



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Rapport annuel

2015



Sommaire

Avant-propos	4
L'économie de la zone euro, la politique monétaire de la BCE et le secteur financier européen en 2015	7
1 L'économie de la zone euro : un environnement caractérisé par une faible inflation et un bas niveau des taux d'intérêt	7
1.1 L'environnement macroéconomique mondial	7
Encadré 1 Les tensions financières dans les économies de marché émergentes	13
1.2 Les évolutions financières	16
Encadré 2 Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas ?	20
Encadré 3 Quelle est la signification du bas niveau des taux d'intérêt pour les banques et les épargnants ?	23
1.3 Activité économique	25
Encadré 4 Le rôle de la consommation privée dans la reprise économique	28
1.4 Les évolutions des prix et des coûts	30
Encadré 5 Examen des évolutions de l'inflation sous-jacente	33
1.5 Les évolutions de la monnaie et du crédit	36
1.6 La politique budgétaire et les réformes structurelles	39
2 La politique monétaire en période difficile	45
2.1 Le défi que représentent les perspectives en matière d'inflation a nécessité de nouvelles mesures décisives de la part de la BCE	45
Encadré 6 La transmission des mesures de politique monétaire aux marchés financiers et à l'économie réelle	48
2.2 Le programme d'achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées se sont déroulés sans heurt en 2015	54
Encadré 7 La participation aux opérations de refinancement	60
Encadré 8 La fourniture de liquidité au système bancaire grec en période de tensions accrues	62

3	Le secteur financier européen : tensions contenues et progrès réalisés vers l'union bancaire	64
3.1	Les risques et les vulnérabilités du système financier de la zone euro	64
	Encadré 9 Les activités bancaires parallèles dans la zone euro	67
3.2	La fonction macroprudentielle de la BCE	69
3.3	Le MSU – la fonction microprudentielle de la BCE	72
3.4	Les contributions de la BCE aux initiatives réglementaires	73
3.5	L'Union des marchés de capitaux	79
	Les autres tâches et activités	81
1	Les infrastructures de marché et les paiements	81
1.1	La mise en service de T2S et l'avenir des infrastructures de marché	82
1.2	La numérisation des opérations de paiement	83
1.3	La gestion des risques des contreparties centrales	84
2	Les services financiers offerts aux autres établissements	85
2.1	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt	85
2.2	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	86
3	Les billets et pièces	86
3.1	La circulation des billets et pièces	87
3.2	La contrefaçon des billets	88
3.3	La deuxième série de billets en euros	88
4	Les statistiques	89
4.1	Les nouvelles statistiques et les statistiques élargies de la zone euro	89
4.2	Les autres évolutions statistiques	91
5	La recherche économique	92
5.1	Les priorités de la recherche et les noyaux de recherche	92
5.2	Les réseaux de recherche Eurosystème/SEBC	93

5.3	Les conférences et les publications	95
6	Les activités et obligations juridiques	95
6.1	La participation de la BCE à des procédures judiciaires au niveau de l'UE	95
6.2	Les avis de la BCE et les cas de non-respect	97
6.3	Les évolutions juridiques liées au mécanisme de surveillance unique : la commission administrative de réexamen	99
6.4	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	99
7	Les relations internationales et européennes	101
7.1	Les relations européennes	101
7.2	Les relations internationales	104
8	La communication externe	107
	Annexe 1 Le cadre institutionnel	111
	Annexe 2 Les comités de l'Eurosystème/du SEBC	121
	Annexe 3 Les évolutions relatives à l'organisation et aux ressources humaines	123
	Comptes annuels	A 1
	Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2015	C 1
	Section Statistiques	S 1

Avant-propos



L'année 2015 a été marquée par une reprise de l'économie de la zone euro. L'inflation, toutefois, est restée orientée à la baisse. Dans cet environnement, un sujet crucial pour la zone euro en 2015 a été le renforcement de la confiance. La confiance des consommateurs pour stimuler les dépenses. La confiance des entreprises pour une reprise des créations d'emplois et de l'investissement. Et la confiance des banques pour un rebond de leur activité de prêt. Une plus grande confiance était essentielle pour soutenir la reprise et favoriser le retour des taux d'inflation vers notre objectif de niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Au cours de l'année, la confiance s'est en effet raffermie. La demande intérieure s'est substituée à la demande extérieure comme moteur de la croissance sous l'effet de la hausse de la confiance des consommateurs. La dynamique du crédit a redémarré dans la zone euro dans son ensemble. L'emploi a continué de s'améliorer. Et les craintes d'une déflation, prégantes dans la zone euro en début d'année 2015, ont été totalement dissipées.

Comme nous le décrivons dans le présent Rapport annuel, la BCE a contribué à l'amélioration de l'environnement à travers deux canaux principaux.

Le premier, et le plus important, a été celui de nos décisions de politique monétaire. Nous avons adopté des mesures décisives tout au long de l'année pour contrecarrer les menaces pesant sur la stabilité des prix et garantir l'ancrage des anticipations d'inflation. En janvier, tout d'abord, nous avons décidé d'élargir notre programme d'achats d'actifs. Nous avons, ensuite, ajusté à plusieurs reprises le programme en cours d'année, en étendant par exemple la liste des émetteurs dont les titres sont éligibles à l'achat. Enfin, en décembre, nous avons décidé d'abaisser encore le taux d'intérêt, déjà négatif, de la facilité de dépôt et de recalibrer nos achats d'actifs.

Ces mesures ont été efficaces. Les conditions de financement se sont considérablement assouplies, les taux bancaires diminuant d'environ 80 points de base dans la zone euro à partir de la mi-2014, soit une répercussion équivalente à une baisse, en une fois, des taux d'intérêt directeurs de 100 points de base en temps normal. L'incidence sur la croissance et l'inflation a également été positive. Selon les estimations des services de l'Eurosystème, sans le programme d'achats d'actifs (APP), y compris les mesures de décembre, l'inflation aurait été négative en 2015, plus d'un demi-point de pourcentage inférieure à ce qu'elle devrait être en 2016 et environ un demi-point de pourcentage plus faible en 2017. L'APP entraînera un gain de croissance du PIB de la zone euro de quelque 1,5 point de pourcentage sur la période 2015-2018.

En raison des nouvelles évolutions défavorables de l'économie mondiale, qui ont poussé les perspectives d'inflation à la baisse, nous avons recalibré notre politique à la fin de l'année. Ces vents contraires se sont intensifiés début 2016 et nécessité un nouvel assouplissement de notre orientation de politique monétaire. En mars 2016, le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir l'APP, tant en termes de volume que

de composition (introduisant pour la première fois des obligations d'entreprises), d'abaisser encore le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, de lancer une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées assorties de puissantes incitations à prêter pour les banques et de renforcer la visibilité sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*). À travers ces décisions, la BCE a réaffirmé que, même confrontée à des forces désinflationnistes au niveau mondial, elle ne se résout pas à une inflation excessivement basse.

La BCE a également, en deuxième lieu, contribué à restaurer la confiance, en 2015, en apportant des réponses aux menaces pesant sur l'intégrité de la zone euro. Ces menaces étaient principalement liées aux évolutions observées en Grèce au premier semestre de l'année. Du fait des incertitudes relatives à l'engagement du nouveau gouvernement en faveur de son programme d'ajustement macroéconomique, tant les banques que le gouvernement lui-même ont perdu l'accès au marché, alors que les épargnants accéléraient leurs retraits de fonds auprès des banques. L'Eurosystème a soutenu le système bancaire grec à travers la fourniture de liquidités d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*).

La BCE a agi en totale indépendance conformément aux règles qui la gouvernent. Il a fallu, d'une part, veiller à ne pas accorder de financement monétaire au gouvernement grec et à prêter des liquidités uniquement aux banques solvables et disposant de garanties suffisantes et, d'autre part, faire en sorte que les décisions ayant de profondes implications pour la zone euro soient prises par les autorités politiques compétentes. L'approche que nous avons suivie s'inscrivait parfaitement dans le cadre de notre mandat : elle était conforme à l'engagement envers la monnaie unique contenu dans le traité et nous avons honoré cet engagement dans les limites de nos statuts.

Bien que les risques de pertes extrêmes aient finalement pu être évités grâce à l'accord conclu entre la Grèce et les autres pays de la zone euro en vue d'un troisième programme, cet épisode a mis en lumière la fragilité de la zone euro et souligné une nouvelle fois la nécessité de parachever notre union monétaire. À cette fin, en tant que l'un des « cinq présidents », j'ai contribué, en juin 2015, à un rapport présentant des propositions concrètes en faveur de nouvelles réformes de l'architecture institutionnelle de la zone euro. Si l'on veut rendre notre union plus solide, sans imposer une charge excessive à la banque centrale, ces propositions devront bien, un jour, être concrétisées.

Enfin, en 2015, la BCE a également renforcé la confiance dans ses propres processus de décision en allant vers plus de transparence et une meilleure gouvernance. Ainsi, en janvier, nous avons publié pour la première fois les comptes rendus de nos réunions de politique monétaire, ce qui permet à tous de mieux comprendre nos délibérations. Nous avons aussi commencé à publier nos décisions relatives à l'ELA et leurs montants, des données sur les soldes TARGET2 ainsi que les agendas des membres du Directoire. Dans une période caractérisée par la mise en œuvre d'une politique monétaire non conventionnelle, ces avancées vers plus de transparence sont essentielles pour rendre compte pleinement de nos actions au grand public.

Notre gouvernance a elle aussi été consolidée à travers un projet visant à optimiser le mode de fonctionnement de la BCE alors que l'éventail de nos missions s'élargit et que nous devons relever de nouveaux défis. De ce point de vue, nous avons commencé à mettre en œuvre, en 2015, plusieurs recommandations, en nommant notamment pour la première fois un secrétaire général des services, dont le rôle consiste à soutenir l'organisation interne de la banque.

