfin, les opérations de placement quotidiennes sont menées de façon décentralisée par les BCN.

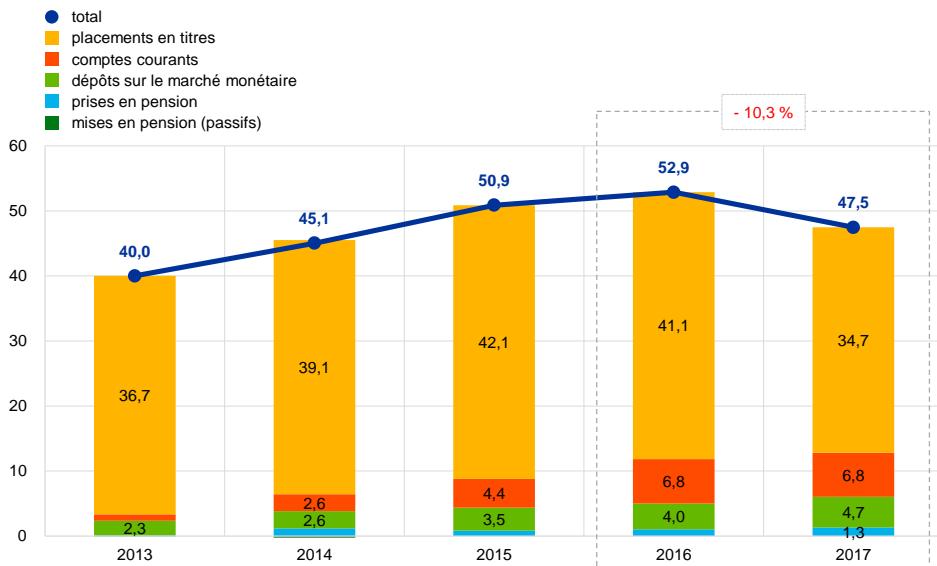
Les réserves de change de la BCE sont principalement placées en titres et en dépôts sur le marché monétaire ou sont détenues sur des comptes courants (cf. graphique 5). Les titres compris dans ce portefeuille sont valorisés aux prix du marché en fin d'exercice.

<sup>6</sup> Se reporter au communiqué de presse de la BCE (disponible en français sur le site Internet de la Banque de France) [du 13 juin 2017](#).

## Graphique 5

### Composition des placements en devises

(en milliards d'euros)



Source : BCE.



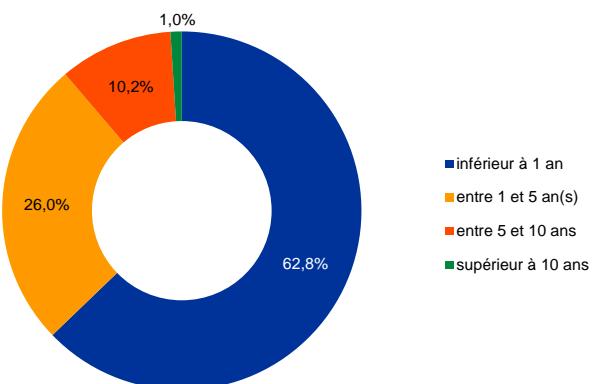
**62,8 %**

Titres libellés en devises  
dont l'échéance est  
inférieure à un an

Les réserves de change de la BCE permettent de financer d'éventuelles interventions sur le marché des changes. Elles sont par conséquent gérées selon trois objectifs, qui sont, par ordre de priorité : liquidité, sécurité et rendement. C'est la raison pour laquelle ce portefeuille comprend essentiellement des titres assortis d'échéances courtes (cf. graphique 6).

## Graphique 6

### Profil des échéances des titres libellés en devises



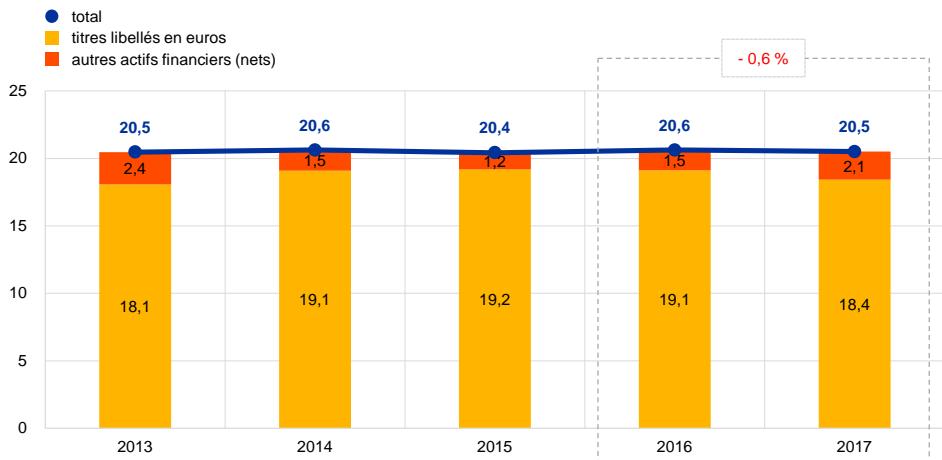
Source : BCE.

En 2017, le **portefeuille de fonds propres** est demeuré quasiment inchangé, à 20,5 milliards d'euros (cf. graphique 7). Ce portefeuille se compose principalement de titres libellés en euros valorisés aux prix du marché en fin d'exercice.

### Graphique 7

#### Le portefeuille de fonds propres de la BCE

(en milliards d'euros)

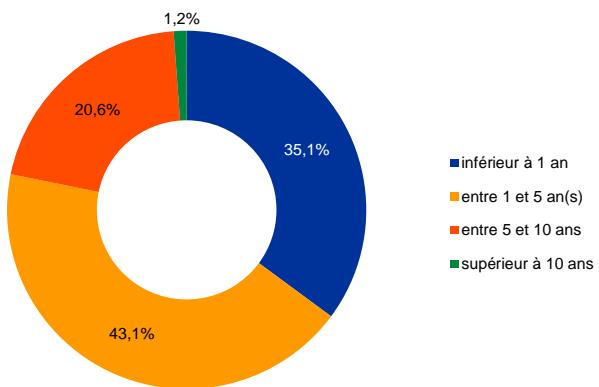


Source : BCE.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE est la contrepartie directe de son capital libéré, de la provision constituée au titre des risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et variation du cours de l'or et de son fonds de réserve générale. Ce portefeuille vise à fournir une source de revenus contribuant à couvrir les charges d'exploitation de la BCE non liées à l'exécution des missions de surveillance prudentielle<sup>7</sup>. Dans ce contexte, la gestion du portefeuille de fonds propres cherche à maximiser les rendements, moyennant certaines limites en matière de risque. Il en résulte une structure d'échéances plus diversifiée (cf. graphique 8) que celle du portefeuille des réserves de change.

### Graphique 8

#### Profil des échéances des titres de fonds propres de la BCE



Source : BCE.

<sup>7</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.

## 3.2

### Ressources financières



#### 38,7 milliards d'euros

Ressources financières de la BCE

Les ressources financières de la BCE sont composées de son capital, de la provision générale pour risques, des comptes de réévaluation et du revenu net de l'exercice. Ces ressources financières sont a) placées dans des actifs générant des revenus, et/ou b) utilisées pour compenser directement des pertes résultant des risques financiers. Au 31 décembre 2017, les **ressources financières de la BCE** s'élevaient au total à 38,7 milliards d'euros (cf. graphique 9). Ce montant est, sous l'effet d'une contraction des comptes de réévaluation due à l'appréciation de l'euro, inférieur de 6,7 milliards d'euros à celui enregistré en 2016.

**Graphique 9**

Les ressources financières de la BCE

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

\* Y compris les plus-values de réévaluation totales sur les avoirs en or, en devises et en titres, mais à l'exclusion du compte de réévaluation relatif aux avantages postérieurs à l'emploi.



+ 14 %

Appréciation de l'euro par rapport au dollar en 2017

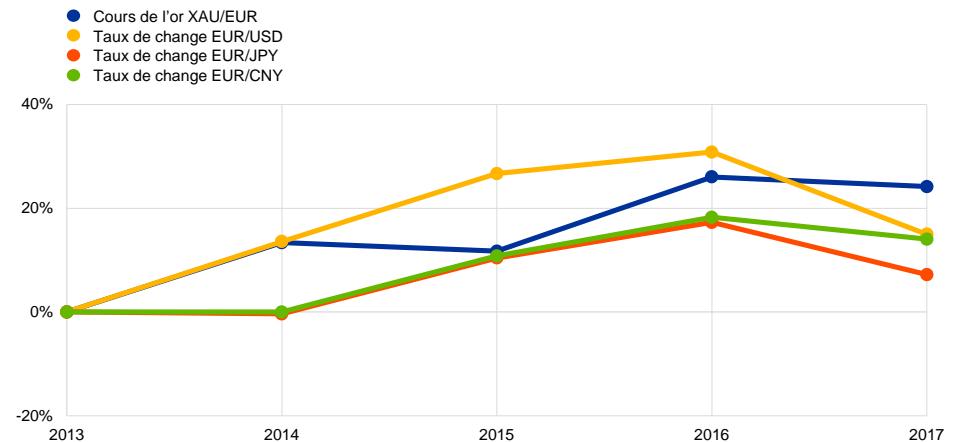
Les plus-values latentes sur l'or, les devises et les titres soumis à une réévaluation de leur prix ne sont pas comptabilisées comme des produits dans le compte de résultat, mais enregistrées directement dans des **comptes de réévaluation** figurant au passif du bilan de la BCE. Les soldes de ces comptes peuvent être utilisés pour absorber les retombées de toute évolution future défavorable des différents prix et/ou taux de change et renforcent donc la capacité de résistance de la BCE face aux risques sous-jacents. En 2017, les comptes de réévaluation pour l'or, les devises et les titres<sup>8</sup> se sont contractés de 6,8 milliards d'euros, à 22,0 milliards d'euros, essentiellement sous l'effet de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen (cf. graphique 10).

<sup>8</sup> Le poste du bilan « Comptes de réévaluation » comprend également des réajustements concernant les avantages postérieurs à l'emploi.

## Graphique 10

### Les principaux taux de change et le prix de l'or au cours de la période 2013-2017

(variations en pourcentage par rapport à 2013)



Source : BCE.

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 2017, le **produit net de la BCE** s'est élevé à 1,3 milliard d'euros, en hausse de 0,1 milliard d'euros par rapport à 2016.



La provision générale pour risques atteint le niveau maximum autorisé

Eu égard à son exposition aux risques financiers (cf. section 4.1), 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 est revu chaque année, en tenant compte 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. Le cumul de la provision et de tout montant détenu dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital libéré par les BCN de la zone euro. Cette provision correspond au niveau maximum autorisé, de 7,6 milliards d'euros, depuis 2015.

Le **capital de la BCE** libéré par les BCN de la zone euro et hors zone euro est resté inchangé, au 31 décembre 2017 par rapport à son niveau de fin 2016, à 7,7 milliards d'euros.

### 3.3

### Compte de résultat

Le graphique 11 présente les principales composantes du compte de résultat de la BCE au cours de la période 2013-2017. Le bénéfice de la BCE s'est situé entre 1,0 milliard et 1,4 milliard d'euros pendant cette période. Au cours des trois dernières années, ce bénéfice a augmenté progressivement, en raison largement de la hausse des produits d'intérêts tirés des avoirs de réserve de change et des titres détenus à des fins de politique monétaire. Ces augmentations ont plus que compensé la baisse



## 1 275 millions d'euros

Bénéfice de la BCE en 2017

du produit d'intérêts sur les billets en circulation<sup>9</sup> et sur le portefeuille de fonds propres.

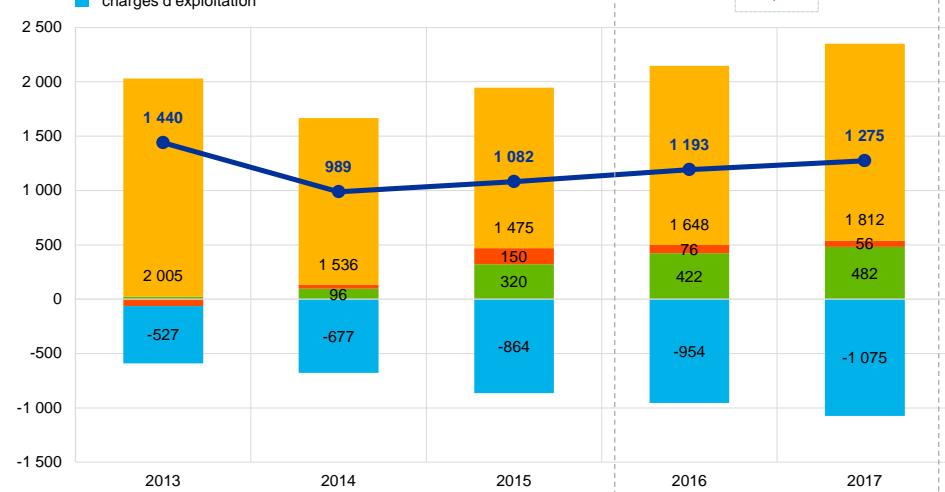
En 2017, le **bénéfice de la BCE** s'est établi à 1 275 millions d'euros, contre 1 193 millions en 2016. La hausse de 82 millions d'euros par rapport à 2016 découle principalement de l'augmentation des produits nets d'intérêts.

### Graphique 11

#### Le compte de résultat de la BCE

(en millions d'euros)

- bénéfice/(perte) de l'exercice
- produit net d'intérêts
- résultat net des opérations financières, des moins-values latentes et des provisions pour risques
- autres produits et charges
- charges d'exploitation



Source : BCE.

Note : Les « Autres produits et charges » regroupent les « Produits/charges nets de commissions », les « Produits des actions et des titres de participation », les « Autres revenus » et les « Autres charges ».



Augmentation des revenus issus des réserves de change et de la politique monétaire

Les **produits nets d'intérêts** de la BCE ont augmenté de 163 millions d'euros, pour atteindre 1 812 millions d'euros (cf. graphique 12), du fait essentiellement de la hausse des revenus d'intérêts tirés des avoirs de réserve de change et des titres détenus à des fins de politique monétaire.

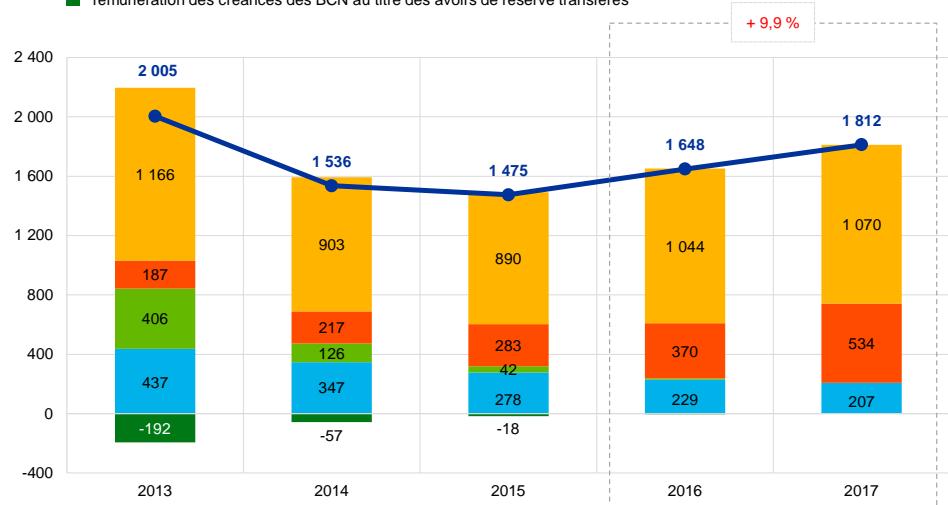
<sup>9</sup> Le revenu de la BCE issu des billets en euros en circulation comprend les produits d'intérêts qu'elle tire de la rémunération de ses créances intra-Eurossystème vis-à-vis des BCN correspondant à sa part de 8 % du total des billets en euros en circulation.

## Graphique 12

### Produits nets d'intérêts

(en millions d'euros)

- produit net d'intérêts
- produit d'intérêts issu des titres détenus à des fins de politique monétaire
- produit d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change
- produit d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros
- autre produit net d'intérêts
- rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés



Source : BCE.



Augmentation du produit d'intérêts tiré des avoirs de réserve de change, largement due à la hausse des rendements en dollars

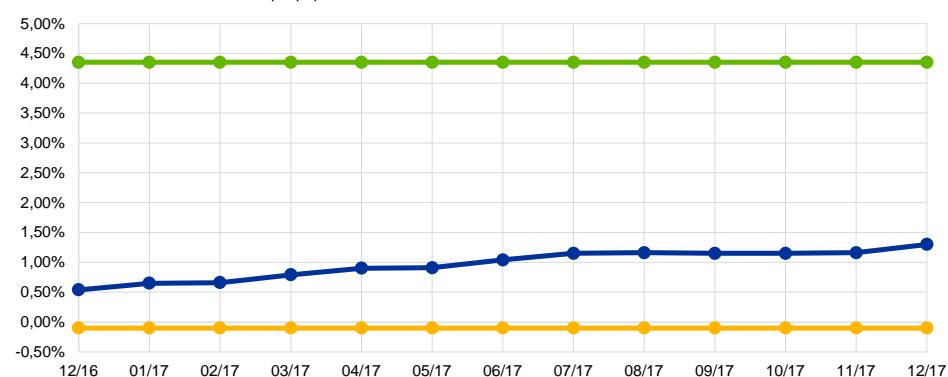
Les **produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change** se sont accrus de 164 millions d'euros, à 534 millions d'euros, à la suite surtout de l'augmentation des revenus d'intérêts provenant des titres libellés en dollars, due à la progression des rendements des titres libellés en dollars et assortis d'échéances courtes (cf. graphique 13).

## Graphique 13

### Principaux taux d'intérêt directeurs de référence

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)

- taux effectifs des fonds fédéraux
- taux directeur de la Banque du Japon
- taux de base de la Banque populaire de Chine



Sources : Conseil de la Réserve fédérale, Banque du Japon et Banque populaire de Chine.

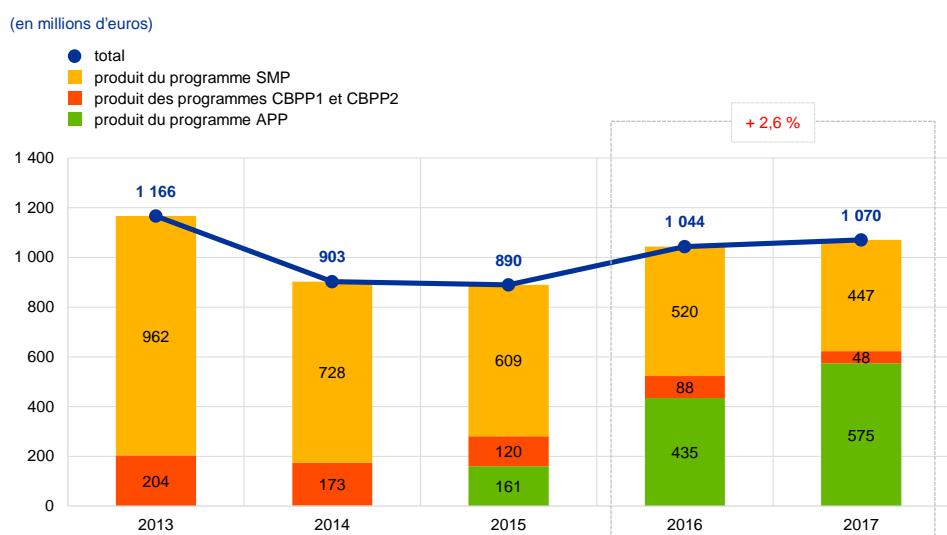


L'augmentation des produits de l'APP a été partiellement compensée par la diminution des produits des programmes qui ont été arrêtés

Les **produits nets d'intérêts tirés des titres détenus à des fins de politique monétaire** se sont élevés à 1 070 millions d'euros en 2017, ce qui représente une hausse de 27 millions d'euros par rapport à 2016 (cf. graphique 14). Le produit net d'intérêts découlant des titres acquis dans le cadre de l'APP a progressé de 140 millions d'euros, à 575 millions d'euros. Cette hausse a résulté de l'accroissement des avoirs (cf. graphique 2), alors que les rendements des obligations souveraines de la zone euro sont restés faibles en moyenne au cours de l'exercice (cf. graphique 15). Elle a toutefois été largement compensée par une baisse, de 113 millions d'euros, à 496 millions d'euros, du produit net d'intérêts issu des portefeuilles relatifs au SMP, au CBPP1 et au CBPP2, résultant de la contraction de ces portefeuilles due à l'arrivée à échéance de certains titres. En 2017, les titres détenus à des fins de politique monétaire ont produit quelque 60 % des revenus nets d'intérêts de la BCE.