L'année 2016 ne sera pas moins porteuse de défis pour la BCE. Nous sommes confrontés à des incertitudes quant aux perspectives de l'économie mondiale. Nous faisons face à des forces désinflationnistes persistantes. Et nous opérons dans un contexte de questionnement sur la voie que va prendre l'Europe et sur sa capacité de résistance à de nouveaux chocs. Dans un tel environnement, notre engagement en faveur de notre mandat demeurera un point d'ancrage de la confiance pour les citoyens européens.

Francfort-sur-le-Main, avril 2016

Mario Draghi
Président

L'économie de la zone euro, la politique monétaire de la BCE et le secteur financier européen en 2015

1 L'économie de la zone euro : un environnement caractérisé par une faible inflation et un bas niveau des taux d'intérêt

1.1 L'environnement macroéconomique mondial

L'économie de la zone euro a été notamment affectée par trois caractéristiques principales de l'environnement international en 2015 : une divergence croissante de l'activité économique entre économies de marché avancées et émergentes ; une faiblesse historique des évolutions du commerce mondial ; et des tensions inflationnistes mondiales modérées en raison de la poursuite de la baisse des prix de l'énergie et de la persistance d'importantes capacités de production inutilisées.

La croissance économique mondiale est demeurée modeste

L'économie mondiale est restée sur la voie d'une reprise progressive en 2015, bien que la croissance économique mondiale ait légèrement ralenti par rapport à l'année précédente. L'accélération marginale de l'activité économique dans les économies avancées a été plus que compensée par un ralentissement dans les économies émergentes, avec une très forte hétérogénéité entre les pays et entre les régions. Après des récessions marquées dans plusieurs économies émergentes au premier semestre, la croissance du PIB mondial est restée modeste au regard des évolutions passées (cf. graphique 1).

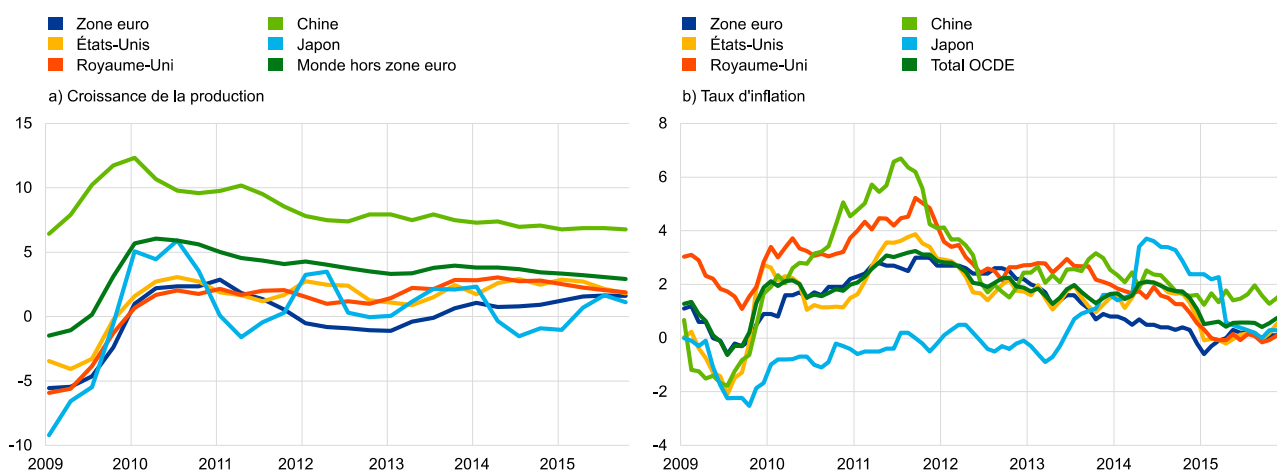
L'activité économique est demeurée résiliente tout au long de l'année dans les économies avancées, dans un contexte de maintien de conditions de financement accommodantes, d'amélioration de la situation sur les marchés du travail, de bas niveau des cours du pétrole et d'atténuation des obstacles liés au désendettement du secteur privé et à l'assainissement budgétaire. En revanche, le rythme de la croissance économique s'est nettement ralenti dans les économies de marché émergentes en raison d'un regain d'incertitude, d'obstacles structurels (liés, par exemple, à des goulets d'étranglement au niveau des infrastructures, à la faiblesse de l'environnement dans lequel opèrent les entreprises et à un manque de concurrence sur les marchés du travail et des biens) et du durcissement des conditions de financement externe. En particulier, la baisse des prix des matières premières a entraîné un ralentissement prononcé dans les pays exportateurs de matières premières, tandis que la croissance est demeurée plus résistante dans les

pays importateurs de matières premières. Toutefois, la baisse des prix des matières premières a eu une incidence globalement positive sur la demande mondiale, les pays importateurs de pétrole ayant une plus forte propension à dépenser que les pays exportateurs, mais dans certains cas, l'effet positif sur la consommation a été plus faible qu'attendu.

Graphique 1

Principales évolutions dans une sélection d'économies

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



Sources : Eurostat et données nationales.

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

Les conditions de financement sont restées généralement accommodantes à l'échelle mondiale. Le Système fédéral de réserve a reporté le début de la normalisation de sa politique monétaire à fin 2015, la Banque du Japon et la BCE continuant toutes deux de suivre des politiques monétaires expansionnistes. La Banque d'Angleterre a laissé sa politique monétaire inchangée. La volatilité sur les marchés financiers et l'aversion pour le risque sont restées relativement faibles sur la majeure partie de l'année. Cependant, au troisième trimestre de l'année, une forte correction des cours sur les marchés boursiers chinois a provoqué une hausse marquée de la volatilité. Tandis que les effets de contagion à l'économie réelle ont été limités, la perspective d'une divergence croissante de l'orientation de la politique monétaire dans les grandes économies avancées et les inquiétudes des marchés quant à la résistance de la croissance économique dans les économies émergentes ont entraîné des dépréciations considérables du taux de change et des sorties de capitaux dans un certain nombre d'économies de marché émergentes, en particulier celles présentant des déséquilibres internes et externes significatifs (cf. également encadré 1).

La faiblesse historique de la dynamique des échanges mondiaux

Après trois ans d'atonie de la dynamique des échanges mondiaux, le taux de croissance des importations mondiales de biens et de services a encore diminué au premier semestre, avant de se redresser progressivement vers la fin de l'année à

partir de très bas niveaux. Dans l'ensemble, le volume des importations mondiales n'a crû que de 1,7 % en rythme annuel en 2015, contre 3,5 % en 2014. Comme dans le cas de la croissance du PIB, ce sont principalement les évolutions observées dans les économies de marché émergentes qui ont expliqué la faiblesse des échanges mondiaux, même si certaines économies avancées ont également connu temporairement une croissance extrêmement faible de leurs échanges commerciaux.

La croissance des importations mondiales est restée inférieure à sa moyenne de long terme depuis le second semestre 2011. Bien que cette faiblesse soit due en partie à l'atonie de la reprise mondiale et soit donc dans une certaine mesure un phénomène conjoncturel, l'élasticité du commerce mondial (c'est-à-dire la réactivité de la croissance des importations mondiales à la croissance du PIB) a été exceptionnellement faible ces quatre dernières années. Alors que les échanges commerciaux ont progressé presque deux fois plus vite que le PIB mondial au cours des vingt-cinq années antérieures à 2007, ces dernières années, leur taux de croissance est devenu inférieur à celui du PIB.

De multiples raisons sont susceptibles d'expliquer la faiblesse persistante des échanges mondiaux. Il s'agit, d'une part, de facteurs cycliques qui comprennent non seulement la faiblesse persistante de la reprise de l'activité économique mondiale, mais aussi la modification de la composition de la demande dans le PIB mondial, les composantes de la demande à forte teneur en importations (comme l'investissement) ayant été particulièrement faibles. D'autre part, des facteurs structurels pourraient également jouer un rôle important, notamment les évolutions de l'activité au profit de secteurs (tels que les services) et de régions (les économies de marché émergentes, en particulier la Chine) ayant une élasticité sous-jacente plus faible aux échanges commerciaux, et les modifications de la participation aux chaînes de valeur mondiales.

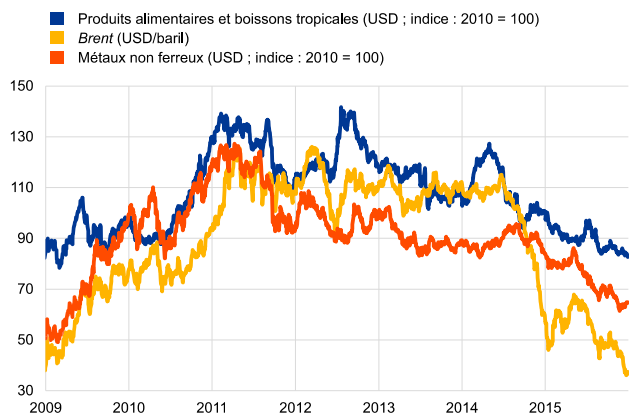
Le faible niveau des prix de l'énergie pèse sur l'inflation mondiale

La forte baisse des prix des matières premières (en particulier des prix de l'énergie) au second semestre 2014 a apporté une contribution significative à la baisse de l'inflation mondiale totale en 2015 (cf. graphique 2). Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle des prix est revenue à 0,6 % (après 1,7% en 2014), tandis que l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) n'a que légèrement baissé, revenant de 1,8 % en 2014 à 1,7 % en 2015 (cf. graphique 1).

Graphique 2

Cours des matières premières

(données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et Institut de recherche économique de Hambourg.

Tout en demeurant globalement bas, les prix du pétrole ont affiché une très forte volatilité en 2015. Auparavant, ils avaient enregistré une baisse ininterrompue, revenant de quelque 112 dollars le baril en juin 2014 à 46 dollars le baril mi-janvier 2015. Après un rebond temporaire jusqu'en mai 2015, les prix du pétrole ont baissé au second semestre, continuant de refléter une offre excédentaire sur le marché mondial du pétrole. Les pays membres de l'OPEP ont maintenu une production proche de ses niveaux record, même si la croissance de la production hors OPEP a légèrement ralenti au second semestre. En particulier, la baisse des prix et la réduction de l'investissement ont entraîné un ralentissement de la production toujours robuste de pétrole de schiste aux États-Unis, entraînant une modération de l'offre excédentaire. La demande de pétrole brut s'est redressée en 2015, sous l'effet de la baisse des prix, mais elle restée trop faible pour suivre le rythme de l'offre.

Les prix des matières premières non pétrolières ont continué de baisser en raison de facteurs liés tant à l'offre qu'à la demande. La baisse de la demande mondiale (en particulier celle de la Chine, qui est la source principale de la demande de nombreuses matières premières métalliques) a renforcé les pressions baissières sur les matières premières non pétrolières. La diminution des prix des produits alimentaires a principalement reflété l'accroissement de l'offre. Globalement, les prix des produits alimentaires exprimés en dollars ont baissé de 18 %, tandis que l'indice des prix des métaux a diminué de 17 % en 2015.

En outre, la lente réduction des écarts de production dans les économies avancées et leur élargissement dans plusieurs économies de marché émergentes ont entraîné une importante sous-utilisation des capacités de production à l'échelle mondiale, qui a renforcé les pressions à la baisse sur l'inflation mondiale. Au niveau de chacun des pays, l'inflation a également été fortement influencée par les variations du taux de change. Tandis que l'appréciation du dollar et de la livre sterling au début de l'année s'est traduite par une accentuation des pressions à la baisse sur l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni, certaines économies de marché émergentes, comme la Russie, le Brésil et la Turquie, ont été confrontées à des tensions à la hausse sur les prix exercées par une très forte dépréciation de leur devise.

Une dynamique de croissance hétérogène dans les grandes économies

Aux États-Unis, l'activité économique est restée robuste, la croissance du PIB en volume ressortant à 2,4 % en moyenne en 2015, sans changement par rapport à l'année précédente. Après une certaine faiblesse au début de l'année imputable à des facteurs temporaires tels que les mauvaises conditions météorologiques et des perturbations affectant le trafic portuaire, la croissance du PIB au deuxième et au

troisième trimestre a été assez robuste et tirée principalement par la demande intérieure finale, tandis que la contribution des exportations nettes a été négative. L'activité économique s'est ensuite de nouveau ralentie au quatrième trimestre. Les dépenses de consommation privée sont restées dynamiques dans un contexte de conditions de financement encore accommodantes, de baisse des prix du pétrole, de renforcement des bilans des ménages et d'amélioration de la confiance des consommateurs. La dynamique sous-jacente du marché du travail est également restée robuste, avec une nouvelle baisse du taux de chômage à 5,0 % à la fin de l'année. Sous l'effet de la forte baisse des prix de l'énergie et de l'appréciation du dollar depuis le second semestre 2014, l'inflation est restée extrêmement basse sur l'ensemble de 2015. La hausse annuelle de l'IPC s'est inscrite en moyenne à 0,1 %, contre 1,6 % en 2014, tandis que la hausse de l'IPC sous-jacent (hors produits alimentaires et énergie) est restée pratiquement inchangée à 1,8 %.

La politique monétaire est restée très accommodante sur la majeure partie de 2015. Les projections de taux d'intérêt établies par le Comité fédéral de l'*open market* et les contrats à terme de fonds fédéraux ont diminué au fil du temps, les anticipations relatives à un relèvement des taux d'intérêt de la politique monétaire étant reportées à un avenir plus lointain. En décembre 2015, le Comité a décidé de relever la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux à 0,25 - 0,50%, soit la première hausse en plus de neuf ans. L'orientation budgétaire a été globalement neutre pour l'exercice 2015, le ratio de déficit budgétaire s'inscrivant en léger recul à 2,5 % du PIB, son niveau le plus bas depuis 2007.

Au Japon, la croissance du PIB en volume a été relativement volatile au cours de l'année. Après une forte hausse au début de l'année, l'activité économique s'est temporairement affaiblie au deuxième trimestre avant de renouer avec une croissance positive, quoique modérée, au second semestre. La reprise est intervenue sur fond de rebond de la consommation privée et des exportations. En moyenne, le PIB en volume a progressé de 0,7 % en 2015, ce qui a constitué une légère accélération par rapport à 2014, quand le Japon avait évité une forte récession grâce à un relèvement des taux de la TVA. La dissipation des effets de base de cette hausse de la TVA s'est également traduite par un ralentissement de l'inflation à 0,8 % en moyenne (après 2,7 % en 2014). Ainsi, malgré la poursuite du programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif mis en œuvre par la Banque du Japon, l'inflation est encore très inférieure à son objectif de 2 %, même si l'inflation sous-jacente a montré quelques signes d'accélération vers la fin de l'année.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est légèrement modérée en 2015. La croissance annuelle du PIB a ralenti à 2,2 % en 2015, contre près de 3 % en 2014, selon des estimations provisoires. En particulier, la croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a décéléré par rapport au rythme très rapide enregistré l'année précédente. Le bas niveau de l'inflation a contribué à la hausse du revenu disponible réel des ménages, soutenant ainsi la consommation privée et la croissance du PIB. Par rapport à l'année précédente, le marché du travail a continué de se renforcer et le taux de chômage a diminué, revenant à quelque 5 % fin 2015. De nouveaux progrès ont été accomplis en matière d'assainissement budgétaire et,

selon les estimations, le déficit des administrations publiques est tombé à 4,5 % environ du PIB en 2015. L'inflation a reculé par rapport à son niveau d'un an plus tôt, oscillant autour de 0 % tout au long de l'année, sous l'effet des faibles niveaux des prix de l'énergie et des produits alimentaires et de l'appréciation de la livre sterling. En 2015, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a conservé une orientation accommodante de la politique monétaire, maintenant son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme de rachats d'actifs à 375 milliards de livres.

En Chine, le ralentissement progressif de l'économie s'est poursuivi dans un contexte de fléchissement de la croissance de l'investissement et de tassement des exportations. La croissance annuelle du PIB s'est inscrite en recul à 6,8 % en 2015, contre 7,3 % l'année précédente. Au cours de l'été, les marchés boursiers chinois ont subi une forte correction après les gains importants enregistrés les mois précédents, soulevant des inquiétudes relatives à la stabilité financière et aux perspectives de croissance économique en Chine et dans d'autres économies émergentes. L'incidence sur la stabilité macroéconomique et financière de la correction du marché boursier a été toutefois assez limitée. Face à la baisse de l'IPC (revenu de 2,0 % en 2014 à 1,5 % en 2015) et afin de contribuer à la stabilisation de la croissance, la Banque populaire de Chine a poursuivi la politique d'assouplissement qu'elle avait engagée en novembre 2014, en procédant en 2015 à plusieurs réductions supplémentaires des taux d'intérêt de référence et des taux de réserves obligatoires. De plus, de nouvelles réformes ont été introduites pour renforcer le rôle joué par les forces du marché dans la détermination du taux de change, entraînant une dépréciation du yuan renminbi (et des devises d'autres marchés émergents) par rapport au dollar et un regain de volatilité sur les marchés boursiers pendant les semaines qui ont suivi cette décision. S'agissant de la politique budgétaire, les dépenses d'infrastructures publiques ont été accrues afin de soutenir l'investissement total.

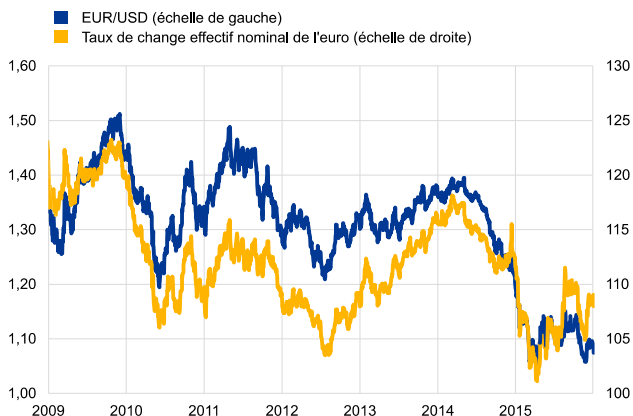
L'euro a continué de se déprécier

Au cours de 2015, le taux de change de l'euro s'est affaibli en termes effectifs nominaux. Les variations du taux de change de l'euro ont continué de refléter pour une grande part les différences de situation conjoncturelle et d'orientation de la politique monétaire dans les principales économies. Ces évolutions ont été caractérisées par quatre phases différentes. Au premier trimestre 2015, l'euro s'est fortement déprécié avant l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs par la BCE. Il s'est ensuite stabilisé au deuxième trimestre, malgré des accès de volatilité occasionnels en liaison avec les évolutions des négociations entre la Grèce et ses créanciers internationaux ainsi qu'avec les variations des anticipations des marchés concernant la date d'une éventuelle hausse des taux directeurs du Système fédéral de réserve des États-Unis. Durant l'été, l'euro s'est nettement apprécié dans un environnement d'aversion accrue pour le risque à l'échelle mondiale et d'incertitude relative aux évolutions en Chine et dans les économies émergentes plus généralement. Au quatrième trimestre, l'euro s'est à nouveau déprécié globalement, en raison d'un regain d'anticipations d'une divergence croissante des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique.

Graphique 3

Taux de change de l'euro

(données quotidiennes)



Source : BCE.