#### Graphique 14

#### Produits nets d'intérêts tirés des titres détenus à des fins de politique monétaire

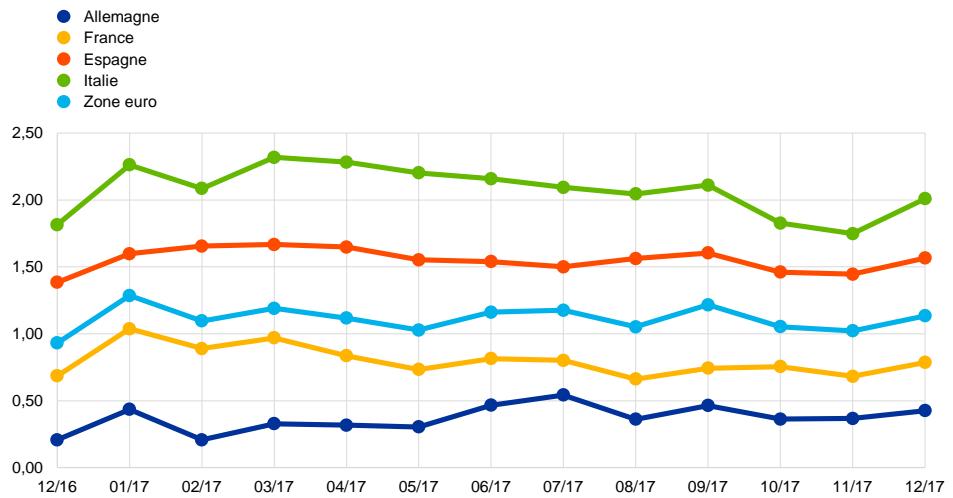


Source : BCE.

## Graphique 15

### Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



Source : BCE.



**0,0 %**

Taux d'intérêt des opérations principales de refinancement en 2017

En raison du taux d'intérêt de 0 % appliqué par l'Eurosystème dans ses opérations principales de refinancement, tant le **revenu d'intérêts lié à la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation** que les **charges d'intérêts dues aux BCN au titre des réserves de change transférées** ont été nuls.

Les **autres produits nets d'intérêts** ont diminué, essentiellement en raison de la baisse des intérêts perçus sur le portefeuille de fonds propres due à l'environnement de faibles rendements dans la zone euro.



Le résultat net des opérations financières et les moins-values latentes s'expliquent essentiellement par les variations des rendements en dollars

Le **résultat net des opérations financières et des moins-values latentes** sur actifs financiers a été de 56 millions d'euros, en recul de 20 millions d'euros par rapport à 2016 (cf. graphique 16), du fait principalement de la contraction des plus-values nettes réalisées.

Cette dernière baisse a tenu pour la plus grande partie au recul des plus-values réalisées sur les titres libellés en dollars, dont la valeur de marché a été influencée négativement par la hausse tendancielle des rendements en dollars depuis 2015.

L'incidence négative sur le prix de marché du portefeuille libellé en dollars a été plus faible en 2017 qu'en 2016, ce qui explique le recul des moins-values latentes en 2017 par rapport à l'exercice précédent.

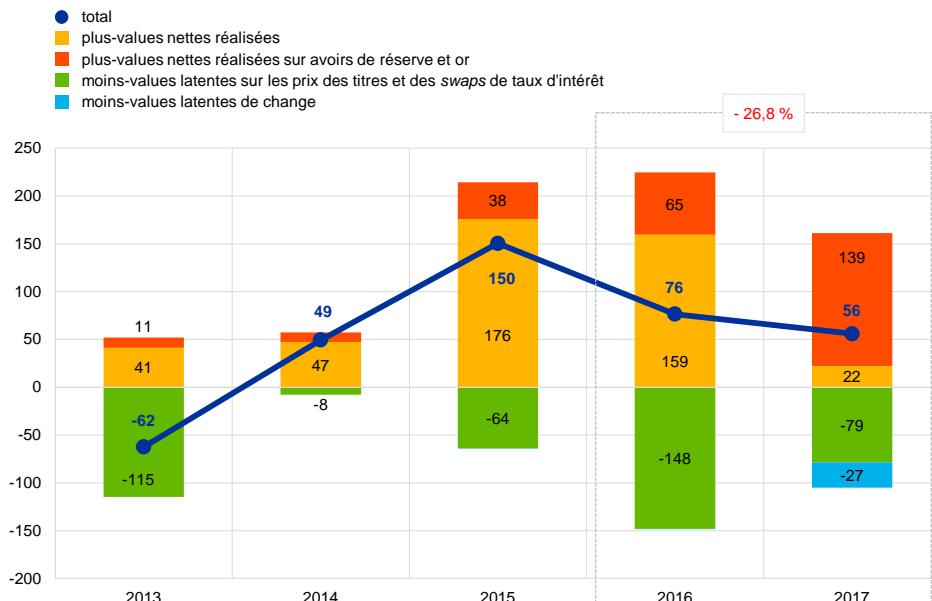
La progression des plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or s'explique par les plus-values réalisées sur les devises découlant principalement de la vente d'avoirs en dollars effectuée pour financer la création du portefeuille en renminbis.

Les moins-values latentes de change proviennent des avoirs en renminbis, dont le taux de change s'est déprécié vis-à-vis de l'euro dans la période qui a suivi le placement dans cette monnaie.

## Graphique 16

### Plus-values et moins-values réalisées

(en millions d'euros)



Source : BCE.



### 437 millions d'euros

Redevances prélevées par la BCE pour l'accomplissement de ses missions de surveillance prudentielle

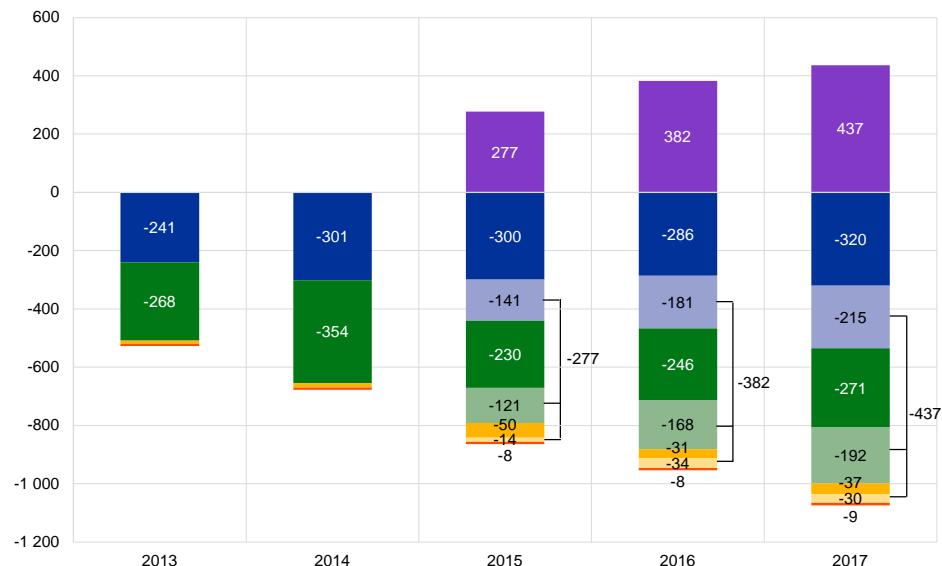
Les **charges d'exploitation totales** de la BCE, y compris les dépréciations et les services de production des billets, ont augmenté de 121 millions d'euros, à 1 075 millions d'euros (cf. graphique 17). Cette hausse résulte essentiellement des coûts plus élevés liés à la supervision bancaire et de l'introduction d'un nouveau programme d'accompagnement de la transition professionnelle, qui vient en aide aux membres du personnel débutant une nouvelle carrière en dehors de la BCE. Le graphique ci-dessous montre que la mise en place du MSU en 2014 a contribué à une forte hausse des charges d'exploitation et de personnel. Toutefois, les coûts liés à la supervision bancaire sont couverts pleinement par les redevances prélevées auprès des entités soumises à la surveillance prudentielle<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Les redevances prudentielles sont incluses dans la rubrique « Autres produits et charges » (cf. graphique 11).

**Graphique 17**  
Charges d'exploitation et redevances prudentielles

(en millions d'euros)

- frais de personnel (activité de banque centrale)
- frais de personnel (supervision bancaire)
- charges d'exploitation (activité de banque centrale)
- charges d'exploitation (supervision bancaire)
- amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles (activité de banque centrale)
- amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles (supervision bancaire)
- service de production des billets
- redevances de surveillance prudentielle

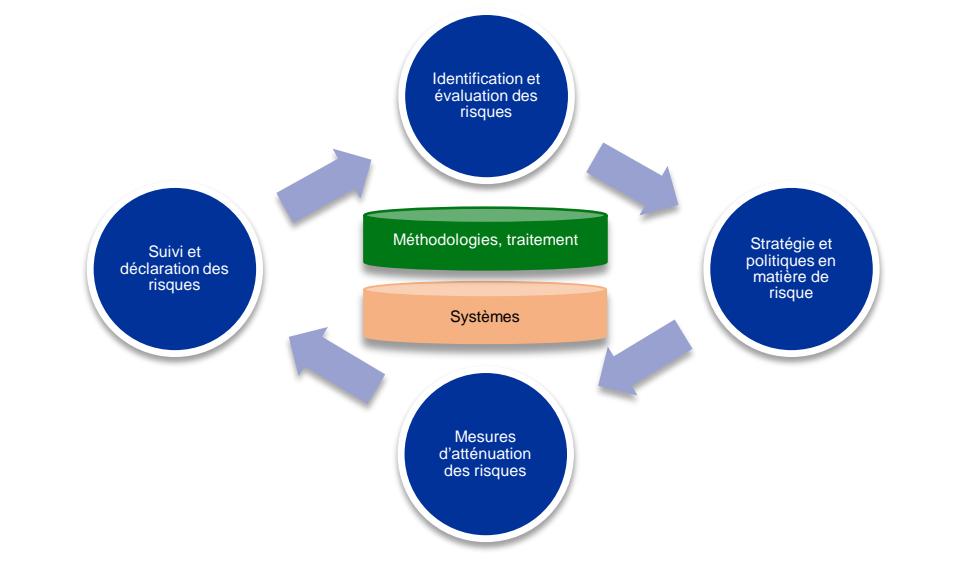


Source : BCE.

## 4 Gestion des risques

La gestion des risques est un élément essentiel des activités de la BCE, conduite à travers un processus continu a) d'identification et d'évaluation des risques, b) de révision de la stratégie de gestion et des politiques en matière de risque, c) de mise en œuvre de mesures d'atténuation des risques et d) de suivi et de déclaration des risques, un processus soutenu par des méthodologies, des procédures et des systèmes efficaces.

**Figure 2**  
Cycle de la gestion des risques



La BCE est exposée à des risques à la fois financiers et opérationnels. Les sections suivantes présentent ces risques, leurs sources et les cadres de contrôle applicables.

#### 4.1

#### Risques financiers



Le directoire propose des politiques et des procédures assurant un niveau adéquat de protection contre les risques

**Le directoire propose des politiques et des procédures assurant un niveau adéquat de protection contre les risques financiers auxquels la BCE fait face.**

Le comité de gestion des risques (*Risk Management Committee*, RMC), qui réunit des experts des banques centrales de l'Eurosystème, contribue, notamment, au suivi, à la mesure et à la déclaration des risques financiers au bilan de l'Eurosystème ainsi qu'à la définition et à l'examen des méthodologies et des cadres associés. Le RMC aide ainsi les organes de décision à garantir un niveau de protection approprié de l'Eurosystème.



Les risques financiers résultent des activités essentielles et des expositions de la BCE

**Les risques financiers résultent des activités fondamentales de la BCE et des expositions correspondantes.** Les cadres de contrôle et les limites en matière de risque employés par la BCE pour gérer son profil de risque varient en fonction du type d'opération, traduisant les objectifs de politique monétaire ou de placement des différents portefeuilles et les caractéristiques de risque des actifs sous-jacents.



La BCE s'appuie sur plusieurs techniques d'estimation des risques mises au point en interne

**Pour suivre et évaluer les risques, la BCE s'appuie sur plusieurs techniques d'estimation des risques mises au point en interne** Ces techniques sont 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 dans le secteur et utilisent les données



## 10,6 milliards d'euros

Risque total en 2017  
(Approche comptable : ES 99 %)

de marché disponibles. Les risques sont généralement quantifiés à travers le déficit attendu (*Expected Shortfall*, ES)<sup>11</sup>, estimé pour un niveau de confiance de 99 %, sur un horizon d'un an. Deux approches de calcul des risques sont utilisées :

a) l'approche comptable, dans laquelle les comptes de réévaluation de la BCE sont considérés comme un « tampon » dans le calcul des estimations de risque, conformément à l'ensemble des règles comptables en vigueur et b) l'approche financière, dans laquelle les comptes de réévaluation ne sont pas considérés comme un « tampon » dans le calcul des risques. Pour préserver une vue d'ensemble complète des risques, la BCE calcule aussi régulièrement d'autres mesures de risque pour différents niveaux de confiance, effectue des analyses de sensibilité et de scénarios de crise et évalue des projections à long terme des expositions et des revenus<sup>12</sup>.

**Les risques totaux de la BCE se sont accrus au cours de l'exercice sous revue.** Au 31 décembre 2017, les risques financiers totaux pour l'ensemble des portefeuilles de la BCE, mesurés comme l'ES pour un niveau de confiance de 99% sur un horizon d'un an selon l'approche comptable, s'élevaient à 10,6 milliards d'euros, en hausse de 1,4 milliard d'euros par rapport aux estimations arrêtées au 31 décembre 2016. Cette augmentation résulte essentiellement de la poursuite des achats de titres effectués dans le cadre de l'APP.

### Encadré 1

#### Modification de la mesure des risques communiquée dans les comptes annuels

Depuis 2007, la BCE indique dans ses comptes annuels les risques financiers relatifs à l'ensemble de ses portefeuilles mesurés selon un risque financier potentiel de perte maximale (*Value at Risk*, VaR) correspondant à un seuil de confiance de 95 % sur un horizon d'un an. Au 31 décembre 2016, comme signalé dans les comptes annuels 2016, ces risques s'élevaient à 10,6 milliards d'euros.

La BCE a amélioré son cadre de modélisation des risques ces dernières années. Elle a notamment apporté les modifications suivantes :

- la BCE utilise désormais le déficit attendu (ES) pour un niveau de confiance de 99 % comme principale mesure pour le calcul des risques, d'autres mesures et niveaux de confiance étant mis en œuvre pour apporter des informations complémentaires ;
- elle a conçu une « approche comptable » en plus de l'« approche financière » en place. Au titre de l'approche financière, les comptes de réévaluation ne sont pas considérés comme un tampon dans le calcul des risques alors que, selon l'approche comptable, les risques sont quantifiés en prenant les comptes de réévaluation en considération, conformément aux règles comptables applicables. Les deux approches reflètent donc deux regards différents posés sur les risques : l'approche financière envisage leur incidence sur les fonds propres nets de la BCE et l'approche comptable leur incidence sur son compte de résultat.

<sup>11</sup> L'ES est défini comme la perte moyenne pondérée par les probabilités dans les scénarios se produisant selon une fréquence inférieure au niveau de confiance donné.

<sup>12</sup> Des informations supplémentaires (en anglais) sur l'approche de modélisation des risques sont disponibles dans la publication intitulée « *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations* », BCE, juillet 2015.

L'approche comptable est jugée plus appropriée dans le cadre des comptes annuels, car elle donne une vision plus claire des conséquences comptables des risques. C'est la raison pour laquelle, soucieuse également que les données publiées soient conformes à l'approche interne de modélisation et de déclaration des risques, les comptes annuels de la BCE indiqueront désormais un ES pour un niveau de confiance de 99 % selon l'approche comptable, plutôt que la VaR pour un seuil de confiance de 95 % correspondant à l'approche financière.

En fonction de l'ampleur des comptes de réévaluation de la BCE, les approches financière et comptable de mesure des risques peuvent se traduire par des estimations du volume et de la composition des risques largement différentes. L'approche financière, notamment, qui se fonde sur les mêmes mesure de risque et niveau de confiance, produit des estimations de risques plus importantes, dans lesquelles prédominent essentiellement les risques de marché élevés associés aux avoirs en devises. Ces expositions faisant l'objet de comptes de réévaluation abondants, l'approche comptable génère des chiffres de risques plus faibles, principalement sous l'effet d'événements potentiels de risque de crédit.

Le passage de la VaR financière 95 % à l'ES comptable 99 % dans les présents comptes annuels 2017 se traduit par une hausse de l'estimation des risques en termes nominaux (cf. tableau 1), car l'augmentation de l'estimation due au choix d'un niveau de confiance supérieur (99 % au lieu de 95 %) et une mesure du risque plus prudente (ES au lieu de VaR) compensent largement la diminution de l'estimation des risques découlant de la prise en compte des comptes de réévaluation comme tampon.

**Tableau 1**

VaR financière 95 % et ES comptable 99 % au 31 décembre 2017 (en milliards d'euros)

VaR financière 95 %	ES comptable 99 %
8,6	10,6



Risque de crédit

**Le risque de crédit résulte des portefeuilles que la BCE détient à des fins de politique monétaire, de son portefeuille de fonds propres libellé en euros et de ses réserves de change.** Si les titres détenus à des fins de politique monétaire sont valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation et ne sont, par conséquent, en l'absence de cessions, pas sensibles aux variations de prix associées aux migrations du crédit, ils restent soumis au risque de défaut de crédit. Les fonds propres libellés en euros et les réserves de change sont valorisés aux prix du marché et, donc, soumis aux risques de migration du crédit et de défaut. En raison de la poursuite, en 2017, des achats dans le cadre de l'APP, le risque de crédit de la BCE s'est accru par rapport à l'exercice précédent.

Le risque de crédit est essentiellement atténué par le recours à des critères d'éligibilité, à des procédures de diligence appropriée et à différentes limites selon les portefeuilles.



Risques de change et sur produits de base

**Les risques de change et sur produits de base proviennent des avoirs en devises et en or de la BCE.** Du fait de la diminution des comptes de réévaluation relatifs à ces avoirs, imputable principalement à l'appréciation de l'euro par rapport



Risque de taux d'intérêt

au dollar, les risques de change et sur produits de base, mesurés selon l'approche comptable, se sont accrus par rapport à l'exercice précédent.

Compte tenu du rôle que jouent ces actifs dans la politique monétaire, la BCE ne couvre pas les risques de change et sur produits de base qui en découlent. Mais ces risques sont atténués par l'existence de comptes de réévaluation et la diversification dynamique des avoirs entre plusieurs devises et l'or.

#### **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 et**

**soumise à un risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché,**

puisque'ils sont valorisés aux prix du marché. Les réserves de change de la BCE sont essentiellement placées en actifs assortis d'échéances relativement courtes (cf. graphique 6 dans la section 3.1), alors que les actifs composant le portefeuille de fonds propres ont généralement des échéances plus longues (cf. graphique 8 dans la section 3.1). Ce risque, tel que mesuré selon l'approche comptable, est resté inchangé par rapport à 2016.

Le risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché auquel la BCE est confrontée est atténué par le biais de politiques d'allocation des actifs et des comptes de réévaluation.

**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 plutôt à la structure du bilan de la BCE dans son ensemble et, notamment, à l'existence d'asymétries dans les échéances et les rendements entre les actifs et les passifs. Il fait l'objet d'un suivi fondé sur une analyse prospective de la rentabilité de la BCE, qui montre que celle-ci 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.

Ce type de risques est géré à travers des politiques d'allocation des actifs et encore atténué par l'existence d'engagements non rémunérés au bilan de la BCE.

## 4.2

### Risque opérationnel

La gestion des risques opérationnels (*operational risk management*, ORM) de la BCE<sup>13</sup> couvre l'ensemble des **risques non financiers**.

<sup>13</sup> Le risque opérationnel est défini comme le risque de répercussions financières négatives, 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 gouvernement d'entreprise, de la défaillance de systèmes sur lesquels sont basés des processus ou d'événements extérieurs (comme des catastrophes naturelles ou des attaques extérieures).



La gestion du risque opérationnel fait partie intégrante des processus de gouvernance et de gestion

Le directoire de la BCE approuve la politique et le cadre ORM de la BCE et en assume la responsabilité. Le comité du risque opérationnel (*Operational Risk Committee*, ORC) apporte son soutien au directoire dans sa mission de surveillance de la gestion des risques opérationnels. **L'ORM fait partie intégrante de la structure de gouvernance et des processus de gestion de la BCE<sup>14</sup>**.

Le principal objectif du cadre ORM de la BCE est de **contribuer à ce que la BCE remplisse sa mission et atteigne ses objectifs tout en protégeant sa réputation et ses 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, des incidents et des contrôles opérationnels ainsi que des réponses à y apporter. 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 cinq par cinq fondée sur des échelles de classification de l'incidence et de la probabilité des risques reposant sur des critères à la fois quantitatifs et qualitatifs.

**La BCE opère dans un environnement de risques de plus en plus complexe**, une large palette de risques opérationnels étant associés à ses activités quotidiennes. Les principaux domaines de préoccupation pour la BCE sont notamment : les risques pour la sécurité des informations (comme les menaces liées à la sécurité informatique), les risques informatiques ainsi que les risques pesant sur la sécurité des personnes et des bâtiments. La BCE a par conséquent mis en place des processus visant à faciliter une gestion continue et efficace de ses risques opérationnels et à intégrer les informations relatives aux risques dans son processus de décision. Des plans d'urgence ont, en outre, été établis pour assurer la continuité des fonctions critiques en cas de dysfonctionnement.

<sup>14</sup> Des informations supplémentaires sur la structure de gouvernance de la BCE sont disponibles sur le site [Internet de la BCE](#).

# États financiers de la BCE

## Bilan au 31 décembre 2017

ACTIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2017 euros	2016 euros
<b>Avoirs et créances en or</b>	1	<b>17 558 411 241</b>	<b>17 820 761 460</b>
<b>Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	2		
Créances sur le FMI	2.1	670 290 069	716 225 836
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2.2	43 760 643 939 <b>44 430 934 008</b>	50 420 927 403 <b>51 137 153 239</b>
<b>Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	2.2	<b>3 711 569 259</b>	<b>2 472 936 063</b>
<b>Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	3	<b>143 315 512</b>	<b>98 603 066</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	<b>228 386 260 874</b>	<b>160 815 274 667</b>
<b>Créances intra-Eurosystème</b>	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème	5.1	<b>93 657 169 470</b>	<b>90 097 085 330</b>
<b>Autres actifs</b>	6		
Immobilisations corporelles et incorporelles	6.1	1 196 018 177	1 239 325 587
Autres actifs financiers	6.2	20 502 633 142	20 618 929 223
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	6.3	451 129 972	839 030 321
Produits à recevoir et charges constatées d'avance	6.4	2 597 290 354	2 045 522 937
Divers	6.5	1 527 699 142 <b>26 274 770 787</b>	1 799 777 235 <b>26 542 585 303</b>
<b>Total de l'actif</b>		<b>414 162 431 151</b>	<b>348 984 399 128</b>

PASSIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2017 euros	2016 euros
<b>Billets en circulation</b>	7	<b>93 657 169 470</b>	<b>90 097 085 330</b>
<b>Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	8	<b>1 060 813 972</b>	<b>1 851 610 500</b>
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	9		
Autres engagements	9.1	<b>1 150 056 196</b>	<b>1 060 000 000</b>
<b>Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	10	<b>19 549 390 872</b>	<b>16 730 644 177</b>
<b>Engagements intra-Eurosystème</b>	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change	11.1	40 792 608 418	40 792 608 418
Autres engagements (nets) envers l'Eurosystème	11.2	217 751 769 550	151 201 250 612
		<b>258 544 377 968</b>	<b>191 993 859 030</b>
<b>Autres engagements</b>	12		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	12.1	431 115 965	660 781 618
Charges à payer et produits constatés d'avance	12.2	76 283 568	69 045 958
Divers	12.3	1 063 113 810	1 255 559 836
		<b>1 570 513 343</b>	<b>1 985 387 412</b>
<b>Provisions</b>	13	<b>7 669 798 641</b>	<b>7 706 359 686</b>
<b>Comptes de réévaluation</b>	14	<b>21 945 472 247</b>	<b>28 626 267 808</b>
<b>Capital et réserves</b>	15		
Capital	15.1	<b>7 740 076 935</b>	<b>7 740 076 935</b>
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>1 274 761 507</b>	<b>1 193 108 250</b>
<b>Total du passif</b>		<b>414 162 431 151</b>	<b>348 984 399 128</b>

## Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2017

	Numéro de rubrique de l'annexe	2017 euros	2016 euros
Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change	22.1	534 161 570	370 441 770
Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	22.2	0	8 920 896
Autres produits d'intérêts	22.4	1 527 294 605	1 604 648 023
<i>Produits d'intérêts</i>		2 061 456 175	1 984 010 689
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	22.3	0	(3 611 845)
Autres charges d'intérêts	22.4	(249 812 879)	(332 020 205)
<i>Charges d'intérêts</i>		(249 812 879)	(335 632 050)
<b>Produits nets d'intérêts</b>	<b>22</b>	<b>1 811 643 296</b>	<b>1 648 378 639</b>
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	23	161 069 043	224 541 742
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	24	(105 133 331)	(148 172 010)
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>55 935 712</b>	<b>76 369 732</b>
<b>Produits/charges nets de commissions</b>	<b>25</b>	<b>440 069 889</b>	<b>371 322 769</b>
<b>Produits des actions et des titres de participation</b>	<b>26</b>	<b>1 181 547</b>	<b>869 976</b>
<b>Autres produits</b>	<b>27</b>	<b>51 815 338</b>	<b>50 000 263</b>
<b>Total des produits nets</b>		<b>2 360 645 782</b>	<b>2 146 941 379</b>
Charges de personnel	28	(535 251 909)	(466 540 231)
Autres charges d'exploitation	29	(463 232 194)	(414 207 622)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(66 722 125)	(64 769 605)
Service de production des billets	30	(9 478 047)	(8 315 671)
Autres charges	31	(11 200 000)	0
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>1 274 761 507</b>	<b>1 193 108 250</b>

Francfort-sur-le-Main, le 13 février 2018

Banque centrale européenne

Mario Draghi  
Président

# Les règles et méthodes comptables<sup>15</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>16</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.

<sup>15</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, telle que modifiée. Pour garantir l'harmonisation des procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème, la décision s'appuie sur l'[Orientation \(UE\) 2016/2249 de la BCE du 3 novembre 2016 sur le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales \(BCE/2016/34\)](#), JO L 347, 20.12.2016, p. 37.

<sup>16</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.

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 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 2017, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 29 décembre 2017.

Le droit de tirage spécial (DTS) est défini comme un panier de devises et sa valeur est calculée comme la somme pondérée des taux de change des cinq principales devises (dollar des États-Unis, euro, yen, livre sterling et renminbi). Les avoirs en DTS de la BCE ont été convertis en euros sur la base du cours de change de l'euro par rapport au DTS au 29 décembre 2017.

## 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 2017, les prix moyens du marché au 29 décembre 2017 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>17</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 et sont transférées 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 étaillées sur la durée de vie contractuelle résiduelle de la ligne de titres concernée.

<sup>17</sup> Un seuil minimum de 100 000 euros s'applique aux charges et provisions d'exploitation.

## 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 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 banque centrale nationale (BCN) n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Les paiements effectués par la BCE *via* le système TARGET2 ont également une incidence sur les positions bilatérales nettes uniques. Ces positions, inscrites dans les livres de la BCE, représentent la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du Système européen de banques centrales (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>18</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 ».

<sup>18</sup> Au 31 décembre 2017, 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.

## 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. Le bâtiment principal de la BCE est valorisé à son coût d'acquisition diminué de l'amortissement soumis à dépréciation. 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 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.

Depuis 2017, la BCE réalise un test de dépréciation annuel pour son bâtiment principal, sur la base de la norme comptable internationale IAS 36 « Dépréciation d'actifs ». Lorsqu'un indicateur de dépréciation montre que le bâtiment principal pourrait être déprécié, le montant recouvrable est estimé. Si le montant recouvrable est inférieur à la valeur comptable nette, une perte de valeur est comptabilisée dans le compte de résultat.

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 avantages postérieurs à l'emploi, les autres prestations à long terme et les indemnités de fin de contrat à la BCE

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 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>19</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, à d'autres avantages à long terme et aux indemnités de fin de contrat 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, y compris les autres prestations à long terme et les indemnités de fin de contrat, 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 les engagements correspondants.

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 correspondantes.

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.

<sup>19</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.

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 des services rendus par le passé au titre de prestations définies résultant de changements apportés au plan ;
- (c) le coût financier net au taux d'actualisation de l'engagement net au titre des prestations définies ;
- (d) le rajustement au titre des autres prestations à long terme et des indemnités de fin de contrat à long terme, le cas échéant, 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>20</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>21</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>22</sup>, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème :

<sup>20</sup> Décision BCE du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte), (BCE/2010/29) (2011/67/UE), JO L 35 du 9.2.2011, p. 26, telle que modifiée.

<sup>21</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>22</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.

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>23</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 déduire du montant du revenu issu des billets en euros en circulation à distribuer en janvier le montant des charges supportées par la BCE pour l'émission et le traitement des billets en euros.

## Questions diverses

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.

<sup>23</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, telle que modifiée.

## Annexe au bilan

### 1 Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2017, la BCE détenait 16 229 522 onces<sup>24</sup> d'or fin. Aucune transaction sur or n'ayant été effectuée en 2017, les avoirs de la BCE sont demeurés inchangés par rapport à leur niveau constaté au 31 décembre 2016. La diminution de la contre-valeur en euros de ces avoirs s'explique par la baisse du cours de marché de l'or, exprimé en euros (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 Crédits en devises sur des non-résidents et des résidents de la zone euro

#### 2.1 Crédits sur le FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2017. 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). La baisse de la contre-valeur en euros des avoirs en DTS de la BCE s'explique par la dépréciation du DTS par rapport à l'euro en 2017.

#### 2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ; et crédits 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, en yens et en renminbi.

<sup>24</sup> Correspondant à 504,8 tonnes.

Créances sur des non-résidents de la zone euro	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Comptes courants	6 793 888 796	6 844 526 120	(50 637 324)
Dépôts sur le marché monétaire	2 316 566 582	2 005 810 644	310 755 938
Prises en pension	0	503 747 273	(503 747 273)
Titres	34 650 188 561	41 066 843 366	(6 416 654 805)
<b>Total</b>	<b>43 760 643 939</b>	<b>50 420 927 403</b>	<b>(6 660 283 464)</b>

Créances sur des résidents de la zone euro	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Comptes courants	1 022 379	1 211 369	(188 990)
Dépôts sur le marché monétaire	2 422 295 400	1 964 182 715	458 112 685
Prises en pension	1 288 251 480	507 541 979	780 709 501
<b>Total</b>	<b>3 711 569 259</b>	<b>2 472 936 063</b>	<b>1 238 633 196</b>

La baisse de la valeur totale de ces rubriques enregistrée en 2017 s'explique principalement par la dépréciation du dollar des États-Unis et du yen par rapport à l'euro.

Au 31 décembre 2017, les avoirs nets en devises de la BCE<sup>25</sup> s'élevaient à :

	2017 Devise en millions	2016 Devise en millions
Dollars des États-Unis	46 761	46 759
Yens	1 093 563	1 091 844
Renminbi	3 755	0

Au cours du premier semestre 2017, la BCE a mis en œuvre une décision du Conseil des gouverneurs d'investir une faible part de ses réserves de change en renminbi (CNY). Elle a réalisé cet investissement en modifiant la composition de ses réserves de change. La BCE a vendu une faible part de ses avoirs en dollars des États-Unis et a réinvesti le montant total obtenu en renminbi<sup>26</sup>.

<sup>25</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.

<sup>26</sup> Se reporter au communiqué de presse de la BCE (disponible en français sur le site Internet de la Banque de France) du [13 juin 2017](#).

### 3

## Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Au 31 décembre 2017, cette rubrique était constituée des soldes des comptes courants auprès de résidents de la zone euro, pour un montant de 143,3 millions d'euros, contre 98,6 millions en 2016.

### 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 2017, cette rubrique comprenait les titres acquis par la BCE dans le cadre des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP), 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>27</sup>.

Les achats effectués au titre du premier CSPP se sont achevés le 30 juin 2010, le deuxième CSPP ayant pris fin le 31 octobre 2012. Le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre fin aux nouveaux achats réalisés en vertu du SMP le 6 septembre 2012.

En 2017, l'Eurosystème a poursuivi ses achats de titres dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*Assets Purchase Programme*, APP), qui recouvre le troisième CBPP, l'ABSPP, le PSPP et le CSPP<sup>28</sup>. Le rythme mensuel des achats nets cumulés au titre de l'APP réalisés par les BCN et la BCE s'établissait à 80 milliards d'euros en moyenne jusqu'en mars 2017, et s'est élevé à 60 milliards d'euros entre avril 2017 et la fin de l'année. Conformément à la décision du Conseil des gouverneurs d'octobre 2017<sup>29</sup>, ces achats nets d'actifs devraient se poursuivre à hauteur de 30 milliards d'euros par mois à partir de janvier 2018 et jusque fin septembre 2018 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. 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.

<sup>27</sup> La BCE n'achète pas de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP).

<sup>28</sup> Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles (en anglais) [sur le site Internet de la BCE](#).

<sup>29</sup> Se reporter au communiqué de presse de la BCE (disponible en français sur le site Internet de la Banque de France) [du 26 octobre 2017](#).

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>30</sup> (qui ne sont pas comptabilisées au bilan et sont fournies à des fins de comparaison), sont les suivants :

	2017 euros		2016 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	618 533 956	654 666 968	1 032 305 522	1 098 106 253	(413 771 566)	(443 439 285)
Deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées	385 880 413	421 794 246	690 875 649	743 629 978	(304 995 236)	(321 835 732)
Troisième programme d'achats d'obligations sécurisées	19 732 748 768	19 958 910 843	16 550 442 553	16 730 428 857	3 182 306 215	3 228 481 986
Programme pour les marchés de titres	6 644 212 912	7 554 660 470	7 470 766 415	8 429 995 853	(826 553 503)	(875 335 383)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	25 014 963 778	25 044 597 490	22 800 124 065	22 786 088 513	2 214 839 713	2 258 508 977
Programme d'achats de titres du secteur public	175 989 921 047	177 087 513 888	112 270 760 463	112 958 545 591	63 719 160 584	64 128 968 297
<b>Total</b>	<b>228 386 260 874</b>	<b>230 722 143 905</b>	<b>160 815 274 667</b>	<b>162 746 795 045</b>	<b>67 570 986 207</b>	<b>67 975 348 860</b>

La diminution du coût amorti des portefeuilles détenus dans le cadre des premier et deuxième CBPP et du SMP 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, la BCE n'a enregistré aucune perte en 2017 sur les titres détenus dans ses 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

<sup>30</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.

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>31</sup> (cf. la note 22.2 « Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »).

## 6 Autres actifs

### 6.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

Au 31 décembre 2017, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
<b>Coût</b>			
Terrains et immeubles	1 006 108 554	1 011 662 911	(5 554 357)
Équipements	221 866 010	221 888 762	(22 752)
Matériels informatiques et logiciels	109 919 236	88 893 887	21 025 349
Matériel, mobilier et véhicules	95 383 187	96 197 706	(814 519)
Immobilisations en cours	3 364 162	3 024 459	339 703
Autres immobilisations	10 082 651	9 713 742	368 909
<b>Coût total</b>	<b>1 446 723 800</b>	<b>1 431 381 467</b>	<b>15 342 333</b>
<b>Amortissement cumulé</b>			
Terrains et immeubles	(95 622 635)	(72 284 513)	(23 338 122)
Équipements	(47 644 949)	(31 590 282)	(16 054 667)
Matériels informatiques et logiciels	(74 188 322)	(57 935 440)	(16 252 882)
Matériel, mobilier et véhicules	(31 856 677)	(29 107 438)	(2 749 239)
Autres immobilisations	(1 393 040)	(1 138 207)	(254 833)
<b>Total amortissement cumulé</b>	<b>(250 705 623)</b>	<b>(192 055 880)</b>	<b>(58 649 743)</b>
<b>Valeur comptable nette</b>	<b>1 196 018 177</b>	<b>1 239 325 587</b>	<b>(43 307 410)</b>

La forte progression du poste « Matériels informatiques et logiciels » reflète les investissements réalisés pour l'acquisition de serveurs, d'espaces de stockage, de composants de réseau et de logiciels destinés à renforcer l'infrastructure technique existante.

Concernant le bâtiment principal de la BCE, un test de dépréciation a été réalisé à la fin de l'année et aucune perte de valeur n'a été enregistrée.

<sup>31</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 %.

## 6.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE 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 :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	30 000	30 000	0
Titres libellés en euros	18 416 779 029	19 113 074 101	(696 295 072)
Prises en pension en euros	2 043 990 172	1 463 994 460	579 995 712
Autres actifs financiers	41 833 941	41 830 662	3 279
<b>Total</b>	<b>20 502 633 142</b>	<b>20 618 929 223</b>	<b>(116 296 081)</b>

La diminution nette de cette rubrique en 2017 s'explique principalement par la baisse de la valeur de marché des titres libellés en euros détenus dans le portefeuille de fonds propres de la BCE.

## 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 en devises comptabilisées au 31 décembre 2017 (cf. la note 19 « Opérations de swap de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation s'élèvent à 450,3 millions d'euros, contre 837,4 millions en 2016, et 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 2017, cette rubrique comprend les intérêts courus sur les coupons des titres, y compris les intérêts versés lors de l'acquisition, d'un montant de 2 476,3 millions d'euros, contre 1 924,5 millions en 2016 (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) diverses provisions ; et c) des produits au titre des intérêts courus sur d'autres actifs financiers.

## 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 comprend également, pour un montant de 491,6 millions d'euros (804,3 millions en 2016), les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au dimanche 31 décembre 2017 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

Les banques centrales de l'Eurosystème ont la possibilité d'accepter 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. Dans le cas de la BCE, ces opérations sont effectuées par un établissement spécialisé.

Au 31 décembre 2017, la valeur des opérations de prêt de titres conduites dans le cadre du PSPP avec les établissements de crédit de la zone euro était de 1,1 milliard d'euros, contre 1,9 milliard en 2016. Les espèces reçues en garanties ont été transférées aux comptes TARGET2. 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>32</sup>.

## 9 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

### 9.1 Autres engagements

Cette rubrique s'élève à 1 150,1 millions d'euros, contre 1 060,0 millions en 2016, et comprend les dépôts ou les paiements de fonds agréés par la BCE et effectués par ou au nom des participants à l'EURO1 et l'RT1<sup>33</sup>, en vue de constituer un fonds de garantie pour l'EURO1 ou pour appuyer le règlement *via* le système RT1.

## 10 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Au 31 décembre 2017, la composante la plus importante était une dette d'un montant de 10,1 milliards d'euros (contre 4,1 milliards d'euros en 2016) résultant de la mise en place du dispositif permanent d'échange réciproque de devises avec la banque fédérale de réserve de New York. 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 »).

Cette rubrique est également constituée d'un montant de 6,1 milliards d'euros (contre 9,5 milliards d'euros en 2016) 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. La diminution de ces soldes en 2017 est attribuable à des paiements

<sup>32</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 »).

<sup>33</sup> EURO1 et RT1 sont des systèmes de paiement gérés par l'ABE CLEARING S.A.S. à capital variable (ABE Clearing).

effectués par des non-résidents de la zone euro en faveur de résidents de la zone euro.

Le reste de cette rubrique est constitué d'un montant de 3,4 milliards d'euros (contre 3,1 milliards euros en 2016) 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 »).

## 11 Engagements intra-Eurosystème

### 11.1 Engagements au titre du transfert de réserves de change

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis de 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 2017.

	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 des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, 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 (nets) envers l'Eurosystème

En 2017, 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 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 des achats nets a été partiellement compensée par une augmentation des montants liés aux opérations de *swap* adossées (*back-to-back swaps*) conduites avec les BCN dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en dollars.

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).

	2017 euros	2016 euros
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	1 263 961 444 256	1 058 484 156 256
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	(1 047 197 405 166)	(908 249 140 203)
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre des acomptes sur dividendes versés par la BCE	987 730 460	966 234 559
<b>Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)</b>	<b>217 751 769 550</b>	<b>151 201 250 612</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 en devises comptabilisées au 31 décembre 2017 (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 l'encours des 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 2017, 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 »), et les intérêts courus sur les instruments financiers.

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Charges d'exploitation	41 447 444	20 723 173	20 724 271
Instruments financiers	6 767 861	3 621 142	3 146 719
Produits constatés d'avance en liaison avec le MSU	28 068 263	41 089 798	(13 021 535)
Réserves de change transférées à la BCE	0	3 611 845	(3 611 845)
<b>Total</b>	<b>76 283 568</b>	<b>69 045 958</b>	<b>7 237 610</b>

## 12.3 Divers

En 2017, comme l'année précédente, cette rubrique inclut, à hauteur de 498,3 millions d'euros (contre 714,9 millions d'euros en 2016), les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au dimanche 31 décembre 2017 (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 indemnités de fin de contrat du personnel de la BCE sont également incluses.

## *Les avantages postérieurs à l'emploi de la BCE, les autres prestations à long terme et les indemnités de fin de contrat<sup>34</sup>*

### Bilan

Les montants comptabilisés au bilan concernant les avantages postérieurs à l'emploi, les autres prestations à long terme et les indemnités de fin de contrat du personnel sont les suivants :

	2017 Personnel (millions d'euros)	2017 directoire et conseil (millions d'euros)	2017 Total (millions d'euros)	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 directoire et conseil (millions d'euros)	2017 Total (millions d'euros)
Valeur actuelle des obligations	1 510,0	28,9	1 538,9	1 361,3	27,7	1 388,9
Juste valeur des actifs du fonds	(1 017,1)	-	(1 017,1)	(878,0)	-	(878,0)
<b>Engagement net au titre du régime à prestations définies figurant au bilan</b>	<b>492,9</b>	<b>28,9</b>	<b>521,8</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>

En 2017, la valeur actuelle des obligations vis-à-vis des membres du personnel, à hauteur de 1 510,0 millions d'euros (1 361,3 millions d'euros en 2016), incluait des prestations non financées par un mécanisme spécifique, d'un montant de 224,6 millions d'euros (contre 187,0 millions d'euros en 2016), au titre des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites, des autres prestations à long terme et des indemnités de fin de contrat du personnel. La valeur actuelle des obligations vis-à-vis des membres du directoire de la BCE et du conseil de surveillance prudentielle, à hauteur de 28,9 millions d'euros (contre 27,7 millions d'euros en 2016) découle uniquement des dispositions non financées par un mécanisme spécifique relatives aux avantages postérieurs à l'emploi et aux autres prestations à long terme.