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

Le taux de change effectif nominal de l'euro (mesuré par rapport aux 38 principaux partenaires commerciaux de la zone) a reculé de plus de 3 % en rythme annuel (cf. graphique 3). En termes bilatéraux, l'euro s'est nettement déprécié contre le dollar des États-Unis (- 11,0 %). Conformément à cette évolution, l'euro a reculé vis-à-vis des devises ancrées sur le dollar, comme le yuan renminbi chinois (- 6,5 %). L'euro s'est aussi déprécié par rapport à la livre sterling (- 5,9 %) et au yen japonais (- 10,3 %). En revanche, l'euro s'est nettement apprécié contre le real brésilien (+ 29,2 %) et le rand sud-africain (+ 18,9 %).

S'agissant des devises européennes étroitement liées à l'euro, la couronne danoise est actuellement l'unique devise participant au mécanisme de change européen II (MCE II), après que la Lituanie a rejoint la zone euro le 1^{er} janvier 2015. La couronne danoise

s'est échangée à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II, tandis que la *Danmarks Nationalbank* a abaissé ses taux directeurs à quatre reprises en janvier et en février 2015. Après l'annonce par la Banque nationale suisse, le 15 janvier 2015, de l'abandon de son objectif de taux de change plancher de 1,20 franc suisse pour un euro, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au franc suisse, s'échangeant légèrement au-dessus de la parité depuis lors. Le lev bulgare est resté ancré à l'euro, tandis que l'euro s'est légèrement affaibli vis-à-vis des devises de plusieurs États membres de l'UE ayant un régime de flottement du taux de change, notamment la couronne tchèque (- 2,6 %), le zloty polonais (- 0,2 %), la couronne suédoise (- 2,2 %) et la kuna croate (- 0,3 %).

Encadré 1

Les tensions financières dans les économies de marché émergentes

Les inquiétudes relatives aux perspectives de croissance économique de la Chine et des économies de marché émergentes plus généralement, ainsi que les anticipations croissantes d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis ont conduit à une période de volatilité accrue sur les marchés financiers des économies émergentes en 2015. Plusieurs pays ont enregistré des sorties de capitaux importantes sur les marchés domestiques des actions et des obligations, associées à une augmentation des écarts de rendements des obligations du secteur privé et des obligations souveraines et à des pressions significatives à la dépréciation de leur monnaie nationale. Pour essayer de contrer ces évolutions défavorables, certaines banques centrales se sont engagées dans des interventions à grande échelle sur les marchés de change en vendant des réserves de change. Les tensions ont atteint leur point culminant fin août 2015 lorsqu'une correction brutale des marchés boursiers chinois a entraîné une forte augmentation de l'aversion au risque au niveau mondial, avec des répercussions significatives sur les marchés financiers mondiaux, y compris ceux de la zone euro.

Les tensions financières observées dans les principales économies de marché émergentes ont atteint un pic au troisième trimestre 2015, à un niveau très élevé même dans une perspective à

plus long terme. Le graphique A présente un indicateur agrégé des tensions financières dans les économies de marché émergentes qui combine des informations relatives aux flux de portefeuille, aux évolutions des taux de change, aux variations des écarts de rendement des obligations domestiques et aux variations des réserves de change. L'indicateur a enregistré un pic en septembre 2015, atteignant le deuxième niveau le plus élevé observé au cours des dix dernières années et dépassant également les niveaux élevés atteints au cours de l'épisode du « *taper tantrum* » mi-2013. Seule la période qui avait immédiatement suivi le choc de la crise financière mondiale fin 2008 avait suscité des niveaux de tensions plus élevés. S'agissant des différentes composantes de l'indicateur agrégé, les tensions élevées observées en 2015 ont principalement résulté des évolutions des taux de change et, dans une moindre mesure, de la diminution des réserves de change. Après la baisse du marché boursier chinois fin août 2015, les économies de marché émergentes ont également enregistré d'importantes sorties au titre des actions, ce qui a contribué au pic atteint par les tensions financières en septembre 2015.

Graphique A Tensions financières dans les principales économies de marché émergentes

(données mensuelles)



Sources : Haver, Institute of International Finance et calculs de la BCE.
Notes : L'indicateur des tensions financières dans les économies de marché émergentes combine des informations provenant de différentes séries chronologiques sur les marchés financiers : (1) flux de portefeuille vers les marchés obligataires et boursiers (Institute of International Finance) ; (2) évolutions du taux de change nominal bilatéral vis-à-vis du dollar (Système fédéral de réserve) ; (3) variations des écarts de rendement du marché obligataire domestique par rapport aux rendements obligataires aux États-Unis (*Emerging Market Bond Index* de JP Morgan) ; (4) variations des réserves de change (Statistiques financières internationales du FMI). L'indicateur présenté correspond à une moyenne mobile sur trois mois de la première composante principale, qui explique près de 50 % de la variation totale de l'ensemble de données d'origine. Des valeurs positives (négatives) de l'indicateur dénotent des niveaux de tensions supérieurs (inférieurs) à la moyenne de long terme. L'échantillon de pays comprend le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, la Thaïlande et la Turquie. Les données sont mensuelles et couvrent la période débutant en janvier 2005. La dernière observation se rapporte à décembre 2015.

Même si les anticipations croissantes d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis ont contribué au regain de volatilité sur les marchés financiers en 2015, elles n'en ont probablement pas été le principal déclencheur. Les anticipations d'une hausse des taux d'intérêt américains ont entraîné une appréciation généralisée du dollar en 2015 et une augmentation de la volatilité sur les marchés de change. Dans le même temps, le relèvement des taux intervenu en décembre 2015 était bien anticipé par les marchés et avait été largement intégré depuis le début de l'année. De plus, à la différence de ce qui s'est passé lors de l'épisode du *taper tantrum*, les rendements des bons du Trésor américains à dix ans n'ont pas affiché de tendance haussière claire en 2015 et la prime de terme est demeurée très réduite.

La forte volatilité financière observée dans les économies de marché émergentes durant l'année 2015 a résulté plus largement des inquiétudes concernant les conséquences du ralentissement de la croissance en Chine et la chute des prix des matières premières. Par exemple, après la correction sur le marché

boursier chinois en août 2015, certaines économies de marché émergentes exportatrices nettes de matières premières ont enregistré de fortes dépréciations de leur monnaie. Les monnaies des économies ayant des liens commerciaux importants avec la Chine ont également fortement réagi, notamment celles du Chili, de l'Indonésie, de la Malaisie et de la Thaïlande.

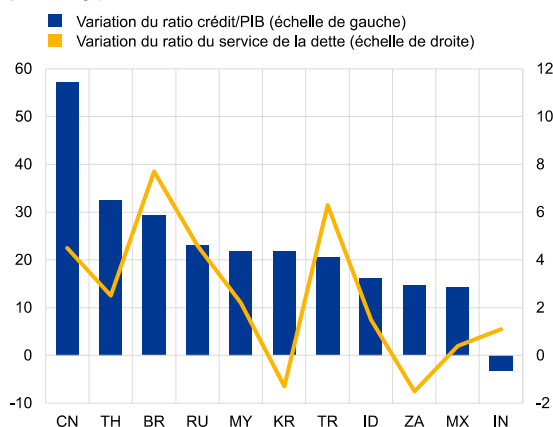
Dans le même temps, les vulnérabilités existantes et les inquiétudes que soulèvent les perspectives de croissance plus faibles ont également contribué aux tensions sur les marchés

financiers. La plupart des économies de marché émergentes ont enregistré un ralentissement de la croissance ces dernières années, sous l'effet à la fois de facteurs conjoncturels et d'obstacles structurels et sont confrontées à une détérioration des perspectives de croissance pour les prochaines années. De plus, certaines économies qui avaient déjà été jugées fragiles par les marchés financiers durant le *taper tantrum* de 2013 le sont restées. Le Brésil, l'Indonésie et l'Afrique du Sud ont continué d'enregistrer des déficits jumeaux (déficit budgétaire et déficit du compte des transactions courantes), comme c'était le cas début 2013, le Brésil et l'Afrique du Sud souffrant également d'une inflation élevée et d'un essoufflement de la croissance. La Turquie a également continué d'afficher des déséquilibres externes significatifs, s'accompagnant d'une inflation élevée et d'une forte croissance du crédit. La chute des prix des matières premières a affecté négativement les pays exportateurs nets de matières premières, notamment la Russie et le Brésil. En Russie, le ralentissement en cours a été aggravé par les sanctions économiques et la faiblesse des prix du pétrole, qui ont plongé l'économie dans une forte récession. En revanche, l'Inde a réussi à corriger certaines de ses vulnérabilités par rapport à 2013, faisant reculer à la fois l'inflation et le déficit des transactions courantes, grâce à l'éventail de mesures de stabilisation et de renforcement de la croissance mises en œuvre par les autorités.

Graphique B

Variations du ratio crédit/PIB et du ratio du service de la dette

(T1 2010 - T2 2015 ; en points de pourcentage du PIB ; en points de pourcentage)



Sources : Banque des règlements internationaux et calculs de la BCE.
Notes : Crédit se rapporte au total des crédits consentis au secteur non financier par les banques nationales, tous les autres secteurs de l'économie et les non-résidents ; en termes d'instruments financiers, il couvre le « noyau dur de la dette », défini comme étant les prêts, les titres de créance, la monnaie et les dépôts. Le ratio du service de la dette reflète la part du revenu consacré au service de la dette dans le secteur privé non financier. Se reporter à la liste des abréviations de noms de pays figurant à la fin du présent Rapport.

La croissance rapide du crédit a également rendu de nombreuses économies de marché émergentes sensibles au durcissement des conditions de financement au niveau mondial. Les conditions de financement favorables au niveau mondial ont contribué à l'expansion rapide du crédit dans nombre de ces pays au cours des dernières années (cf. graphique B). En Chine, où la croissance rapide du crédit a soutenu la vigueur de l'investissement, le crédit au secteur privé non financier a atteint près de 200 % du PIB en 2015. En dépit de taux d'intérêt bas, l'augmentation des niveaux d'endettement a entraîné une hausse des ratios du service de la dette pour les ménages et les entreprises dans de nombreuses économies de marché émergentes, indiquant des risques accrus pour la stabilité financière, en particulier si le durcissement des conditions de financement au niveau mondial devait conduire à une nouvelle augmentation des taux d'intérêt. De plus, ces dernières années, plusieurs

économies de marché émergentes ont sensiblement augmenté leur financement externe en dollars, ce qui les rend vulnérables à une nouvelle appréciation du dollar.

Globalement, les tensions financières de 2015 ont mis en évidence les vulnérabilités existant dans certaines économies de marché émergentes et la nécessité d'y remédier, en particulier dans le contexte du durcissement probable des conditions financières mondiales et des perspectives de croissance plus faibles de ces pays.

1.2 Les évolutions financières

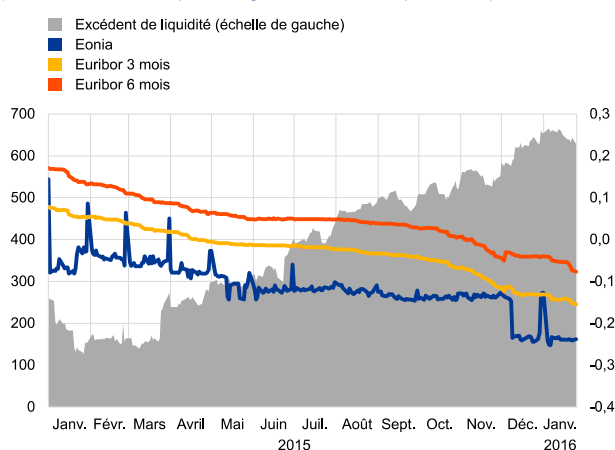
En 2015, la dynamique financière de la zone euro a été déterminée dans une large mesure par les décisions de politique monétaire de la BCE, et notamment par le programme d'achats d'actifs (APP). En conséquence, les taux du marché monétaire, les rendements des emprunts publics et le coût du financement externe pour les sociétés non financières ont tous poursuivi leur baisse pour s'établir à de nouveaux points bas historiques. Par ailleurs, la situation financière des ménages a continué de s'améliorer.

Les taux du marché monétaire de la zone euro ont diminué dans un contexte de hausse du niveau de l'excédent de liquidité

Les taux du marché monétaire ont continué de fléchir en 2015, reflétant au départ la poursuite de la transmission du taux de la facilité de dépôt, devenu négatif pour la première fois en juin 2014. Les stratégies initialement adoptées par les investisseurs pour éviter des taux d'intérêt négatifs *via* la quête de rendements plus élevés sur des échéances un peu plus longues, l'acquisition de titres de qualité et, dans une moindre mesure, la prise de risques de crédit plus élevés sont progressivement devenues obsolètes, au fur et à mesure de l'ajustement des prix. En outre, les frictions observées sur le marché en liaison avec le passage à des taux négatifs se sont progressivement dissipées.

Graphique 4
Taux du marché monétaire et excédent de liquidité

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



Sources : BCE et Bloomberg.

Note : Les dernières observations se rapportent au 11 janvier 2016.

Les injections de liquidité résultant des mesures non conventionnelles de politique monétaire ont exercé une pression à la baisse supplémentaire sur les taux du marché monétaire. En particulier, l'APP et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont été les principaux facteurs à l'origine de l'augmentation de l'excédent de liquidité. Ce dernier ayant atteint plus de 650 milliards d'euros à la fin de l'année, les taux sont devenus de plus en plus négatifs (cf. graphique 4) et l'activité s'est ralentie sur certains compartiments du marché monétaire de la zone euro.

Au cours de la période qui a précédé la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2015, les taux du marché monétaire ont fléchi davantage encore, reflétant les anticipations par le marché d'un assouplissement monétaire supplémentaire. Le 3 décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé

d'abaisser le taux de la facilité de dépôt à - 0,30 % et de prolonger l'APP au moins jusqu'à mars 2017. Par conséquent, les courbes de rendement du marché monétaire se sont progressivement déplacées encore plus bas.

Dans l'ensemble, en dépit de certaines craintes initiales, le passage en terrain négatif de nombreux taux de référence s'est effectué sans heurt, y compris sur les

échéances plus longues comme pour l'Euribor 6 mois. L'Euribor 3 mois et l'Euribor 6 mois sont devenus négatifs en avril et en novembre, respectivement, s'établissant à - 0,13 % et - 0,04 % fin 2015.

Les rendements des emprunts publics ont atteint des points bas historiques

Le marché des emprunts publics de la zone euro a été fortement influencé par le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) (cf. graphique 5)¹. Tout d'abord, à la suite de l'annonce et de la mise en œuvre de ce programme, les rendements à long terme de la dette notée AAA ont poursuivi la baisse amorcée en 2014, atteignant de nouveaux points bas historiques au printemps. Par la suite, les rendements se sont inscrits en hausse jusqu'à mi-2015 sous l'effet de bonnes surprises concernant les perspectives économiques de la zone euro, de facteurs techniques de marché et d'un processus d'apprentissage grâce auquel le marché s'est adapté à la mise en œuvre du PSPP. Au second semestre 2015, les rendements ont recommencé à diminuer, la persistance de risques à la baisse sur les perspectives d'inflation ayant conduit à un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE, notamment au prolongement de l'APP. Globalement, le rendement moyen des emprunts publics à dix ans dans la zone euro a atteint un point bas historique de 0,6 %. Ce chiffre est sensiblement inférieur aux moyennes enregistrées les années précédentes, et également à la moyenne de 2,1 % constatée aux États-Unis. Il est cependant resté supérieur au rendement moyen de 0,4 % observé au Japon.

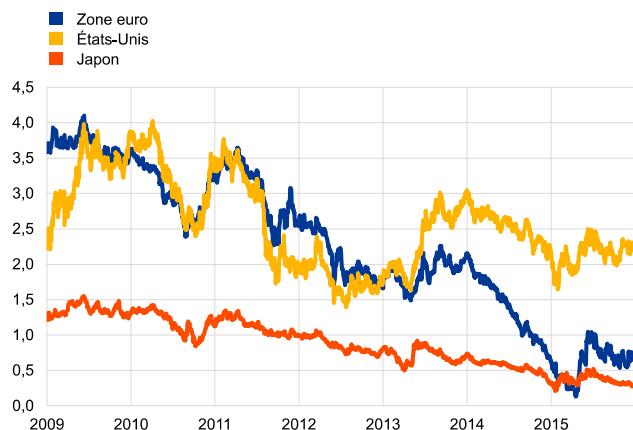
Les évolutions des écarts de rendement des emprunts publics au sein de la zone euro ont été relativement modérées en rythme annuel, mais font apparaître une certaine hétérogénéité entre les pays. Dans le même temps, ces écarts sont demeurés à des niveaux comparables à ceux observés avant le début de la crise de la dette souveraine.

¹ Cf. également l'encadré 6 intitulé *La transmission des mesures de politique monétaire aux marchés financiers et à l'économie réelle*.

Graphique 5

Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



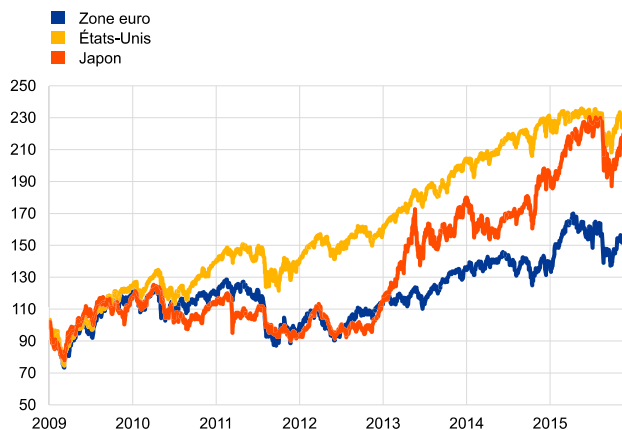
Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

Notes : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des obligations à dix ans ou dont l'échéance s'en rapproche le plus. Le rendement des emprunts publics de la zone euro est fondé sur les données de la BCE relatives aux obligations notées AAA, qui incluent les emprunts publics autrichiens, finlandais, allemands et néerlandais.

Graphique 6

Principaux indices boursiers

(indice : 1er janvier 2009 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters.

Note : Les indices utilisés sont l'indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, l'indice Standard & Poor's 500 pour les États Unis et l'indice Nikkei 225 pour le Japon.

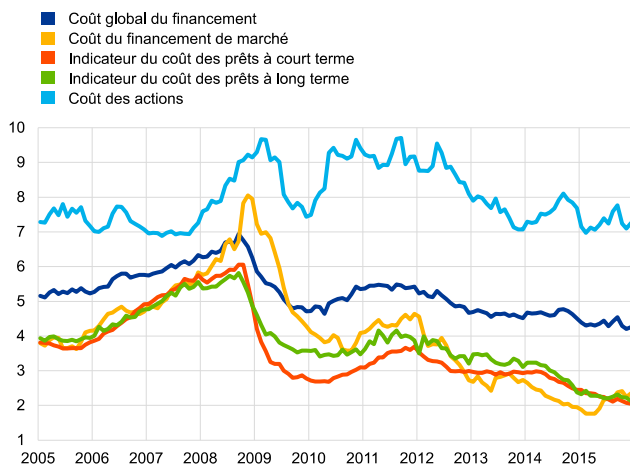
Les cours des actions ont augmenté dans un contexte de volatilité accrue

Les marchés boursiers de la zone euro ont également été affectés par le PSPP. Les cours des actions ont commencé par augmenter de manière significative en anticipation et à la suite de l'annonce du programme, soutenus par la baisse des rendements obligataires qui s'est traduite par une diminution des taux d'actualisation et par un rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs en faveur d'actifs plus risqués. En conséquence, la valeur de l'indice EuroStoxx avait augmenté de presque un quart au printemps (cf. graphique 6). Toutefois, mi-2015, la volatilité a augmenté et les cours boursiers ont baissé, reflétant l'incertitude liée aux événements en Grèce et la forte diminution des cours boursiers en Chine, évolutions qui, associées au recul rapide des prix du pétrole, ont suscité des préoccupations quant aux perspectives économiques mondiales. Néanmoins, les marchés boursiers de la zone euro ont enregistré une hausse à l'automne (en partie parce que ces préoccupations ont suscité des anticipations d'une orientation accommodante de la politique monétaire des grandes banques centrales, y compris la BCE) et ont fini l'année sur une progression de 8 % environ.