<sup>34</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 2017 dans le compte de résultat sont les suivants :

	2017 Personnel (millions d'euros)	2017 directoire et conseil (millions d'euros)	2017 Total (millions d'euros)	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 directoire et conseil (millions d'euros)	2016 Total (millions d'euros)
Coût des services rendus	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Coût des services rendus	4,1	-	4,1	-	-	-
Intérêt net sur l'engagement net au titre du régime à prestations définies	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
<i>dont :</i>						
<i>Coût financier</i>	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
<i>Produits d'intérêts des actifs du fonds</i>	(18,2)	-	(18,2)	(19,5)	-	(19,5)
Rajustement (plus-values)/moins-values sur les autres prestations à long terme	(0,9)	0,2	(0,7)	0,6	0,1	0,7
<b>Total lié à la valorisation actuarielle</b>	<b>166,5</b>	<b>2,7</b>	<b>169,2</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>
Lancement du dispositif d'accompagnement de la transition professionnelle	(9,0)	-	(9,0)	-	-	-
<b>Total inclus dans les « Charges de personnel » après le lancement du dispositif</b>	<b>157,5</b>	<b>2,7</b>	<b>160,2</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>

Le coût des services rendus au cours de l'exercice s'est accru en 2017, à 155,1 millions d'euros (contre 106,0 millions d'euros en 2016), principalement à cause de l'introduction du dispositif temporaire d'accompagnement de la transition professionnelle en 2017, conçu pour aider, sous certaines conditions, les membres du personnel travaillant à la BCE depuis longtemps dans leur transition vers une carrière à l'extérieur de la banque. L'incidence sur les charges de personnel a été partiellement compensée par l'introduction, en 2016, d'une provision spécifique d'un montant de 9,0 millions d'euros, mise en place précisément à cet effet.

Le coût des services rendus en 2017 est lié à l'introduction du régime de soins à long terme, un régime à prestations définies conçu pour couvrir l'aide non médicale. Le coût des services rendus concerne les personnes actuellement à la retraite et ayant droit à des prestations versées par le nouveau régime avec effet immédiat.

## 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 :

	2017 Personnel (millions d'euros)	2017 directoire et conseil (millions d'euros)	2017 Total (millions d'euros)	2016 Personnel (millions d'euros)	2016 directoire et conseil (millions d'euros)	2016 Total (millions d'euros)
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	1 361,3	27,7	1 388,9	1 116,7	24,1	1 140,8
Coût des services rendus	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Coût des services rendus par le passé	4,1	-	4,1	-	-	-
Coût financier	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Cotisations versées par les participants au fonds <sup>35</sup>	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Prestations servies	(11,9)	(0,9)	(12,7)	(8,6)	(0,8)	(9,5)
Rajustement (plus-values)/moins-values	(48,1)	(0,6)	(48,7)	100,2	1,9	102,1
<b>Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice</b>	<b>1 510,0</b>	<b>28,9</b>	<b>1 538,9</b>	<b>1 361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1 388,9</b>

Les plus-values totales de rajustement, à hauteur de 48,7 millions d'euros en 2017, relatives à l'obligation au titre des prestations définies sont attribuables à la hausse du taux d'actualisation de 2 % en 2016 à 2,1 % en 2017 et à une diminution de la hausse future attendue des retraites, de 1,4 % en 2016 à 1,3 % en 2017.

La juste valeur des actifs du fonds au titre des prestations définies concernant les membres du personnel a enregistré les variations suivantes en 2017 :

	2017 (millions d'euros)	2016 (millions d'euros)
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	878,0	755,3
Produits d'intérêts des actifs du fonds	18,2	19,5
Plus-values de rajustement	54,6	44,7
Cotisations versées par l'employeur	51,8	45,0
Cotisations versées par les participants au fonds	23,1	19,5
Prestations servies	(8,6)	(6,0)
<b>Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice</b>	<b>1 017,1</b>	<b>878,0</b>

Les plus-values de rajustement sur les actifs du fonds enregistrées en 2016 et 2017 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.

Les résultats des rajustements (cf. la note 14 « Comptes de réévaluation ») ont enregistré les variations suivantes en 2017 :

<sup>35</sup> Les cotisations obligatoires versées par les employés et la BCE s'élèvent à respectivement 7,4 % et 20,7 % du salaire de base.

	2017 millions d'euros	2016 millions d'euros
Moins-values de rajustement en début d'exercice	(205,1)	(148,4)
Plus-values sur les actifs du fonds	54,6	44,7
Plus-values/(moins-values) sur l'obligation	48,7	(102,1)
Moins-values comptabilisées au compte de résultat	(0,7)	0,7
<b>Moins-values de rajustement figurant sous la rubrique « Comptes de réévaluation » à la clôture de l'exercice</b>	<b>(102,5)</b>	<b>(205,1)</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 des avantages postérieurs à l'emploi sont présentées ci-après :

	2017 %	2016 %
Taux d'actualisation	2,10	2,00
Taux de rendement attendu des actifs du fonds <sup>36</sup>	3,10	3,00
Hausses générales futures des salaires <sup>37</sup>	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites <sup>38</sup>	1,30	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 2017 à 149,9 millions d'euros (contre 133,2 millions d'euros en 2016). Ces contributions sont investies dans les actifs du fonds et donnent 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.

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. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en

<sup>36</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>37</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>38</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.

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 2017, cette provision est demeurée inchangée par rapport à 2016, 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 avantages postérieurs à l'emploi, les autres prestations à long terme et les indemnités de fin de contrat » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 12.3 « Divers »).

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Or	13 664 030 012	13 926 380 231	(262 350 219)
Devises	7 851 010 723	14 149 471 665	(6 298 460 942)
Titres et autres instruments	532 971 621	755 494 021	(222 522 400)
Engagement net au titre des avantages postérieurs à l'emploi	(102 540 109)	(205 078 109)	102 538 000
<b>Total</b>	<b>21 945 472 247</b>	<b>28 626 267 808</b>	<b>(6 680 795 561)</b>

La contraction des comptes de réévaluation s'explique essentiellement par l'appréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen en 2017.

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice étaient les suivants :

Taux de change	2017	2016
Dollar pour 1 euro	1,1993	1,0541
Yens pour 1 euro	135,01	123,40
Renminbis pour 1 euro	7,8044	7,3202
Euro pour 1 DTS	1,1876	1,2746
Euros par once d'or fin	1 081,881	1 098,046

## 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>39</sup>.

<sup>39</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.

	Clé de répartition du capital depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2015 <sup>40</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. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, cette contribution s'élève, au total, à 120 192 083 euros. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE et ne sont pas tenues de couvrir 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>

<sup>40</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 de BCN de la zone euro dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE a augmenté tandis que celle de BCN hors zone euro a diminué. Depuis, aucun changement n'est survenu.

## Instruments 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 CBPP 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>41</sup>.

À moins que ces opérations de prêts de titres soient assorties de nantissements en espèces qui ne seraient toujours pas placés à la fin de l'année, elles sont comptabilisées dans les comptes hors bilan<sup>42</sup>. De telles opérations de prêts de titres, pour un montant de 13,4 milliards d'euros (10,9 milliards en 2016), étaient comptabilisées au 31 décembre 2017. Sur ce montant, 7,2 milliards d'euros (3,9 milliards d'euros en 2016) étaient liés aux prêts de titres détenus à des fins de politique monétaire.

17

### Contrats à terme sur taux d'intérêt

Au 31 décembre 2017, 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	2017 Montant du contrat euros	2016 Montant du contrat euros	Variation euros
Achats	6 518 052 197	558 770 515	5 959 281 682
Ventes	6 584 789 977	2 258 798 975	4 325 991 002

Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

<sup>41</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>42</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

L'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt comptabilisé au 31 décembre 2017, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, représentait une valeur notionnelle de 415,9 millions d'euros (378,3 millions en 2016). 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 2017, 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 2017, sont présentés aux taux de marché relevés en fin d'année :

Opérations de <i>swap</i> de change et de change à terme	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Créances	2 731 848 697	3 123 544 615	(391 695 918)
Passif	2 719 012 506	2 855 828 167	(136 815 661)

### 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 2017, 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 2017, 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.

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 similaires 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 MES, 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 Produits nets 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 :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Produits d'intérêts sur comptes courants	5 111 897	1 499 288	3 612 609
Produits d'intérêts sur dépôts du marché monétaire	54 839 007	18 095 835	36 743 172
Charges d'intérêts sur mises en pension	(1 101 476)	(34 017)	(1 067 459)
Produits d'intérêts sur prises en pension	37 067 062	12 745 338	24 321 724
Produits d'intérêts sur titres	389 779 270	304 958 993	84 820 277
Produits/(charges) d'intérêts sur swaps de taux d'intérêt	(109 873)	19 080	(128 953)
Produits d'intérêts sur opérations de swap et à terme en devises	48 575 683	33 157 253	15 418 430
<b>Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve en devises (nets)</b>	<b>534 161 570</b>	<b>370 441 770</b>	<b>163 719 800</b>

La hausse globale du produit net d'intérêts en 2017 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 dans 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 »). Pour 2017, le produit d'intérêts était nul, car le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement est demeuré à 0 % pendant tout l'exercice.

#### 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 »). En 2017, la rémunération était nulle, ce qui traduisait le fait que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement était resté stable, à 0 %, pendant toute l'année.

## 22.4

### Autres produits d'intérêts et autres charges d'intérêts

En 2017, ces rubriques comprennent essentiellement les produits nets d'intérêts, à hauteur de 1,1 milliard d'euros (contre 1,0 milliard en 2016), sur les titres détenus par la BCE à des fins de politique monétaire. Sur ce montant, 0,6 milliard d'euros (0,4 milliard d'euros en 2016) étaient liés aux produits nets d'intérêts tirés des titres acquis dans le cadre de l'APP et 0,4 milliard d'euros (0,5 milliard d'euros en 2016) étaient liés aux produits nets d'intérêts tirés des titres acquis dans le cadre du SMP, dont 154,5 millions d'euros (185,3 millions en 2016) provenant des avoirs de la BCE en obligations souveraines grecques acquises dans le cadre du programme SMP.

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 2017 ont été les suivantes :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées	22 249 008	159 456 244	(137 207 236)
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	138 820 035	65 085 498	73 734 537
<b>Plus-values nettes réalisées sur opérations financières</b>	<b>161 069 043</b>	<b>224 541 742</b>	<b>(63 472 699)</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 2017 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 s'explique principalement par la vente d'une faible part de ses avoirs en dollars effectuée pour financer la création du portefeuille en renminbi<sup>43</sup> (cf. la note 2.2 « Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devise ; et créances en devises sur des résidents de la zone euro »).

## 24

### Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

En 2017, les moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change ont été les suivantes :

<sup>43</sup> Se reporter au communiqué de presse de la BCE (disponible en français sur le site Internet de la Banque de France) [du 13 juin 2017](#).

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(78 577 070)	(148 159 250)	69 582 180
Moins-values latentes de change	(26 556 261)	(12 760)	(26 543 501)
<b>Total</b>	<b>(105 133 331)</b>	<b>(148 172 010)</b>	<b>43 038 679</b>

La valeur de marché de certains titres détenus dans le portefeuille libellé en dollars a poursuivi sa baisse en 2017, parallèlement à l'augmentation des rendements correspondants, ce qui a entraîné des moins-values latentes sur l'exercice.

Ces moins-values latentes de change résultent principalement de l'ajustement du coût d'acquisition moyen des avoirs en renminbis de la BCE à leur taux de change de fin d'exercice 2017, à la suite de la dépréciation de cette monnaie vis-à-vis de l'euro depuis que les achats ont été réalisés.

## 25

## Produits/charges nets de commissions

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Commissions (produits)	452 095 734	382 191 051	69 904 683
Commissions (charges)	(12 025 845)	(10 868 282)	(1 157 563)
<b>Produits nets de commissions</b>	<b>440 069 889</b>	<b>371 322 769</b>	<b>68 747 120</b>

En 2017, les produits figurant dans cette rubrique comprennent principalement les redevances de surveillance prudentielle et les sanctions administratives imposées aux entités soumises à la surveillance prudentielle pour non-respect des exigences contenues dans la réglementation de l'UE en matière de surveillance bancaire (notamment les décisions de surveillance prudentielle de la BCE). 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 jusqu'à fin mars 2017, et pour le compte de celui-ci<sup>44</sup>.

### Produits et charges liés aux missions de surveillance prudentielle

La BCE assume ses missions de surveillance prudentielle depuis novembre 2014, conformément à l'article 33 du règlement MSU<sup>45</sup>. 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 2017 que les redevances annuelles se monteraient pour 2017 à 425,0 millions d'euros<sup>46</sup>. Ce montant est fondé sur une estimation, pour 2017, des dépenses annuelles des missions de surveillance prudentielle de 464,7 millions d'euros, corrigée a) de

<sup>44</sup> Se reporter au communiqué de presse de la BCE (disponible en français sur le site Internet de la Banque de France) [du 15 décembre 2016](#).

<sup>45</sup> Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit (JO L 287 du 29.10.2013, p. 63).

<sup>46</sup> Ce montant a été facturé en octobre 2017, l'échéance étant fixée au 30 novembre 2017.

l'excédent des redevances annuelles de 41,1 millions d'euros perçues en 2016 ; et b) des montants remboursés compte tenu des changements dans le nombre ou le statut des entités soumises à la surveillance prudentielle<sup>47</sup> (1,4 million d'euros).

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 2017 se montait à 436,7 millions d'euros. L'excédent net de 27,9 millions d'euros résultant de la différence entre les dépenses estimées (464,7 millions d'euros) et les dépenses réelles (436,7 millions d'euros) pour 2017 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 sera contrebalancé par une baisse des redevances à percevoir en 2018.

La BCE est également habilitée à imposer des sanctions administratives aux entités soumises à la surveillance prudentielle en cas de manquement aux exigences contenues dans les règlements de l'UE en matière de surveillance bancaire (y compris les décisions de surveillance prudentielle de la BCE)<sup>48</sup>. Les produits correspondants ne sont pas pris en compte dans le calcul des redevances de surveillance prudentielle annuelles. Ils sont comptabilisés dans le compte de résultat de la BCE sous la rubrique des revenus et sont distribués aux BCN au titre du régime de répartition des bénéfices de la BCE. En 2017, les sanctions imposées par la BCE aux entités soumises à la surveillance prudentielle se sont élevées à 15,3 millions d'euros.

De ce fait, les produits correspondants de la BCE au titre des missions de surveillance prudentielle accomplies en 2017 étaient les suivants<sup>49</sup> :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Redevances de surveillance prudentielle	436 746 219	382 151 355	54 594 864
<i>dont :</i>			
<i>Redevances versées par les entités importantes ou groupes importants</i>	397 493 784	338 418 328	59 075 456
<i>Redevances versées par les entités moins importantes ou groupes moins importants</i>	39 252 435	43 733 027	(4 480 592)
Sanctions administratives	15 300 000	0	15 300 000
<b>Dépenses totales liées aux missions de supervision bancaire</b>	<b>452 046 219</b>	<b>382 151 355</b>	<b>69 894 864</b>

Les dépenses liées à la supervision bancaire résultent de la surveillance directe des entités importantes, de la supervision de la surveillance des entités moins

<sup>47</sup> Sur la base de l'article 7 du règlement (UE) n° 1163/2014 de la BCE du 22 octobre 2014 sur les redevances de surveillance prudentielle (BCE/2014/41), JO L 311 du 31.10.2014, p. 23, 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.

<sup>48</sup> Vous trouverez de plus amples informations (en anglais) sur les sanctions que la BCE peut imposer [sur le site Internet de la BCE consacré à la surveillance bancaire](#).

<sup>49</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.

importantes ainsi que de l'exécution de tâches horizontales et de services spécialisés. Elles comprennent 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.

Par ailleurs, la collecte d'un montant de 11,2 millions d'euros, correspondant aux sanctions administratives imposées par la BCE à une entité soumise à la surveillance prudentielle, était considérée comme incertaine, parce que l'agrément de cette entité lui a été retiré et qu'elle est actuellement en cours de liquidation. Conformément au principe de prudence, une « allocation » du montant total de cette créance a été créée en fin d'exercice (cf. note 31, « Autres charges »). Les charges correspondantes ne sont pas prises en compte dans le calcul des redevances de surveillance prudentielle annuelles mais sont comptabilisées dans le compte de résultat de la BCE et diminuent son résultat net.

Les dépenses totales effectives liées aux missions de surveillance prudentielle pour 2017 sont réparties entre les postes suivants :

	2017 euros	2016 euros	Variation euros
Salaires et prestations	215 017 183	180 655 666	34 361 517
Loyers et entretien des bâtiments	52 959 161	58 103 644	(5 144 483)
Autres charges de fonctionnement	168 769 875	143 392 045	25 377 830
<b>Charges liées aux missions de surveillance prudentielle pertinentes pour les redevances de surveillance prudentielle</b>	<b>436 746 219</b>	<b>382 151 355</b>	<b>54 594 864</b>
« Allocation » pour sanctions administratives douteuses	11 200 000	0	11 200 000
<b>Dépenses totales liées aux missions de supervision prudentielle</b>	<b>447 946 219</b>	<b>382 151 355</b>	<b>65 794 864</b>

L'augmentation du nombre total des membres du personnel travaillant à la supervision bancaire de la BCE et l'accroissement des coûts d'appui et de consultation externes, consacrés principalement au projet d'examen ciblé des modèles internes (TRIM), ont contribué à la hausse des dépenses effectives liées au MSU en 2017 par rapport à 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 2017, 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.

La hausse des effectifs moyens de la BCE en 2017 et les dépenses au titre des indemnités de fin de contrat liées au dispositif temporaire d'accompagnement de la transition professionnelle introduit en 2017 par la BCE (cf. note 12.3, « Divers ») ont entraîné une augmentation globale des charges de personnel.

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers, d'un montant de 366,0 millions d'euros (349,5 millions d'euros en 2016), figurent sous cette rubrique. Cette rubrique comprend également un montant de 169,2 millions d'euros (contre 117,0 millions d'euros en 2016) comptabilisé au titre des avantages postérieurs à l'emploi, des autres prestations à long terme et des indemnités de fin de contrat (cf. la note 12.3 « Divers »).

Le régime des traitements et indemnités est calqué pour l'essentiel sur celui 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 peuvent recevoir 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 peuvent avoir 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 2017, 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>50</sup> :

<sup>50</sup> Il s'agit de montants bruts, c'est-à-dire avant déduction de l'impôt communautaire.

	2017 euros	2016 <sup>51</sup> euros
Mario Draghi (président)	396 900	389 760
Vítor Constâncio (vice-président)	340 200	334 080
Peter Praet (membre du directoire)	283 488	278 388
Benoit Cœuré (membre du directoire)	283 488	278 388
Yves Mersch (membre du directoire)	283 488	278 388
Sabine Lautenschläger (membre du directoire)	283 488	278 388
<b>Total directoire</b>	<b>1 871 052</b>	<b>1 837 392</b>
<b>Total conseil de surveillance prudentielle (membres employés par la BCE)<sup>52</sup></b>	<b>793 817</b>	<b>632 060</b>
<i>dont :</i>		
<i>Danièle Nouy (présidente du conseil de surveillance prudentielle)</i>	<i>283 488</i>	<i>278 388</i>
<b>Total</b>	<b>2 664 869</b>	<b>2 469 452</b>

Les membres à temps partiel du conseil de surveillance prudentielle ont aussi reçu une rémunération supplémentaire pour un montant de 96 470 euros (343 341 euros en 2016).

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 852 998 euros (807 475 euros en 2016). L'augmentation par rapport à 2016 est principalement due à l'arrivée, en février 2017, d'un nouveau membre dans le conseil de surveillance prudentielle.

Les retraites, y compris les indemnités postérieures à l'emploi, et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents versées aux anciens membres des deux organes et à leurs ayants droit se sont établies à 857 476 euros (834 668 euros en 2016)<sup>53</sup>.

À fin 2017, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 3 384<sup>54</sup>, dont 330 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2017 :

<sup>51</sup> Les salaires du président et du vice-président publiés l'année dernière incluaient l'ajustement général annuel des salaires. En ce qui concerne les autres membres des deux organes, y compris la présidente du conseil de surveillance prudentielle, l'ajustement général des salaires a été appliqué de manière rétroactive en 2017.

<sup>52</sup> Ce total ne prend pas en compte le salaire de Sabine Lautenschläger, vice-présidente du conseil de surveillance prudentielle, qui est inclus dans les chiffres relatifs au directoire.

<sup>53</sup> Pour le montant net imputé au compte de résultat en ce qui concerne le régime de retraite pour les membres actuels du directoire et du conseil de surveillance prudentielle, cf. la note 12.3, « Divers ».

<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.

	2017	2016
Effectifs totaux à la fin de l'année précédente.	3 171	2 871
Personnes entrant en fonction	726	725
Personnes quittant leurs fonctions	(443)	(380)
Hausse/(baisse) nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	(70)	(45)
<b>Total au 31 décembre</b>	<b>3 384</b>	<b>3 171</b>
<i>dont :</i>		
<i>Personnes quittant leurs fonctions au 31 décembre</i>	<i>113</i>	<i>80</i>
<b>Effectif moyen employé</b>	<b>3 254</b>	<b>3 007</b>

## 29

### Autres charges d'exploitation

Ce poste, qui s'élève à 463,2 millions d'euros (contre 414,2 millions en 2016), couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, à la technologie de l'information, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de réinstallation et de formation 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.

## 31

### Autres charges

En 2017, cette rubrique était constituée de l'« allocation » correspondant aux sanctions administratives imposées par la BCE à une entité soumise à la surveillance prudentielle, dont la collecte est estimée incertaine (cf. la note 25, « Produits/charges nets de commissions »).

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

14 February 2018

### 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 2017, 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 2017 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), as amended.

#### *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), as amended, 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), as amended.

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:

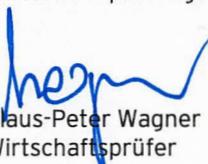
- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting 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

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Mergenthalerallee 3-5  
65760 Eschborn/Francfort/M.  
Postfach 53 23  
65728 Eschborn/Francfort/M.

Claus-Peter Wagner  
Managing Partner Financial Services  
Téléphone +49 6196 996 26512  
Télécopie +49 181 3943 26512  
claus-peter.wagner@de.ey.com  
www.de.ey.com

*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

le 14 février 2018

### 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 2017, 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 2017 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), telle que modifiée.