Graphique 7

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

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



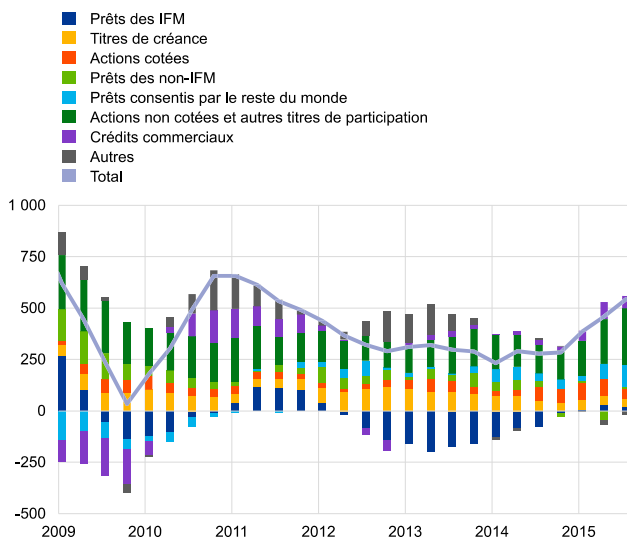
Sources : BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le coût global du financement pour les sociétés non financières se calcule comme une moyenne pondérée du coût des crédits bancaires, du coût de l'endettement de marché et du coût des actions, sur la base de leurs encours respectifs calculés d'après les comptes de la zone euro. Le coût des actions est mesuré par un modèle d'actualisation des dividendes en trois phases qui utilise les informations tirées de l'indice Datastream du marché des actions non financières. Les dernières observations se rapportent à novembre 2015.

Graphique 8

Variations des sources de financement externe des sociétés non financières dans la zone euro

(sommes sur quatre trimestres ; en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les prêts des IFM et les prêts des non-IFM (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments inclus dans le graphique. Elle comprend les prêts inter-entreprises. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015.

Le coût nominal du financement externe des sociétés non financières a également atteint un plancher historique

En réduisant le coût de l'endettement de marché et le coût des actions, l'annonce du PSPP a également contribué à faire baisser le coût nominal global du financement externe pour les sociétés non financières (SNF) jusqu'à un nouveau point bas historique en février 2015 (cf. graphique 7). En particulier, l'assouplissement des conditions de financement des banques résultant à la fois du PSPP et des TLTRO a contribué à réduire encore plus le coût des prêts bancaires pour les SNF. En raison d'une intermédiation financière reposant davantage sur les banques dans la zone euro, la diminution du coût du financement bancaire a joué un rôle important dans la réduction du coût nominal global du financement externe. Elle a compensé le renchérissement de l'endettement de marché au deuxième semestre et la hausse du coût des fonds propres associée aux évolutions des marchés boursiers mi-2015. Point important, l'hétérogénéité des coûts du financement externe d'un pays à l'autre de la zone s'est encore atténuée en 2015, au fur et à mesure que le renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'est transmis aux pays les plus touchés par la crise.

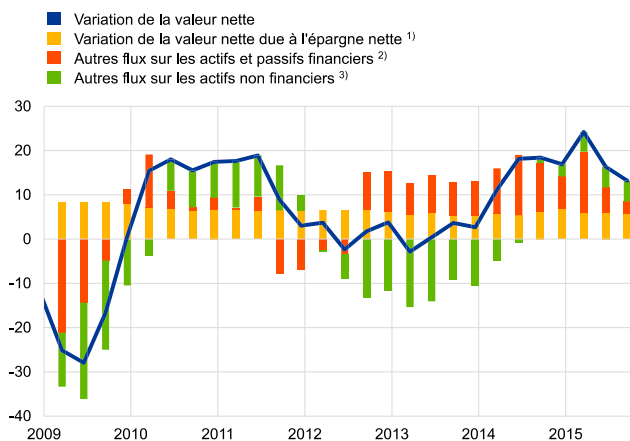
Le recours au financement externe s'est accru

Le bas niveau des coûts de financement (tant nominaux que réels), associé à un meilleur accès au financement et à un renforcement de l'économie, a entraîné un net accroissement du recours des SNF au financement externe au cours des trois premiers trimestres 2015 (cf. graphique 8). Les prêts bancaires, les émissions d'actions non cotées et les crédits commerciaux ont été les principaux facteurs à l'origine de cette hausse globale, tandis que la persistance d'une croissance soutenue des bénéfices non distribués a très probablement légèrement restreint les émissions de titres. Point important, en 2015, les SNF ont accru pour la première fois en quatre ans leur recours aux prêts bancaires, ce qui reflète à la fois un renforcement de l'offre de crédit et une amélioration constante de la

Graphique 9

Variation de la valeur nette des ménages

(sommes sur quatre trimestres ; en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les données relatives aux actifs non financiers sont des estimations de la BCE. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2015.

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

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

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

demande de crédit. L'offre de crédit s'est redressée sous l'effet de l'assouplissement des conditions de financement des banques et de l'amélioration du profil risque/rendement des prêts par rapport à d'autres actifs². La demande de crédit, quant à elle, a bénéficié des baisses continues du coût des prêts sur fond de renforcement des perspectives économiques. Outre les prêts bancaires, les émissions de titres de créance et d'actions cotées ont fortement augmenté entre janvier et avril 2015, après l'annonce du PSPP, avant de ralentir au second semestre de l'année avec la hausse du coût du financement de marché.

La valeur nette des ménages a continué d'augmenter

Le bas niveau des taux d'intérêt et le niveau élevé des prix d'actifs qui en résulte, et se reflète également dans la dynamique des prix des logements, ont gonflé la valeur nette des ménages de la zone euro en 2015 (cf. graphique 9).

Les coûts de financement des ménages de la zone euro sont restés proches de niveaux historiquement bas sur l'ensemble des catégories de prêts, mais ont continué de varier d'un pays à l'autre et selon le type de prêt. Les emprunts des ménages auprès des banques se sont redressés à un rythme modéré.

Encadré 2

Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi bas ?

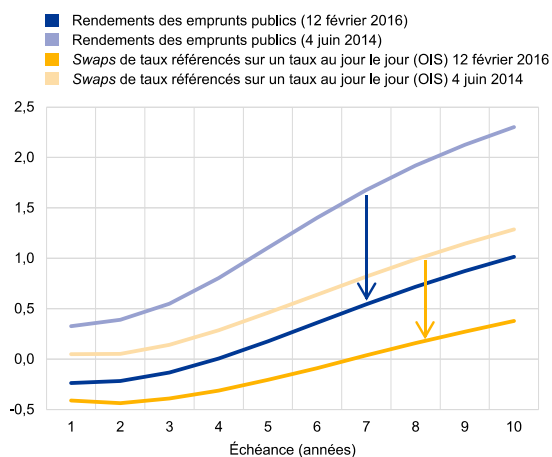
Les taux d'intérêt nominaux de la zone euro se situent aujourd'hui à des niveaux historiquement bas, avec un taux des opérations principales de refinancement proche de 0 % et un taux de la facilité de dépôt négatif. Au cours des dix-huit derniers mois, la courbe des rendements dans la zone euro s'est déplacée vers le bas et s'est aplatie (cf. graphique A).

² Pour de plus amples informations concernant l'assouplissement des conditions de financement des banques, cf. également la section 1.5 du chapitre 1, qui analyse les résultats récents de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Graphique A

Rendements synthétiques des emprunts publics de la zone euro et courbe du *swap* de taux référencé sur un taux au jour le jour

(en points de base)



Source : BCE.

Ces évolutions observées pour l'ensemble des économies avancées étant, à tout point de vue, hautement inhabituelles, il est important de comprendre pourquoi les taux d'intérêt sont si bas. Ces taux d'intérêt très bas ne relèvent que partiellement du choix de la banque centrale. Ils sont également le reflet de facteurs spécifiques au plan mondial et dans la zone euro, dont certains sont de nature séculaire, tandis que d'autres sont liés aux répercussions de la crise financière³.

La politique monétaire ne peut pas traiter ces forces de long terme qui pèsent sur l'économie, mais il lui faut en revanche répondre aux tensions désinflationnistes qu'elles créent. Si cela s'inscrit dans son mandat, la banque centrale peut aussi réagir aux faiblesses supplémentaires de la demande agrégée résultant de la crise. Elle s'y emploie en

ramenant le taux d'intérêt à un niveau aussi proche que possible de ce que l'on appelle le taux d'intérêt « d'équilibre », c'est-à-dire le taux d'intérêt pour lequel les ressources sont pleinement employées dans l'économie et l'inflation stabilisée au niveau le plus proche de l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale. Compte tenu de la gravité de la crise, ce taux n'a pu être atteint par la seule politique monétaire conventionnelle et il a été nécessaire de recourir à un ensemble de mesures non conventionnelles. À plus long terme, assurer la stabilité des prix créera les conditions d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt et de leur convergence vers des niveaux plus proches de la normale.