#### *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), telle que modifiée, 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 (ECB/2016/35), telle que modifiée.

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 influer 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 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 2017.*

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 2017 s'établit à 1 247,7 millions d'euros.

Conformément à une décision du Conseil des gouverneurs, un acompte sur dividendes, à hauteur de 987,7 millions d'euros, a été versé aux BCN de la zone euro le 31 janvier 2018. Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de distribuer le bénéfice restant, de 287,0 millions d'euros, aux BCN de la zone euro.

	2017 euros	2016 euros
Bénéfice de l'exercice	1 274 761 507	1 193 108 250
Acomptes sur dividendes	(987 730 460)	(966 234 559)
Bénéfice après versement de l'acompte sur dividendes	287 031 047	226 873 691
Distribution du bénéfice restant	(287 031 047)	(226 873 691)
<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 tenus de couvrir 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.

## Abréviations

ABE	Association bancaire pour l'euro
ABSPP	Programme d'achats de titres adossés à des actifs
APP	Programme d'achats d'actifs
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CBPP	Programme d'achats d'obligations sécurisées
CNY	Renmimbi
CSPP	Programme d'achats de titres du secteur des entreprises
CTS	Accompagnement de la transition professionnelle
ES	Déficit attendu
FMI	Fonds monétaire international
GSA	Ajustement général des salaires
IT	Technologie de l'information
MES	Mécanisme européen de stabilité
MSU	Mécanisme de surveillance unique
ORC	Comité du risque opérationnel
ORM	Gestion du risque opérationnel
PSPP	Programme d'achats de titres du secteur public
RMC	Comité de gestion des risques
SDR	Droits de tirage spéciaux
SEBC	Système européen de banques centrales
SMP	Programme pour les marchés de titres
TARGET2	Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TRIM	Examen ciblé des modèles internes
UE	Union européenne
VaR	Risque potentiel de perte maximale

# Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2017<sup>1</sup>

(en millions d'euros)<sup>2</sup>

ACTIF	31 décembre 2017	31 décembre 2016
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>376 300</b>	<b>382 061</b>
<b>2 Crédances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>296 217</b>	<b>327 859</b>
2.1 Crédances sur le FMI	70 214	78 752
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	226 002	249 107
<b>3 Crédances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>38 058</b>	<b>30 719</b>
<b>4 Crédances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>19 364</b>	<b>19 082</b>
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	19 364	19 082
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>764 310</b>	<b>595 873</b>
5.1 Opérations principales de refinancement	3 372	39 131
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	760 639	556 570
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	299	172
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>37 563</b>	<b>69 134</b>
<b>7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>2 660 726</b>	<b>1 974 866</b>
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	2 386 012	1 653 995
7.2 Autres titres	274 714	320 870
<b>8 Crédances en euros sur des administrations publiques</b>	<b>25 015</b>	<b>26 460</b>
<b>9 Autres actifs</b>	<b>254 010</b>	<b>235 384</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>4 471 563</b>	<b>3 661 439</b>

<sup>1</sup> Sur la base de données provisoires non encore certifiées. Les comptes annuels des BCBN seront clos d'ici fin mai 2018 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 2017	31 décembre 2016
<b>1 Billets en circulation</b>	<b>1 170 716</b>	<b>1 126 215</b>
<b>2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>1 881 596</b>	<b>1 313 264</b>
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	1 185 792	888 988
2.2 Facilité de dépôt	695 801	424 208
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	2	69
<b>3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>20 984</b>	<b>9 427</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>286 889</b>	<b>220 760</b>
5.1 Administrations publiques	168 457	114 887
5.2 Autres engagements	118 432	105 873
<b>6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>355 381</b>	<b>205 678</b>
<b>7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>3 830</b>	<b>3 644</b>
<b>8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>11 254</b>	<b>9 301</b>
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	11 254	9 301
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>55 218</b>	<b>59 263</b>
<b>10 Autres engagements</b>	<b>225 543</b>	<b>218 929</b>
<b>11 Comptes de réévaluation</b>	<b>357 852</b>	<b>394 357</b>
<b>12 Capital et réserves</b>	<b>102 298</b>	<b>100 601</b>
<b>Total du passif</b>	<b>4 471 563</b>	<b>3 661 439</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 2018.

## 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	Change				
			Fixed rate	Minimum bid rate					
	Level	Change	Level	Level	Level	Change	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>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2017								
18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations <sup>5), 6)</sup>								
2017								
30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. <sup>7)</sup>	2,367	21	2,367					98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 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>		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
4 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 2017 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 <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
Euro area	3.6	4.4	2.7	2.0	1.2	0.9	1.1
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
European Union	3.7	4.6	2.8	2.2	1.4	1.1	1.3
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

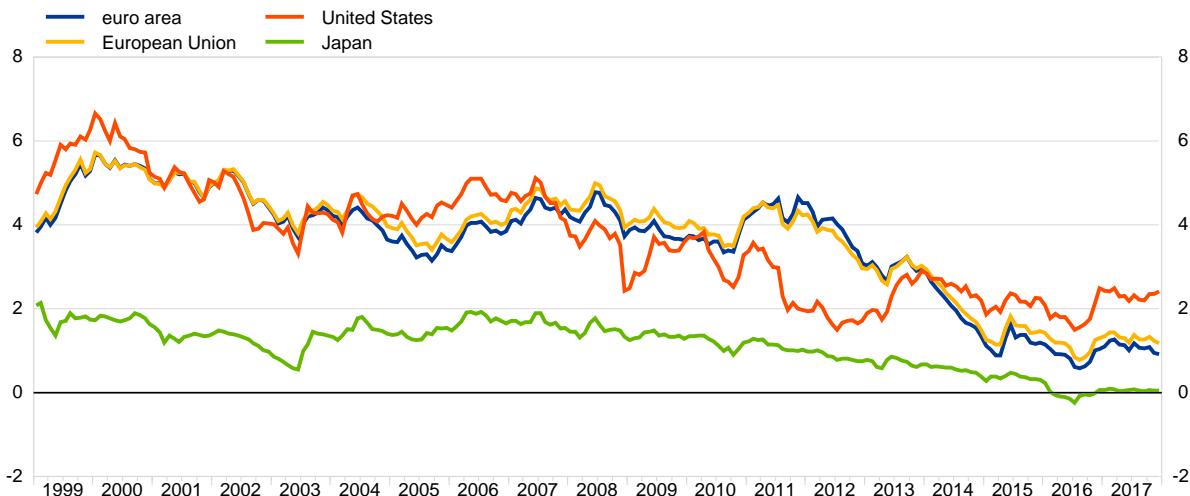
([https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/long\\_term\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html)).

2) 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.

3) 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), 2)</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) Further methodological information can be found on the ECB's website

([https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/long\\_term\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html)).

2) 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)

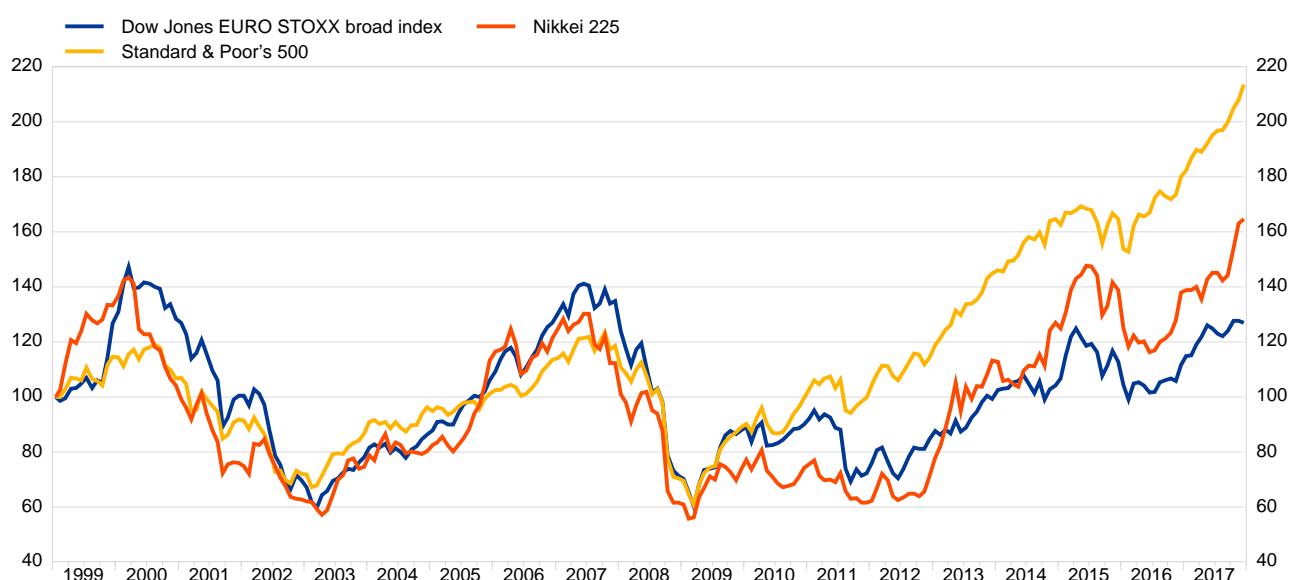
	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

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)

	1999-2017 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

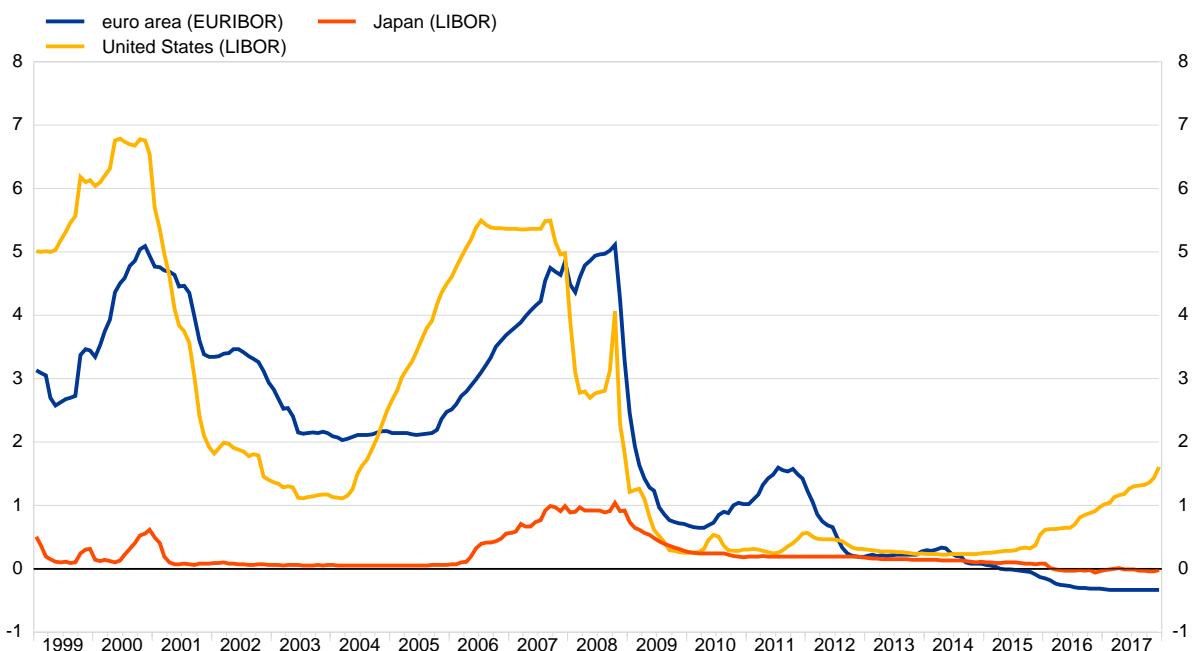
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

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>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

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>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

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>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area <sup>(2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta 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>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area <sup>(2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

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.

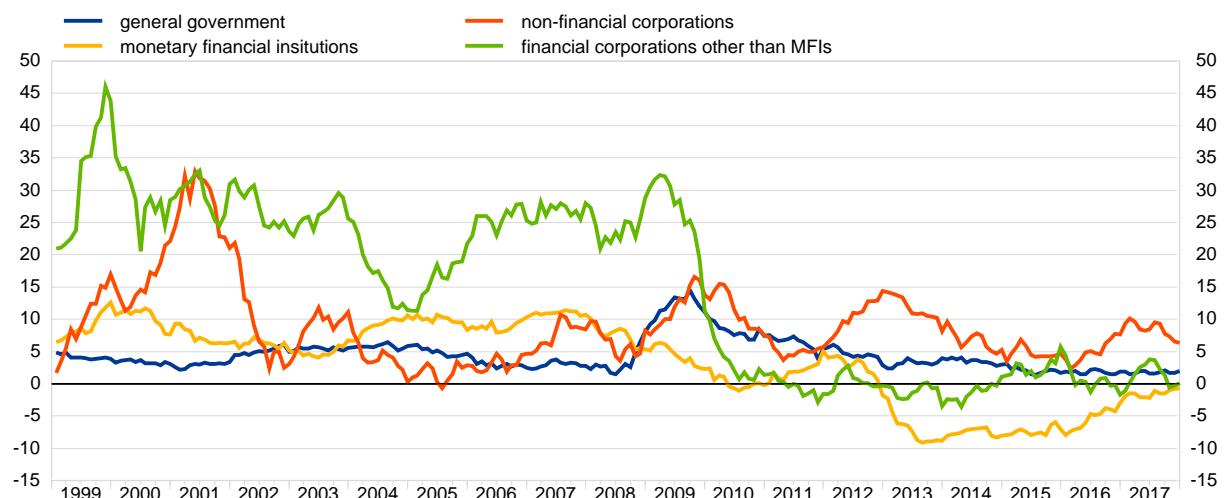
# 1 Financial and monetary developments

## 1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies (annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

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

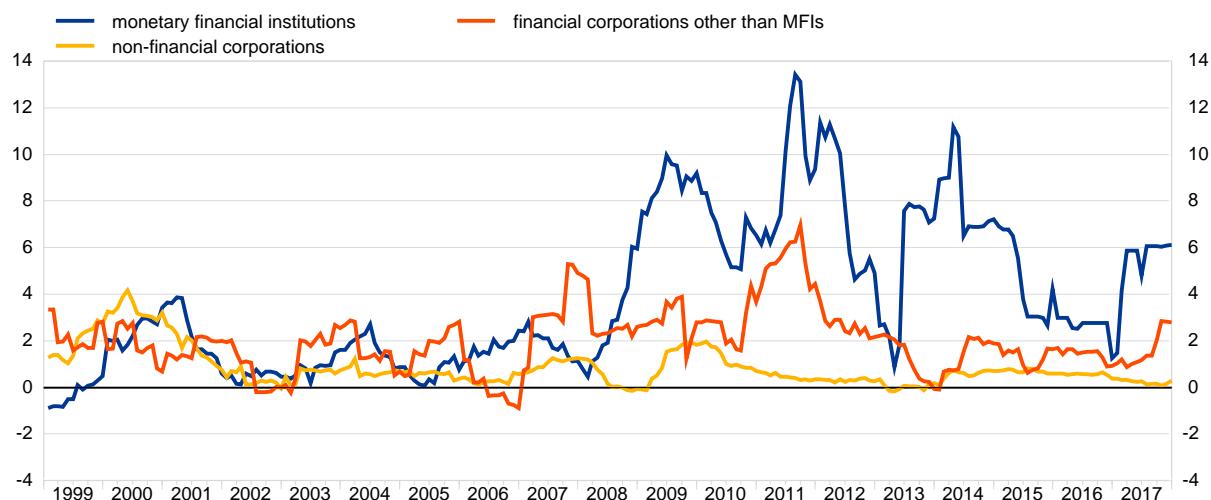
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8

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)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
<b>Components of M3</b>							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
<b>Counterparts of M3<sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans <sup>4)</sup>	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

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)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
Euro area	10.2	-0.1	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3	3.1
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

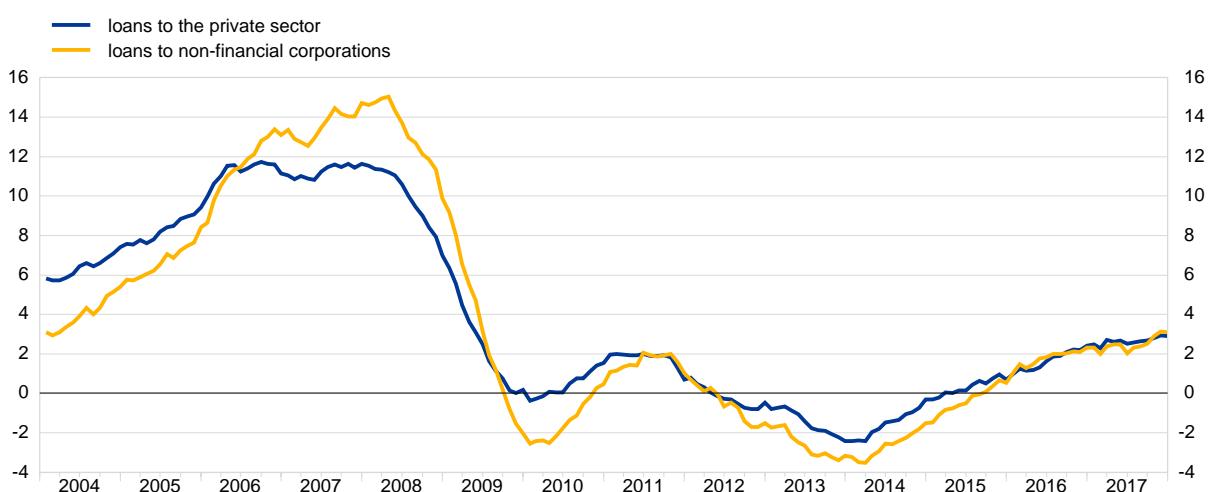
Source: ECB.

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 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.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

## 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 securitisations (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)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
Euro area	7.6	1.3	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0	2.9
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

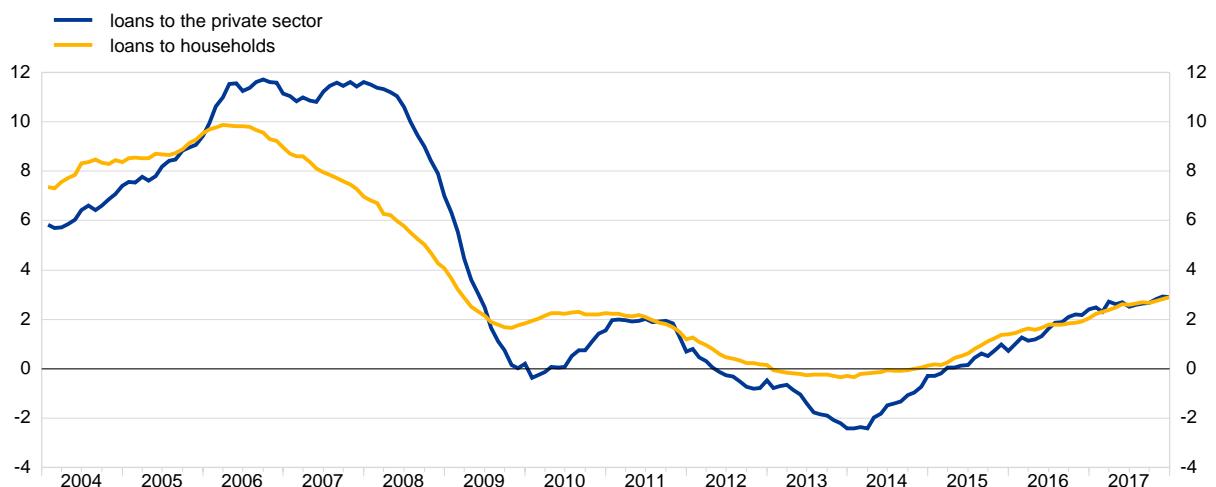
Source: ECB.

1) 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 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.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

## 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.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data 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.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
Euro area	1.4	2.1	0.6	1.3	2.1	1.8	2.3
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
European Union	1.6	2.3	0.8	1.8	2.3	2.0	2.4
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

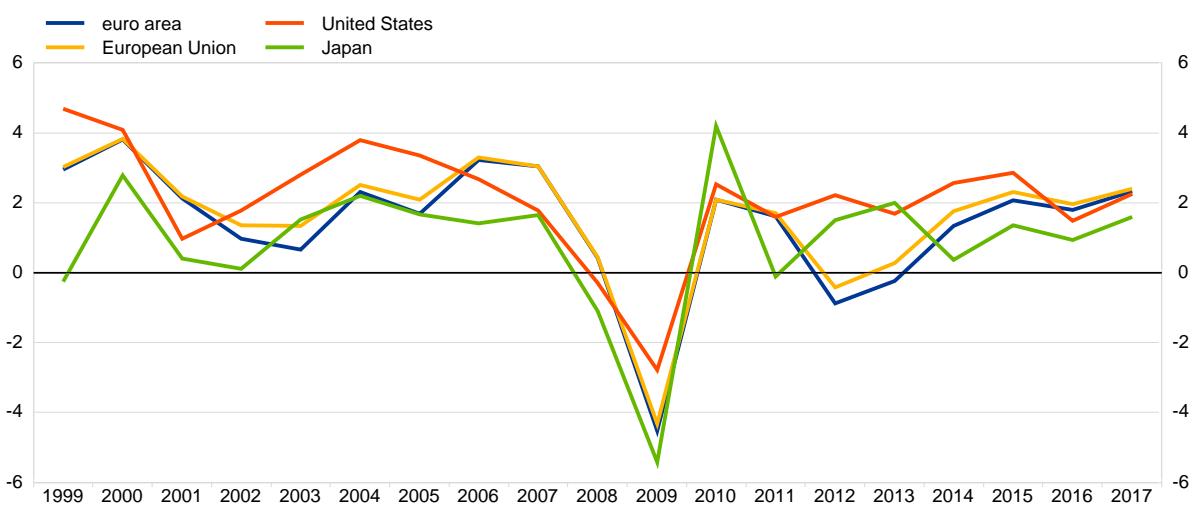
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	-
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	-
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
Euro area	1.2	1.8	0.5	0.8	1.8	2.0	1.6
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
European Union	1.5	2.2	0.7	1.2	2.1	2.4	1.9
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

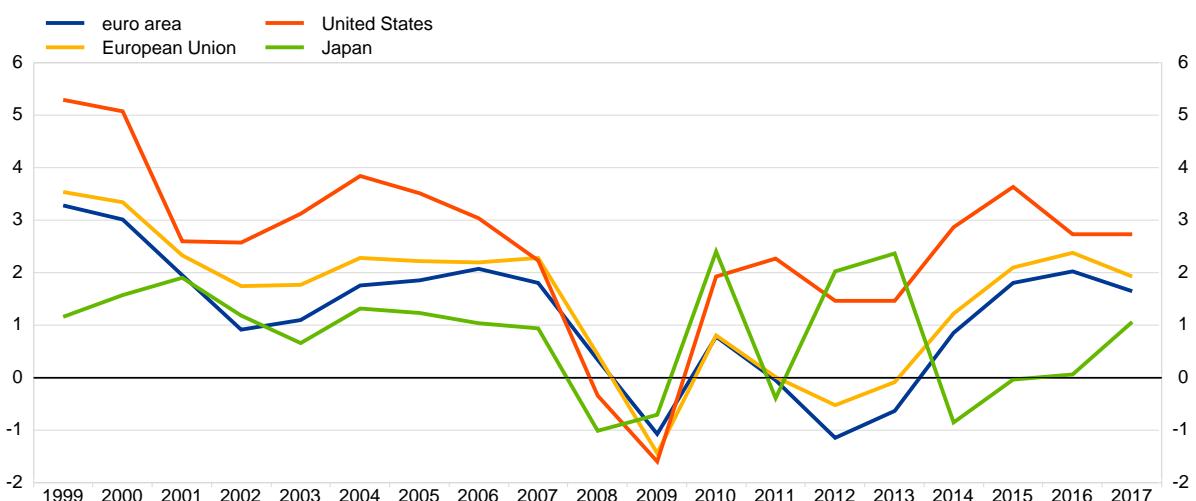
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
Euro area	1.4	2.0	0.9	0.7	1.3	1.8	1.2
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
European Union	1.6	2.1	0.9	1.2	1.3	1.6	1.1
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	0.1

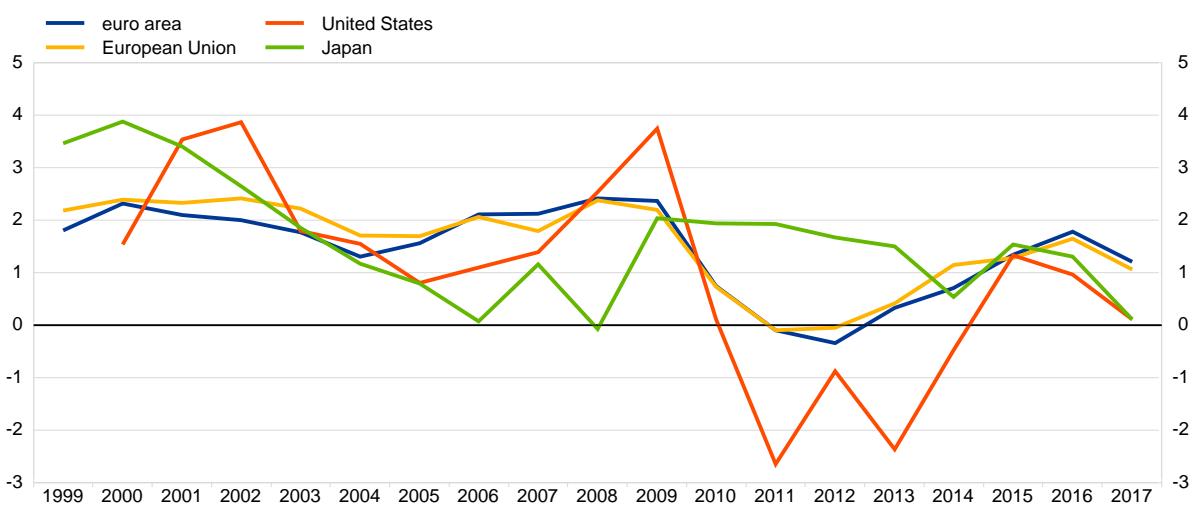
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
Euro area	1.1	2.6	-0.6	3.3	3.4	3.8	3.7
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
European Union	1.4	2.7	0.0	4.8	3.8	3.5	3.7
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

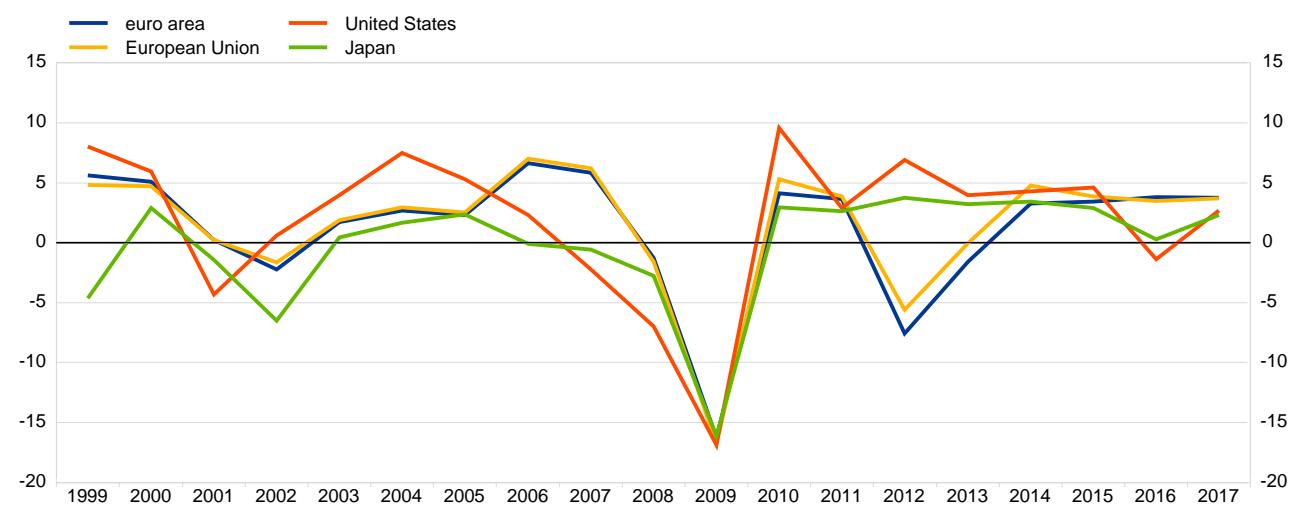
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	-
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	-
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
Euro area	4.4	5.5	3.1	4.7	6.4	3.4	4.9
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
European Union	4.4	5.6	3.1	4.7	6.2	3.5	5.0
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

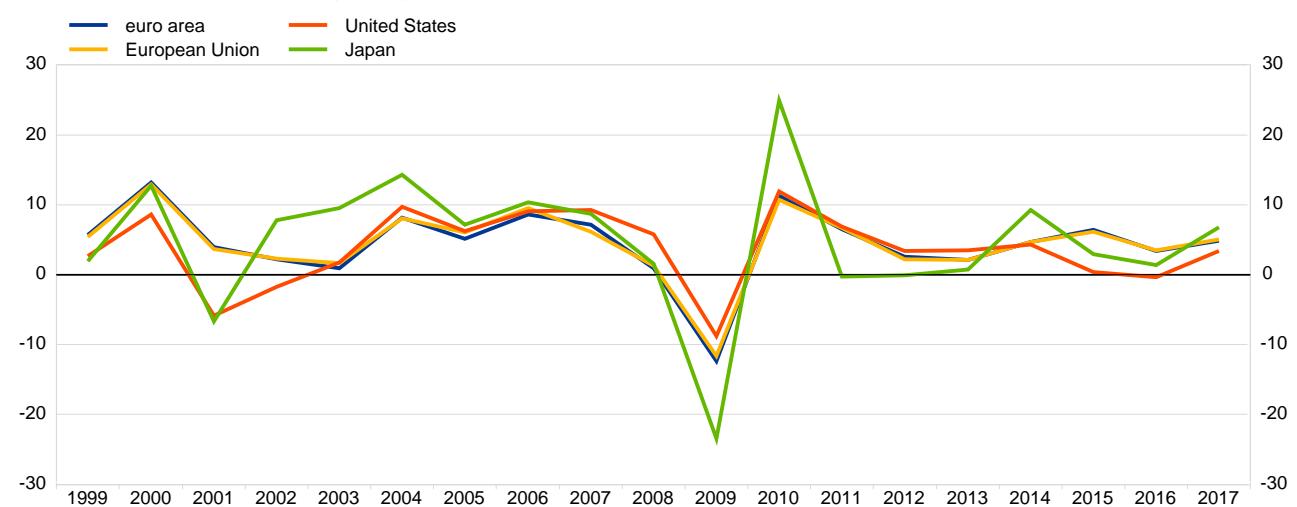
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

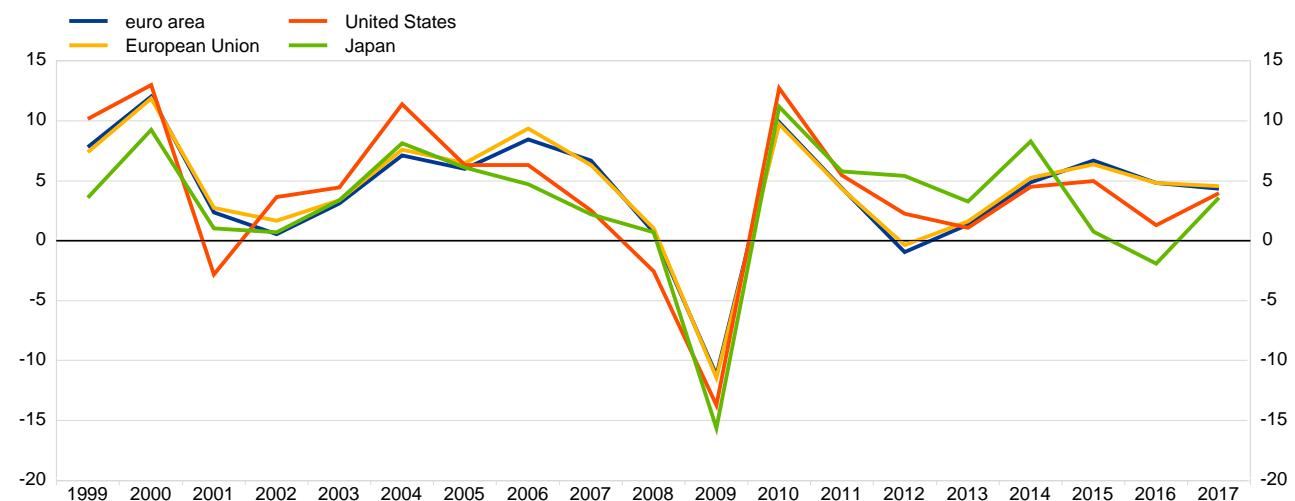
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2017 <sup>1)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
Euro area	9,059.2	8,108.5	10,115.5	10,157.5	10,515.6	10,789.7	11,165.5
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
European Union	12,380.5	11,076.8	13,829.0	14,044.6	14,797.9	14,908.7	15,324.3
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

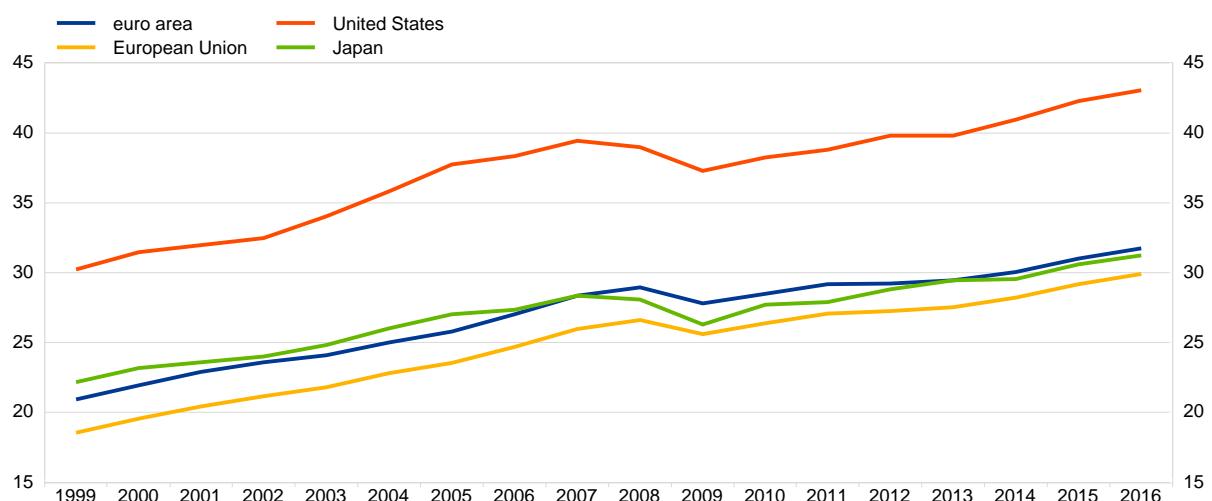
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPPs) 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 (PPPs) 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
Euro area	0.7	1.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
European Union	0.6	1.0	0.2	1.0	1.1	1.2	1.6
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.0	.

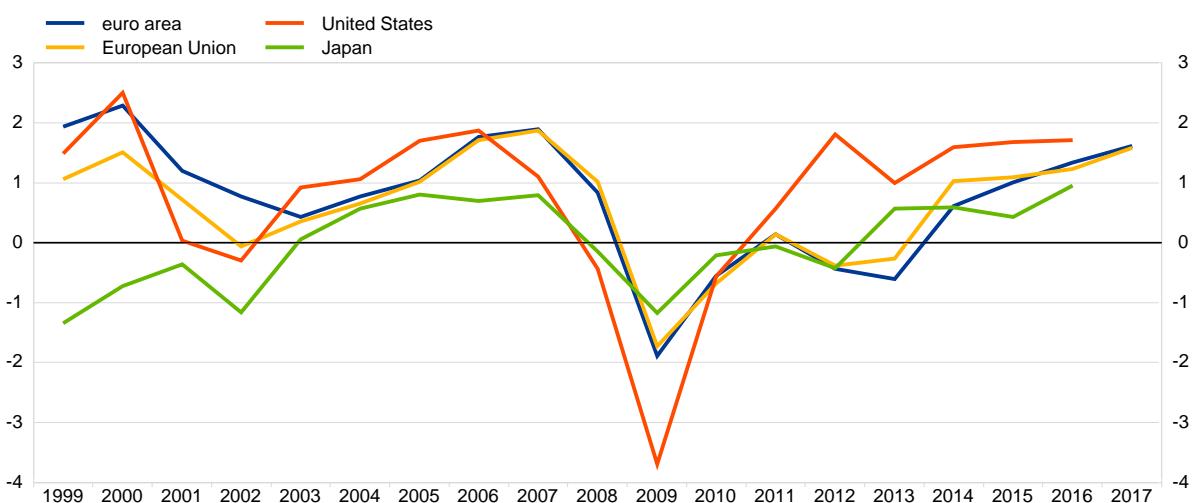
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

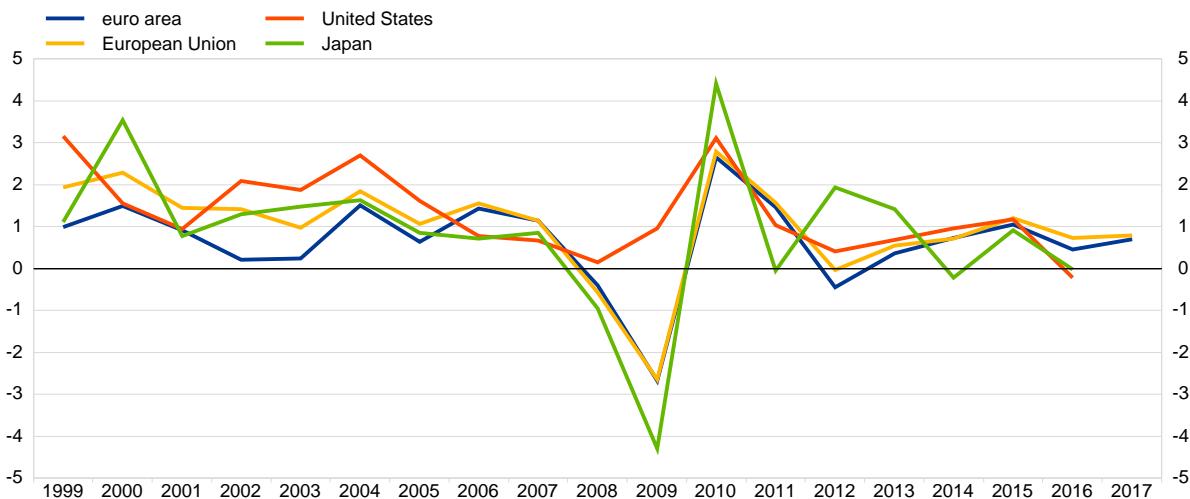
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2017 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>1), 2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

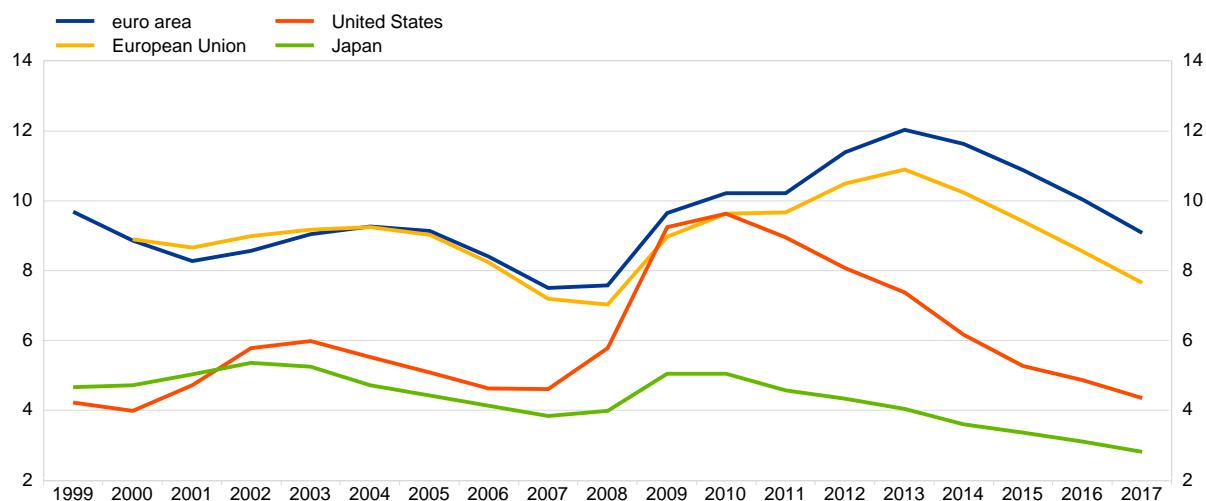
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup>

(percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
Euro area	57.2	53.8	61.4	61.3	60.2	58.8	58.2
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	57.2

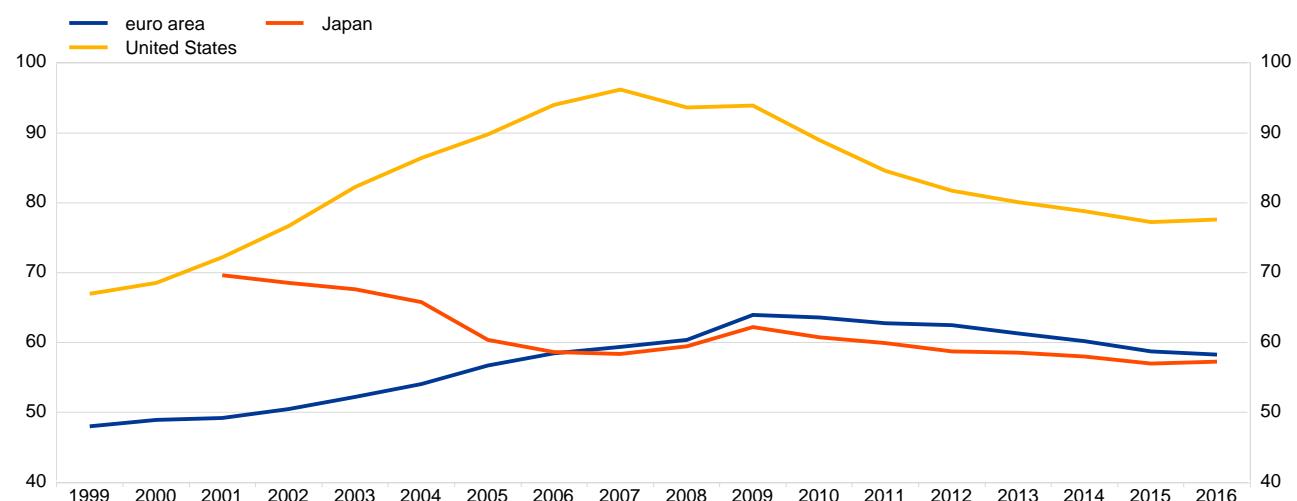
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; 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> )