Dans ce contexte, le présent encadré examine les déterminants de la faiblesse des taux d'intérêt dans la zone euro et en analyse certaines implications pour les banques et les épargnants. Si l'orientation accommodante de la politique monétaire est clairement justifiée pour soutenir la reprise et l'inflation, et se révèle efficace, comme le prouvent la réduction des taux débiteurs des banques et l'amélioration de la disponibilité du crédit pour les entreprises et les ménages, des taux d'intérêt bas peuvent avoir des conséquences pour ceux qui sont plus dépendants des revenus d'intérêts, tels que les détenteurs de comptes d'épargne. De plus, des taux d'intérêt bas sont susceptibles d'exercer des effets secondaires non désirés, par exemple en encourageant une prise de risque excessive sur les marchés financiers. Par conséquent, il est important de comprendre les causes sous-jacentes de la faiblesse persistante des taux d'intérêt, notamment parce qu'elle peut être liée à des facteurs échappant au contrôle de la politique monétaire.

³ Cf. également C. Bean, C. Broda, T. Ito et R. Kroszner, *Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates*, *Geneva Reports on the World Economy* 17, Centre international d'études monétaires et bancaires, octobre 2015.

Les déterminants du bas niveau des taux d'intérêt

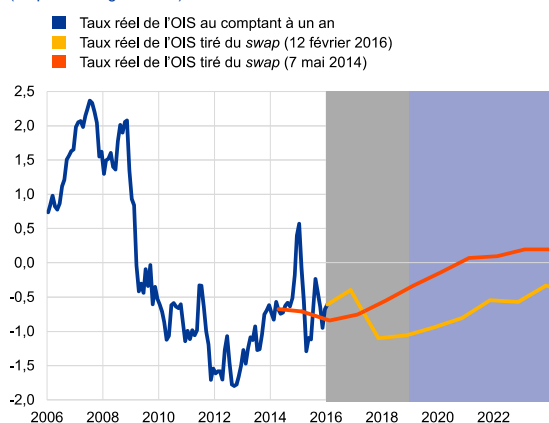
Afin de mieux comprendre les différents facteurs à l'origine du bas niveau des taux d'intérêt, il est utile de ventiler les rendements nominaux à long terme en quatre composantes : l'inflation anticipée sur la durée de l'actif, la trajectoire prévue des taux réels à court terme, la prime de risques d'inflation et la prime de terme réelle, qui, conjuguées, représentent la compensation exigée par les investisseurs pour privilégier la détention d'obligations à long terme plutôt que le renouvellement des titres à court terme. Au total, toutes ces composantes ont contribué au très bas niveau des taux d'intérêt à long terme observé aujourd'hui.

Dans une perspective de long terme, les rendements nominaux des obligations à long terme sont orientés à la baisse dans l'ensemble des principales économies avancées depuis les années mille neuf cent quatre-vingt. Ce fléchissement reflète en partie l'amélioration des cadres de politique monétaire adoptés par les banques centrales, qui a entraîné un recul des anticipations d'inflation à long terme et réduit les primes de risque d'inflation, contribuant ainsi à la diminution des rendements nominaux.

Graphique B

Évolution induite par le marché du taux réel à un an dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

À l'origine des évolutions des taux d'intérêt réels à long terme, celles-ci se rapportent *in fine* à la productivité et à la croissance de la population, ainsi qu'au comportement d'épargne. On peut penser que ces forces déterminent l'investissement et par conséquent la demande de fonds prêtables, qui doit être compensée par l'épargne. Sur longue période, la croissance de la productivité globale des facteurs et celle de la population se sont ralenties dans la zone euro pendant des décennies. Il est également possible que la propension à épargner se soit accrue au plan mondial.

Outre le poids de ces forces s'exerçant à long terme, il existe d'autres facteurs pesant sur les taux d'intérêt réels qui sont plus directement liés à la crise financière mondiale. En particulier, la zone euro continue de traverser une « récession des bilans », où un excès d'endettement sévère crée

Le recul des taux nominaux à long terme s'explique également par la composante réelle, les taux d'intérêt réels à terme s'inscrivant en territoire négatif à un horizon éloigné (cf. graphique B). Comme le taux d'intérêt réel à terme recouvre le taux d'intérêt réel attendu et la prime de terme réelle, il a été montré que les taux d'intérêt réels attendus à des horizons suffisamment éloignés, après suppression de la prime anticipée, constituent une approximation du taux d'intérêt réel d'équilibre⁴.

Une partie de la baisse des taux d'intérêt réels mondiaux s'explique par des forces s'exerçant à long terme, tandis que l'autre tient à des dynamiques plus conjoncturelles. Si l'on utilise l'approche théorique du modèle de croissance de Solow pour organiser les différentes forces à

⁴ Pour plus d'informations, cf. A. Bofim, *Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?*, Federal Reserve Board, juillet 2001.

les conditions d'un net recul, qui nécessite ensuite une forte réduction du levier d'endettement et prolonge la dépression.

La dernière composante affectant les taux d'intérêt à long terme est la prime de terme. Là encore, des forces s'exerçant à long terme se sont conjuguées à des dynamiques plus conjoncturelles liées à la crise financière pour tirer les taux d'intérêt nominaux vers le bas. Dans la zone euro, les primes de terme se sont réduites du fait des acquisitions de titres par l'Eurosystème ainsi que de facteurs tels que l'offre et la demande d'actifs sûrs au plan mondial.

Globalement, la faiblesse des taux d'intérêt résulte finalement de tendances de long terme décevantes conjuguées aux conséquences conjoncturelles d'une crise financière complexe et d'une dépression macroéconomique exceptionnellement longue. Les prévisions relatives à la persistance de ces influences sont entourées de fortes incertitudes. Si les forces à long terme à l'origine du recul prolongé des taux réels n'entrent pas dans le champ de la politique monétaire, il appartient en revanche à la banque centrale, dans le cadre de son mandat, de s'assurer que l'inflation revienne à un niveau proche de l'objectif de la banque centrale et s'y stabilise, ce qui contribuera ensuite à placer l'économie sur une trajectoire de croissance soutenable sur laquelle le sous-emploi conjoncturel des ressources sera résorbé. Actuellement, ce mandat encourage les politiques pouvant exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt pour l'ensemble de la structure par termes, afin que les conditions d'emprunt demeurent à des niveaux suffisamment accommodants pour garantir que la situation économique et l'inflation se normalisent à moyen terme.

De fait, les données montrent que les mesures de la BCE font sentir leurs effets sur le système financier, en assurant un ancrage à leur valeur plancher des taux à court terme actuels et anticipés et en réduisant la composante prime de terme réelle des taux à long terme. Les taux des prêts bancaires appliqués aux ménages et aux sociétés non financières ont continué de fléchir, tandis que la croissance du crédit se redresse graduellement, tout en restant faible (cf. section 1.5 de ce chapitre).

En conséquence, l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire de la BCE constitue un moyen nécessaire et efficace de garantir la stabilité des prix à moyen terme. Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne définissant la stabilité des prix comme objectif primordial de la politique monétaire dans la zone euro, l'orientation actuelle de la politique monétaire de la Banque centrale européenne est totalement conforme à son mandat.

Encadré 3

Quelle est la signification du bas niveau des taux d'intérêt pour les banques et les épargnants ?

Il est important de contrôler les éventuels effets secondaires défavorables pour les banques et les épargnants de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE. Même si le mandat de maintien de la stabilité des prix inscrit dans le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ne doit pas être sacrifié à d'autres considérations, il est possible d'atténuer le risque d'effets secondaires en élaborant des mesures de protection appropriées et en désignant les domaines dans lesquels d'autres politiques devraient intensifier leurs efforts pour remédier aux

faiblesses sous-jacentes de l'économie et du système financier de la zone euro. Les inquiétudes fréquentes quant aux éventuels effets secondaires de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et du contexte de bas niveau des taux d'intérêt sont liées à leur incidence sur la rentabilité des banques et sur la rémunération de l'épargne.

Un impact potentiellement négatif sur le secteur financier est souvent associé à l'effet d'un environnement de faibles taux d'intérêt sur la rentabilité des banques (avec notamment les achats d'actifs par la banque centrale et l'aplatissement de la courbe des rendements qu'ils favorisent). En d'autres termes, le modèle d'activité traditionnel des banques, qui consiste à transformer les échéances (en finançant l'acquisition d'actifs à long terme par l'émission d'engagements à court terme), peut être gêné par des pressions à la baisse sur leurs marges d'intermédiation. De plus, le taux négatif de la facilité de dépôt risque encore de réduire la rentabilité des banques qui déposent d'importants excédents de liquidité auprès de l'Eurosystème.

Même si ces effets sont effectivement observables, il convient de ne pas perdre de vue d'autres effets bénéfiques, susceptibles de les compenser, liés aux programmes d'achats d'actifs et, plus largement, aux instruments de la politique monétaire accommodante. En soutenant l'activité économique, ces instruments améliorent la capacité des emprunteurs à honorer leurs engagements, entraînant des effets positifs sur les bilans des banques grâce à une amélioration sensible de la qualité de leurs actifs et à une baisse de leurs besoins de provisionnement. Par ailleurs, l'augmentation générale des prix des actifs déclenchée par la politique monétaire accommodante entraîne des plus-values pour ces actifs au bilan des banques.

Les informations tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ne permettent pas de conclure, à l'heure actuelle, à une prépondérance des effets négatifs de l'orientation accommodante sur la rentabilité des banques au niveau de la zone euro. En fait, au cours des mois qui ont suivi le début des achats dans le cadre du programme d'achat d'actifs (APP), un pourcentage net positif de banques ont fait état d'une progression de la rentabilité imputable à l'APP. Même si l'effet exercé *in fine* par l'APP sur la rentabilité des banques peut différer selon les pays, en fonction des caractéristiques structurelles de chaque système bancaire, globalement, ces éléments justifient une évaluation positive.

La deuxième inquiétude a trait à la baisse de la rémunération de l'épargne des ménages, notamment celle qui est détenue sous forme de dépôts auprès des banques⁵. Il existe effectivement un lien étroit entre cette rémunération et l'orientation actuelle de la politique monétaire. Par conséquent, les taux nominaux de nombreux types d'épargne dans la zone euro sont actuellement très faibles dans une perspective historique.