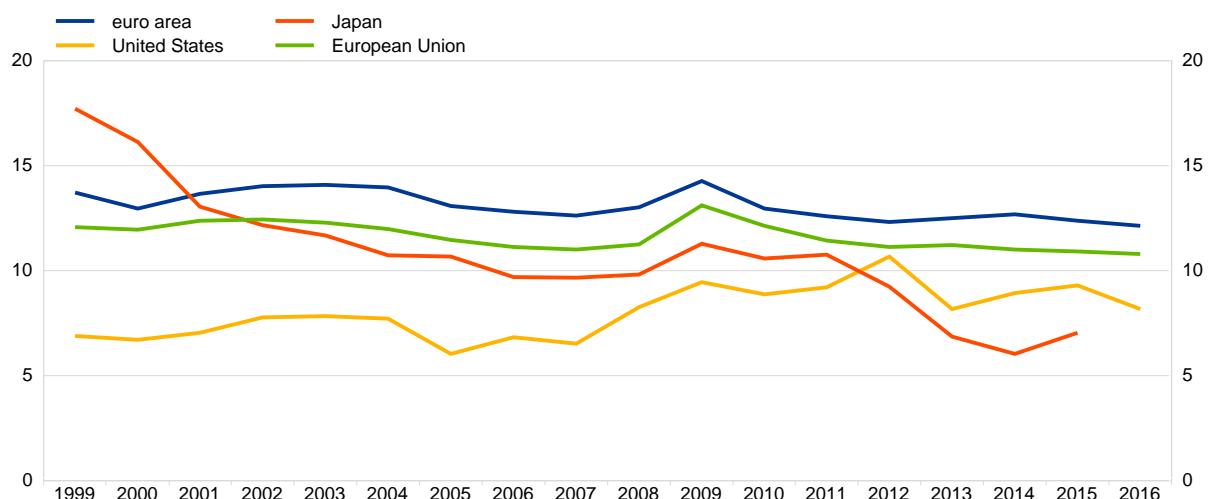
	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
Euro area	13.1	13.4	12.7	12.5	12.7	12.4	12.1
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
European Union	11.7	11.8	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	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 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)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
Euro area	96.9	88.8	106.0	105.0	106.7	108.4	107.7
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States <sup>(3)</sup>	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan <sup>(4)</sup>	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

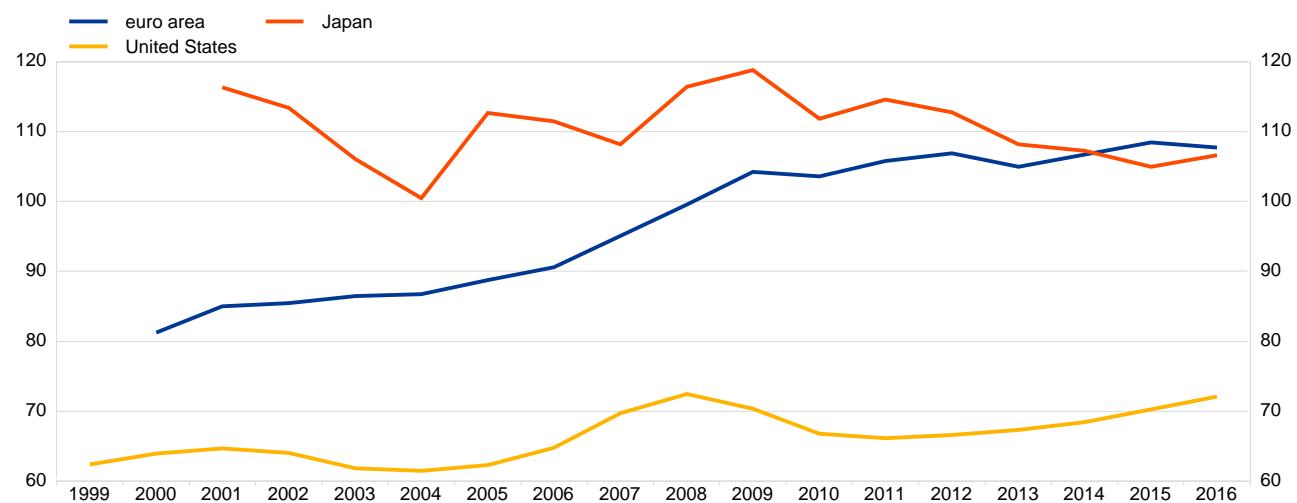
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; 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.

**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

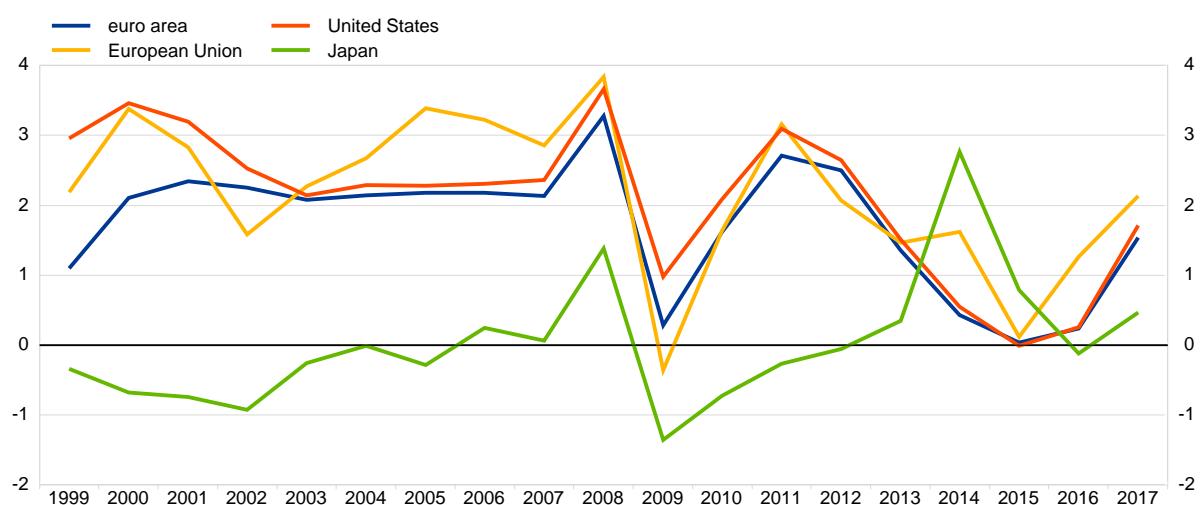
(annual percentage changes)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
Euro area	1.7	2.2	1.2	0.4	0.0	0.2	1.5
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
European Union	2.1	2.7	1.4	0.5	0.0	0.3	1.7
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

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<sup>1)</sup>

(annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
Euro area	1.4	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2
United States <sup>(2)</sup>	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan <sup>(2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-0.1

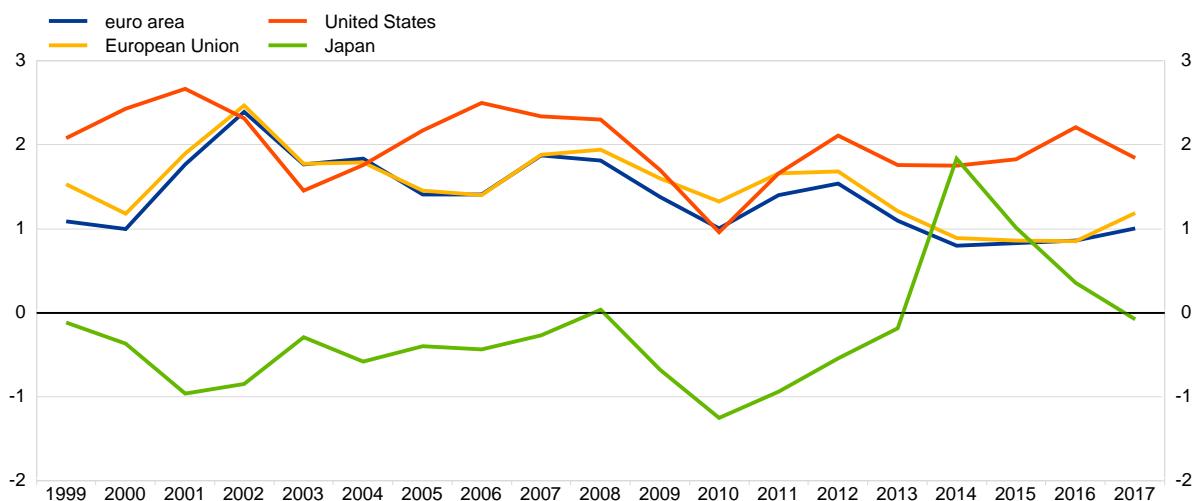
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	-
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	-
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
Euro area	1.6	2.0	1.0	0.9	1.4	0.8	1.1
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
European Union	1.5	2.0	0.9	1.7	3.0	-1.2	0.4
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

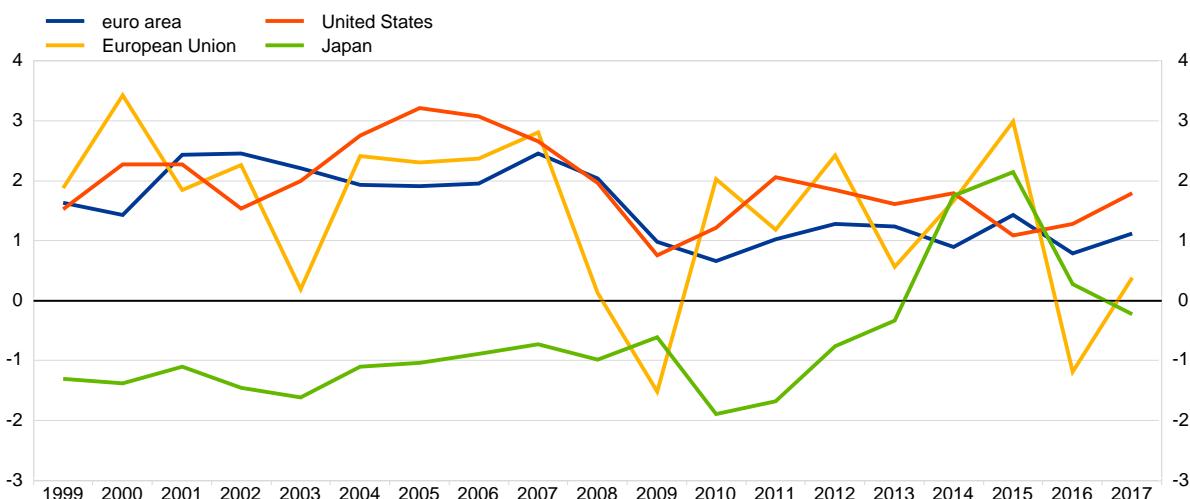
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

#### 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; domestic sales only)

	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
Euro area	1.6	2.7	0.3	-1.5	-2.8	-2.3	3.1
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
European Union	1.8	3.0	0.5	-1.6	-3.4	-1.9	3.6
United States <sup>(2)</sup>	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan <sup>(3)</sup>	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

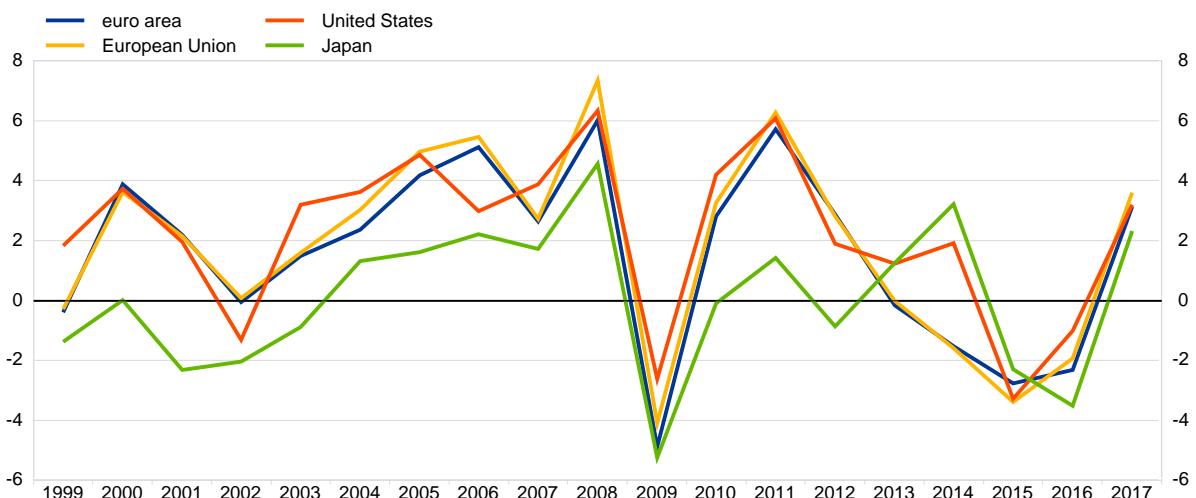
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

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; domestic sales only)



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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
Euro area	1.4	1.7	1.1	0.7	0.4	0.8	0.9
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
European Union	1.6	1.9	1.2	0.5	0.2	1.0	1.3
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

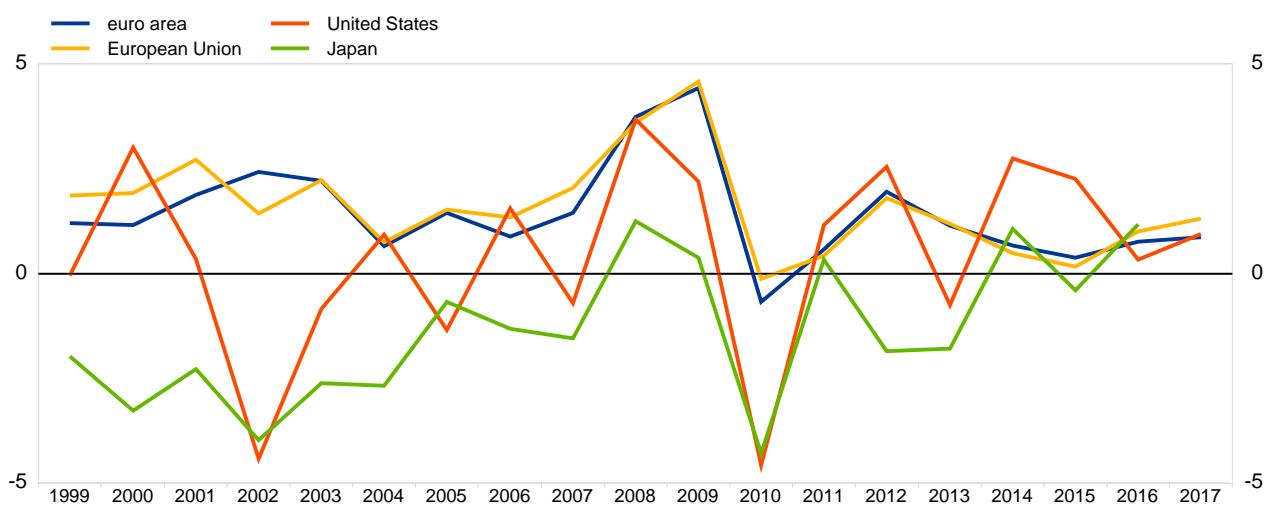
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

#### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.4	1.2	1.6
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
European Union	2.6	3.3	1.8	1.2	1.4	1.7	2.1
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

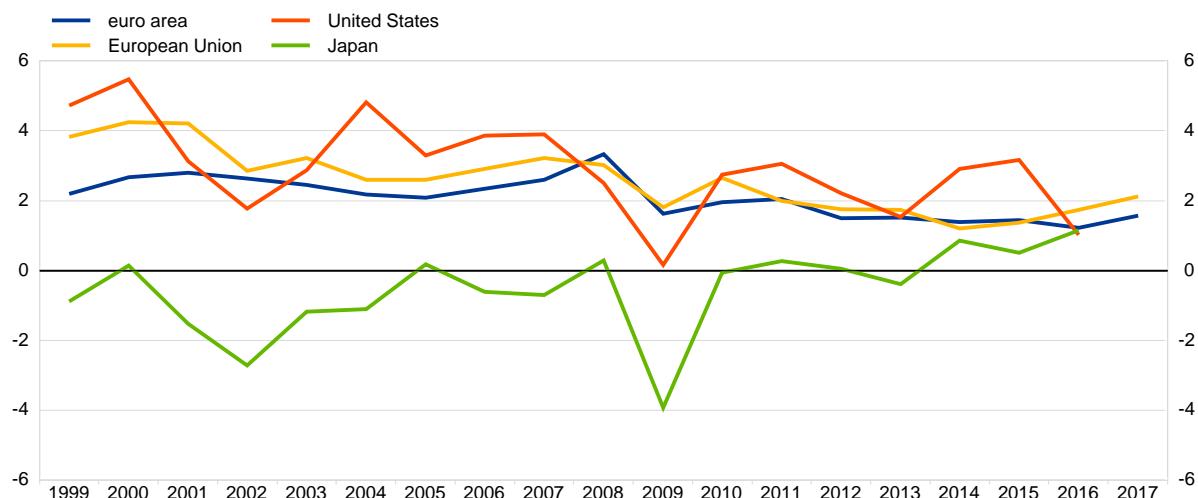
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

#### 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)

	1999-2017 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

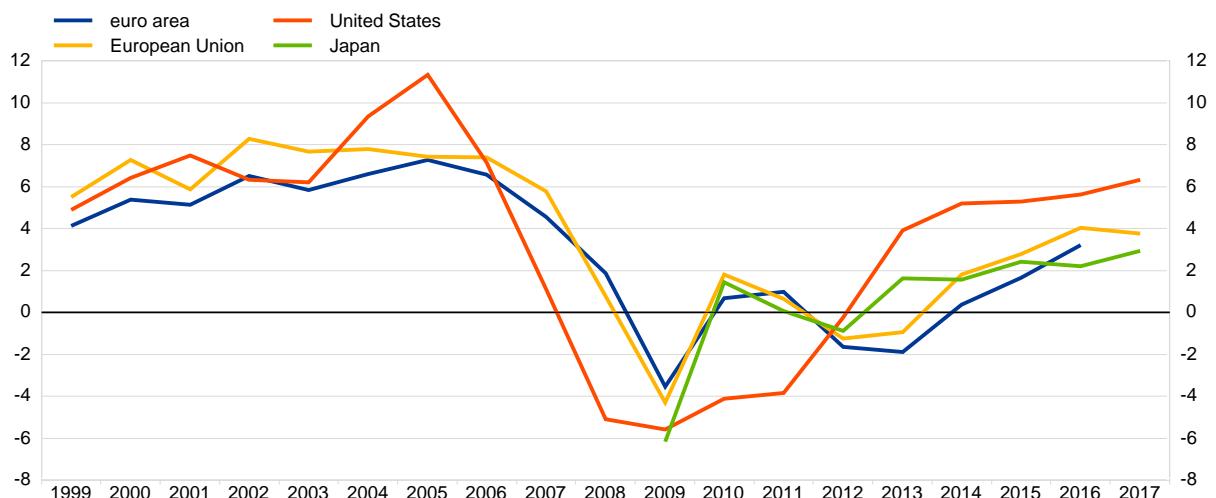
Sources: National sources and ECB.

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 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

#### 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)

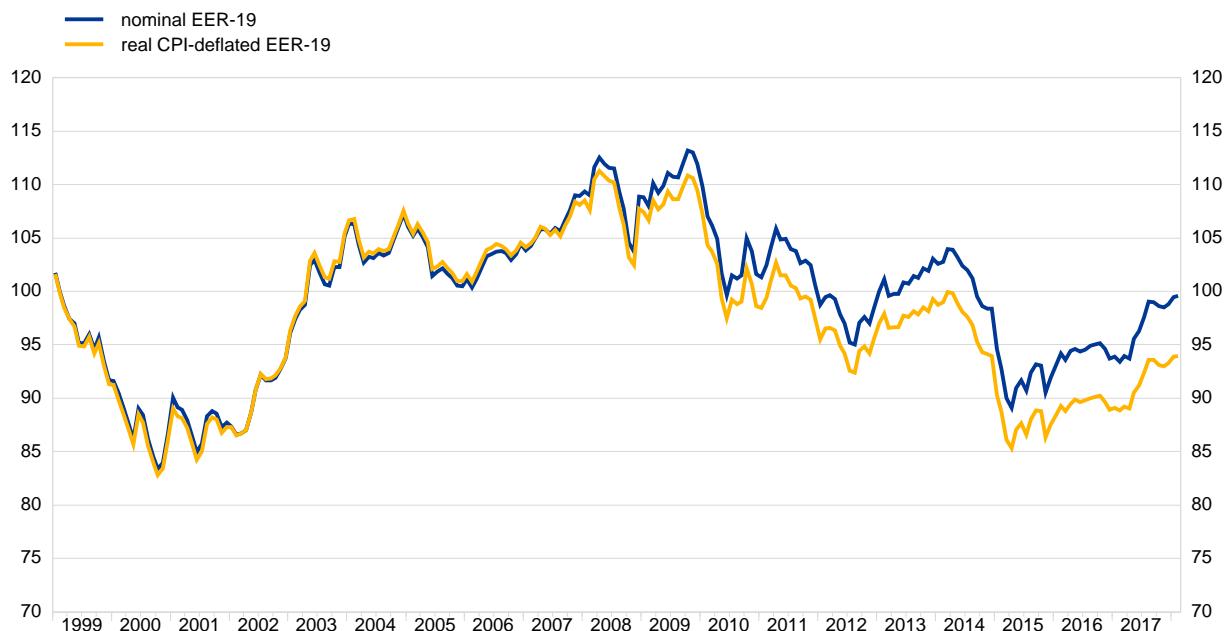
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

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)

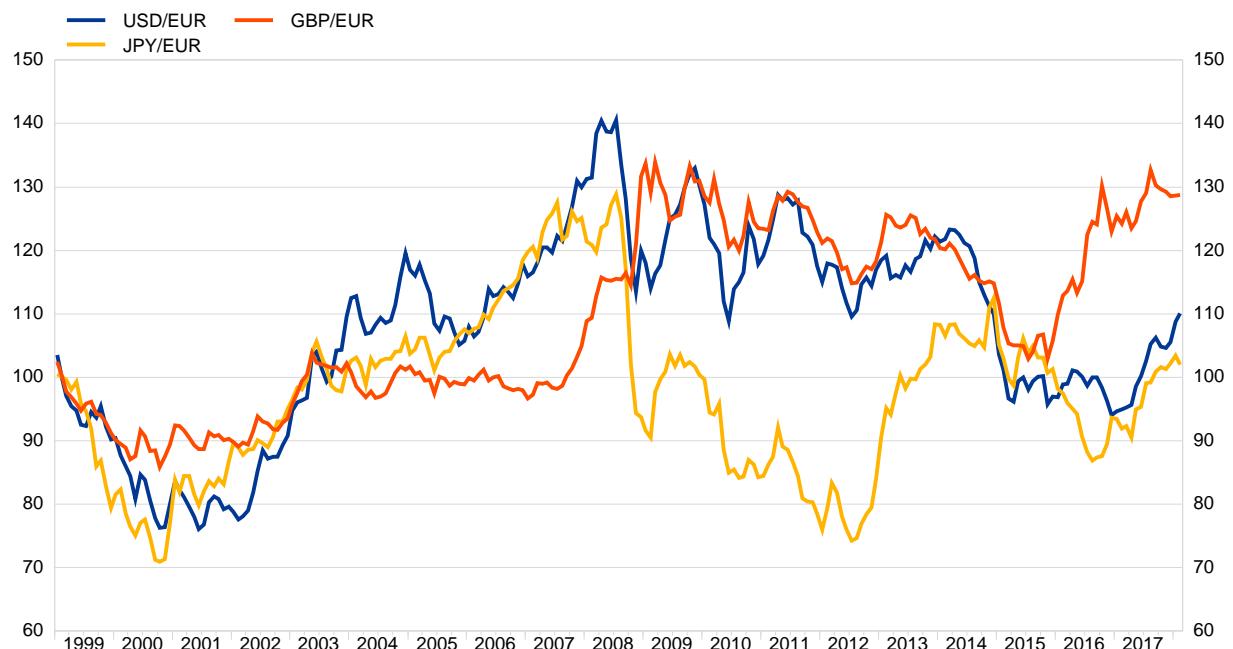
	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish złoty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

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)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

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.

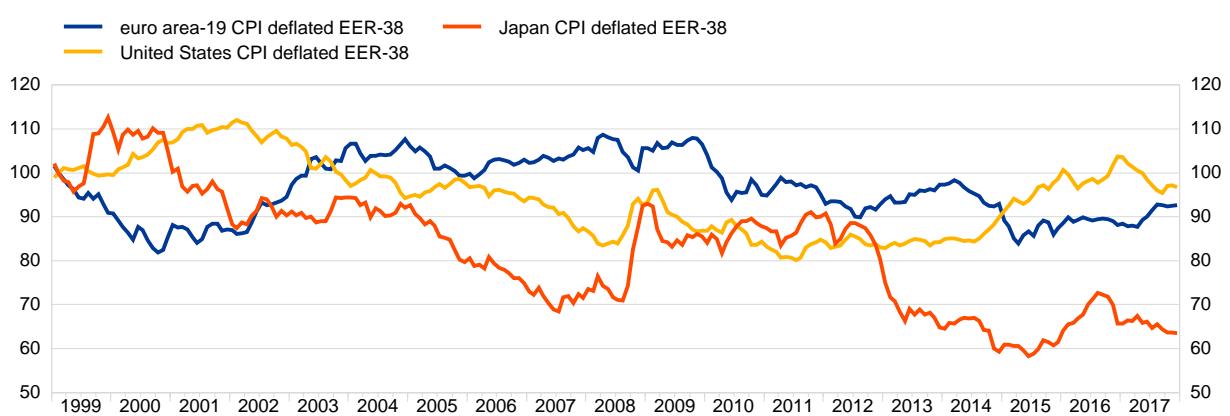
For individual euro area countries, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) 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

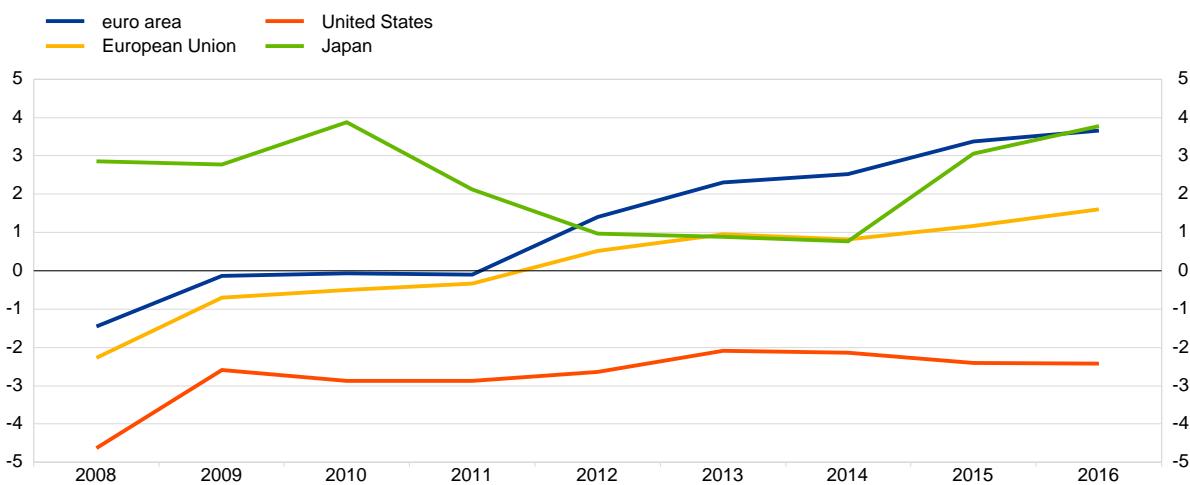
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
Euro area	1.3	-0.4	2.7	2.3	2.5	3.4	3.7
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
European Union	0.1	-1.0	1.0	0.9	0.8	1.2	1.6
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

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

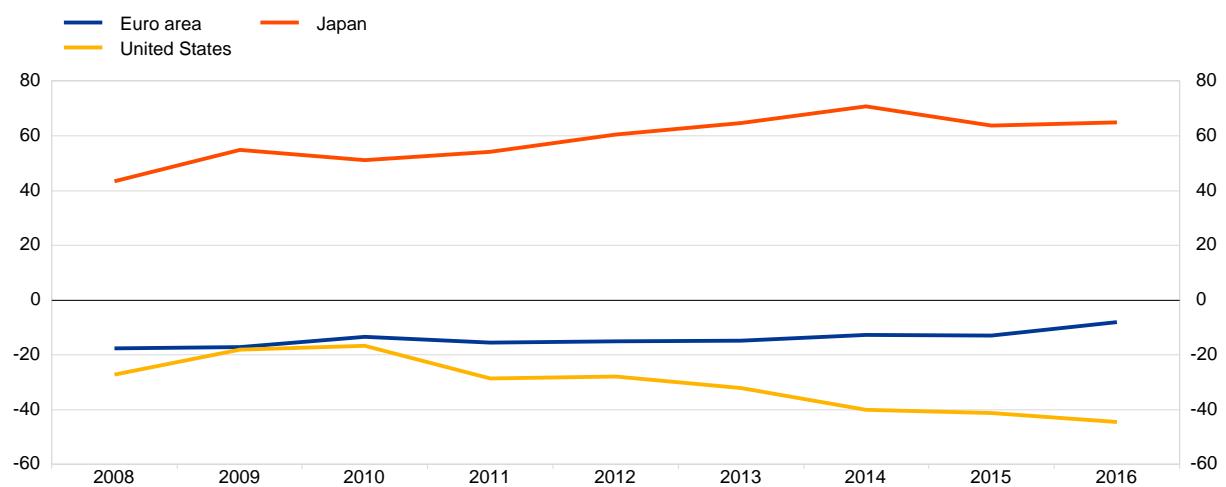
(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

	2008-2016 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
Euro area	-14.1	-16.0	-12.7	-14.8	-12.8	-12.9	-7.9
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

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

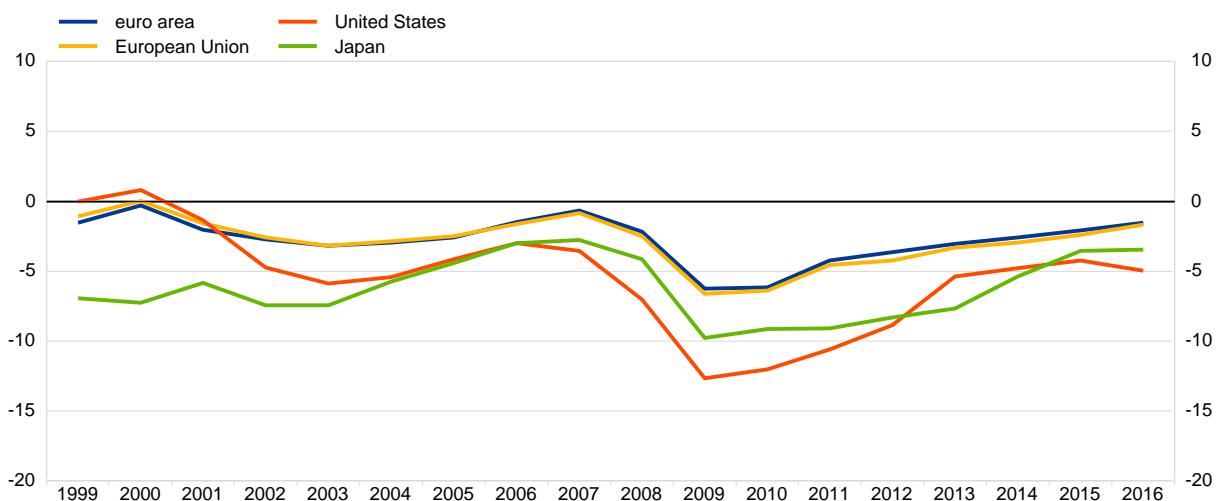
### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
European Union	-2.8	-1.9	-4.0	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-5.4	-3.6	-3.4

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Croatia available 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)

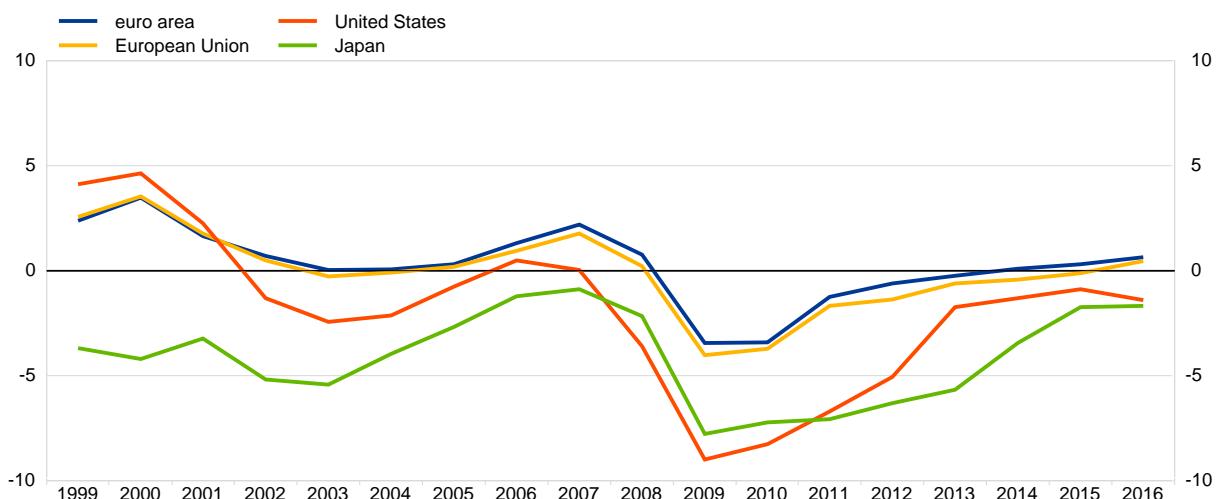
	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-3.5	-1.7	-1.7

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

**Chart 5.2 Primary general government balance**  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

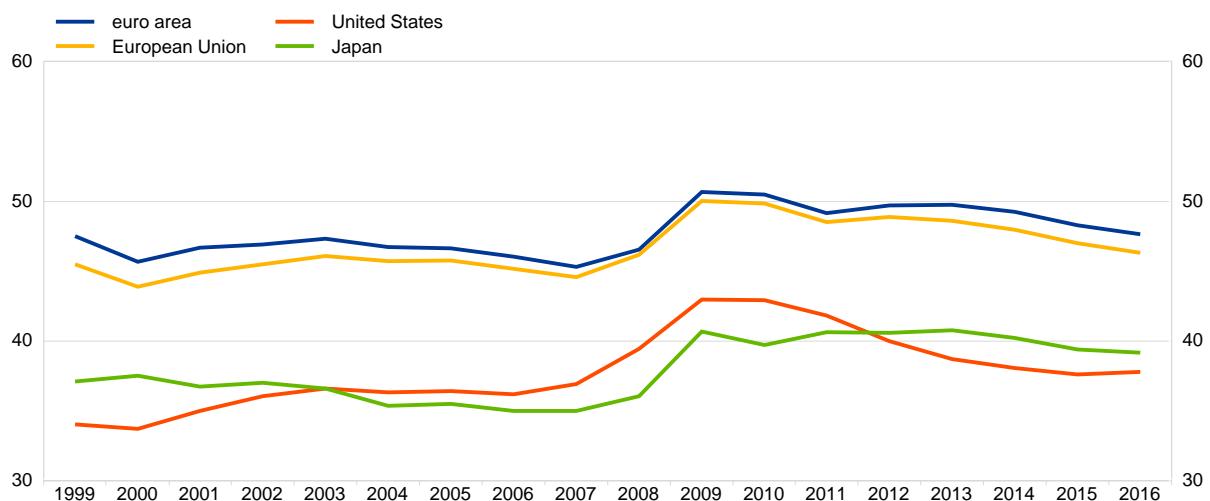
### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
Euro area	47.8	46.5	49.4	49.8	49.2	48.3	47.6
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
European Union	46.7	45.3	48.4	48.6	48.0	47.0	46.3
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Croatia available since 2002.

**Chart 5.3 General government expenditure  
(percentages of GDP)**



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.4 General government debt <sup>1)</sup>

(percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

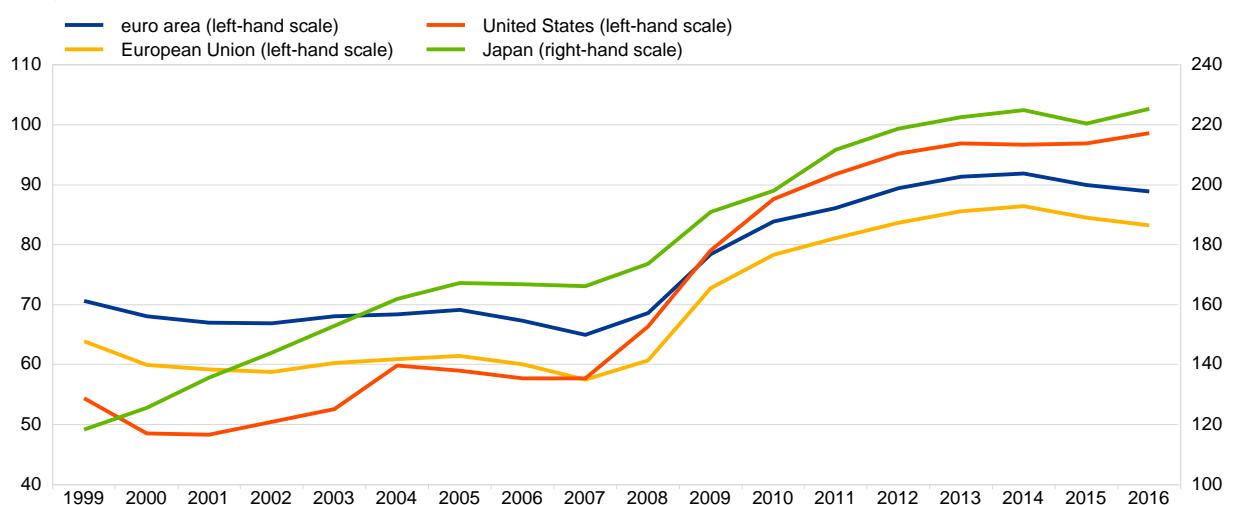
Sources: ESCB and OECD.

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 Croatia available 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

<b>ABE</b>	Autorité bancaire européenne	<b>MESF</b>	Mécanisme européen de stabilisation financière
<b>ABSPP</b>	Programme d'achats de titres adossés à des actifs	<b>MMD</b>	Montant maximal distribuable
<b>ACN</b>	Autorité compétente nationale	<b>MREL</b>	Exigence minimale pour les fonds propres et les engagements éligibles
<b>AEAPP</b>	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles	<b>MSU</b>	Mécanisme de surveillance unique
<b>AES</b>	Autorités européennes de surveillance	<b>MTFA</b>	Mécanisme de soutien financier à moyen terme
<b>AIF</b>	Autre institution financière	<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques
<b>APP</b>	Programme d'achats d'actifs	<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeur
<b>Autres EIS</b>	Autres établissements d'importance systémique	<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs de pétrole
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne	<b>PDE</b>	Procédure de déficit excessif
<b>BCN</b>	Banque centrale nationale	<b>PDM</b>	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
<b>BVAR</b>	Modèle vectoriel autorégressif bayésien	<b>PESF</b>	Programme d'évaluation du secteur financier
<b>CBCB</b>	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>CBPP3</b>	Troisième programme d'achats d'obligations sécurisées	<b>PME</b>	Petites et moyennes entreprises
<b>CERS</b>	Comité européen du risque systémique	<b>PPA</b>	Parité de pouvoir d'achat
<b>CPIM</b>	Comité sur les paiements et les infrastructures de marché	<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance
<b>CSF</b>	Conseil de stabilité financière	<b>PSPP</b>	Programme d'achats de titres du secteur public
<b>CSPP</b>	Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	<b>RPP</b>	Recommandation spécifique par pays
<b>DCT</b>	Dépositaire central de titres	<b>RTGS</b>	Règlement brut en temps réel
<b>DSP</b>	Directive sur les services de paiement	<b>SAFE</b>	Enquête sur l'accès des entreprises au financement
<b>ECMS</b>	Système de gestion des garanties de l'Eurosystème	<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>EISm</b>	Établissement d'importance systémique mondiale	<b>SEGD</b>	Système européen de garantie des dépôts
<b>EMIR</b>	Règlement européen sur les infrastructures de marché	<b>SEPA</b>	Espace unique de paiements en euros
<b>Eonia</b>	Taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro	<b>SESF</b>	Système européen de surveillance financière
<b>Euribor</b>	Taux interbancaire offert en euros	<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>EVS</b>	Entité à vocation spéciale	<b>SIPS</b>	Systèmes de paiement d'importance systémique
<b>FESF</b>	Fonds européen de stabilité financière	<b>SSE</b>	Système statistique européen
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international	<b>TIC</b>	Technologies de l'information et de la communication
<b>GFSN</b>	Filet de sécurité financière mondial	<b>TLAC</b>	Capacité totale d'absorption des pertes
<b>G20</b>	Groupe des Vingt	<b>TLTRO</b>	Opération de refinancement à plus long terme ciblée
<b>IFM</b>	Institution financière monétaire	<b>T2S</b>	TARGET2-Titres
<b>IFRS</b>	Normes internationales d'information financière	<b>UE</b>	Union européenne
<b>IMME</b>	Institut des marchés monétaires européens	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé	<b>VFT</b>	Véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation
<b>Libor</b>	Taux interbancaire offert à Londres	<b>WDN</b>	Réseau de recherche sur la dynamique des salaires
<b>MCE II</b>	Mécanisme de change II		
<b>MES</b>	Mécanisme européen de stabilité		

### Conventions utilisées dans les tableaux

- « - » données inexistantes/non pertinentes
- « . » données non encore disponibles

© Banque centrale européenne, 2018

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-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 données figurant dans le présent *Rapport* est le 16 février 2018.

La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent *Rapport* est le 16 mars 2018.

ISSN	1725-289X (html)	DOI	10.2866/38367 (html)
ISSN	1725-289X (pdf)	DOI	10.2866/467937 (pdf)
ISBN	978-92-899-3036-9 (html)	Numéro de catalogue UE	QB-AA-18-001-FR-Q (html)
ISBN	978-92-899-3067-3 (pdf)	Numéro de catalogue UE	QB-AA-18-001-FR-N (pdf)