Cependant, comme nous l'avons expliqué précédemment, l'environnement de faibles taux d'intérêt est en réalité un reflet des conditions macroéconomiques et structurelles existantes. La faible rémunération de l'épargne est donc un symptôme plutôt qu'une cause de l'atonie de la reprise. L'abandon de l'orientation accommodante actuelle de la politique monétaire freinerait davantage le dynamisme économique, découragerait l'emprunt (par exemple de la part des entreprises

⁵ Cf. U. Bindseil, C. Dornick et J. Zeuner, *Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review*, Occasional Paper Series, n° 161, BCE, mai 2015 pour une analyse plus détaillée de l'argument selon lequel les épargnants supportent les coûts de l'orientation accommodante de la politique monétaire. Pour plus de détails, cf. également l'article intitulé *German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment*, Monthly Report, Deutsche Bundesbank, octobre 2015.

cherchant à financer des projets d'investissement rentables) et contribuerait finalement à prolonger la période de faibles taux d'intérêt.

Enfin, il est essentiel de s'attaquer aux forces fondamentales qui sont responsables du bas niveau actuel du taux d'intérêt réel d'équilibre. Cela doit être réalisé essentiellement par des politiques structurelles efficaces capables d'augmenter la productivité et d'améliorer la croissance économique de manière durable. En outre, les politiques budgétaires doivent soutenir la reprise économique tout en continuant de respecter les règles budgétaires de l'UE. Enfin, pour supprimer les obstacles résiduels à une croissance forte et durable, il est manifestement nécessaire de remédier au caractère incomplet de l'UEM sur le plan institutionnel, en suivant les pistes exposées dans le rapport des cinq présidents.

1.3 Activité économique

Malgré une dégradation de l'environnement extérieur, l'activité économique de la zone euro est restée soutenue sous l'effet de l'amélioration de la demande intérieure. Par conséquent, la reprise progressive dans la zone euro, qui s'était

amorcée au deuxième trimestre 2013, s'est poursuivie sur l'ensemble de 2015. La croissance annuelle moyenne s'est établie à 1,5 % en 2015

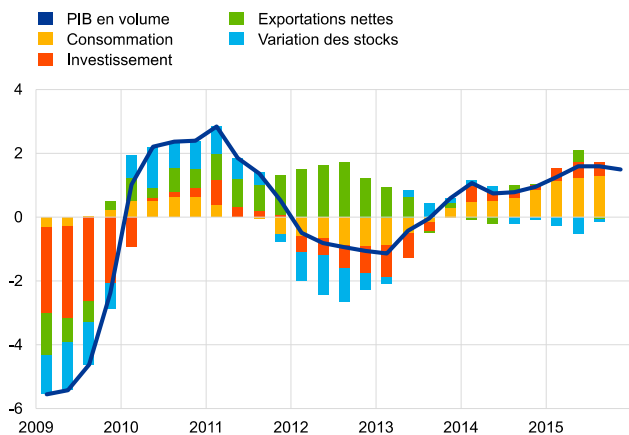
(cf. graphique 10), ce qui constitue son taux le plus élevé depuis 2011. Le redressement progressif de la croissance reflète principalement la bonne tenue de la consommation privée, qui a été relativement généralisée dans les pays de la zone euro (cf. également l'encadré 4). Le solde net des échanges a également apporté une contribution légèrement positive à la croissance, sous l'effet principalement de gains de parts de marché à l'exportation après la forte dépréciation de l'euro qui a commencé mi-2014.

Toutefois, la croissance de l'investissement est restée atone et a été freinée par la relative lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles dans certains pays et par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La reprise économique dans la zone euro s'est poursuivie en 2015, malgré une détérioration des perspectives de croissance mondiale

L'accélération de la croissance annuelle moyenne en 2015 a été favorisée par l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, qui s'est transmise à l'économie *via* un assouplissement des conditions de financement, l'amélioration du sentiment de marché, des taux d'intérêt très bas et la dépréciation de l'euro. La baisse des prix du pétrole et les améliorations progressives sur les

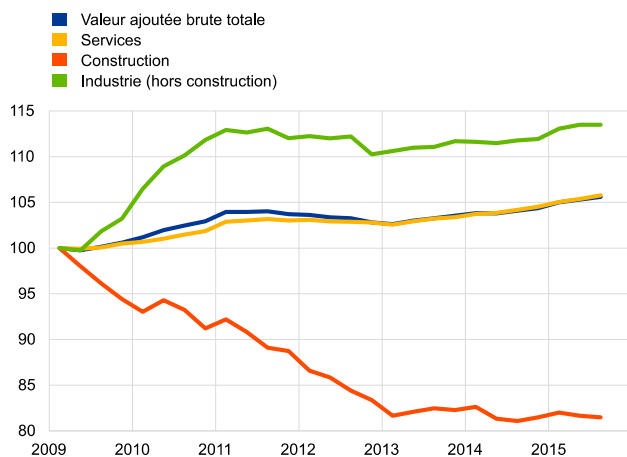
marchés du travail de la zone euro ont donné un nouvel élan à la croissance en 2015.

Venant s'ajouter au soutien apporté par la confiance des consommateurs, les différentes mesures de politique monétaire mises en œuvre au cours des dernières années, notamment le programme étendu d'achats d'actifs début 2015, ont dopé la confiance des chefs d'entreprise, sur fond d'amélioration des conditions financières, y compris celles des petites et moyennes entreprises. Ces évolutions ont été bénéfiques pour l'investissement, qui, en moyenne, a contribué davantage à la croissance en 2015 qu'en 2014 et en 2013, reflétant l'amélioration de la rentabilité des entreprises, une demande moins atone et une augmentation de l'utilisation des capacités de production. Toutefois, si l'investissement s'est renforcé début 2015, il est resté inférieur de 15 % environ à son niveau d'avant la crise.

La demande intérieure au sein de la zone euro s'est améliorée en 2015 et a été, en moyenne, la plus forte observée depuis 2007. Le taux d'épargne des ménages a été globalement stable en 2015, soutenant ainsi la dynamique de la consommation. La consommation publique a contribué positivement à la croissance économique en 2015. En revanche, la demande intérieure a été modérée par l'endettement des secteurs public et privé, qui s'est maintenu à des niveaux élevés dans certains pays. De plus, la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles a continué de peser sur la croissance.

Graphique 11
Valeur ajoutée brute réelle de la zone euro par activité économique

(indice : T1 2009 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

En 2015, la dynamique de la croissance économique a été freinée par la morosité de l'environnement extérieur (cf. la section 1.1 du chapitre 1). Si le ralentissement des économies de marché émergentes a exercé un impact négatif sur la croissance des exportations de la zone euro, la forte dépréciation du taux de change effectif de l'euro qui a commencé mi-2014 a favorisé les exportations et a entraîné des gains de parts de marché à l'exportation pour la zone euro. La relative robustesse des exportations de la zone s'explique par une modification de leur structure géographique, avec une part croissante à destination des économies avancées, notamment les États-Unis. En outre, les échanges intra-zone euro se sont encore redressés en 2015, reflétant les évolutions favorables de la demande intérieure dans la zone euro. Les taux de croissance des exportations et des importations ont été plus élevés en 2015 qu'au cours des trois années précédentes. Globalement, le solde net des échanges devrait apporter une contribution légèrement positive à la croissance en 2015.

D'un point de vue sectoriel, la reprise en 2015 a été relativement généralisée (cf. graphique 11). La valeur ajoutée brute totale a presque atteint son pic d'avant la crise au troisième trimestre 2015, s'étant inscrite sur une trajectoire de redressement au cours des trois dernières années. La croissance de la valeur ajoutée dans les services a encore dépassé celle de la valeur ajoutée dans l'industrie (hors

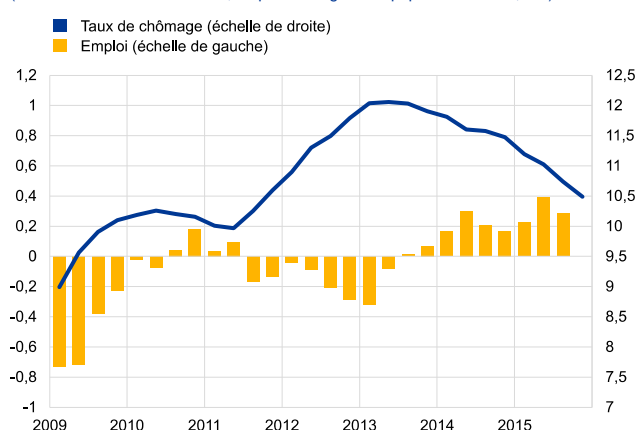
construction) ainsi que dans la construction et s'est établie 3 % environ au-dessus de son pic d'avant la crise au troisième trimestre 2015. La valeur ajoutée dans l'industrie hors construction est restée inférieure à son niveau d'avant la crise, mais a continué de se redresser progressivement. À l'inverse, la valeur ajoutée dans la construction, qui a affiché une légère baisse en 2015, est demeurée très inférieure aux pics observés en 2008 avant la crise.

Les marchés du travail ont continué de s'améliorer progressivement

Les marchés du travail ont poursuivi leur redressement en 2015 (cf. graphique 12). L'augmentation du nombre de personnes employées, qui a commencé mi-2013, s'est poursuivie en 2015. Au troisième trimestre de l'année le nombre de personnes occupant un emploi dans la zone euro s'est établi 1,1 % au-dessus du niveau observé pour le trimestre correspondant de 2014, mais il est resté inférieur de quelque 2 % à son pic d'avant la crise. La hausse de l'emploi en 2015 reflète principalement des améliorations en Espagne et en Allemagne, mais des signes encourageants montrent que d'autres pays, auparavant vulnérables, y ont également contribué.

Graphique 12 Indicateurs du marché du travail

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



Source : Eurostat.

S'agissant de la ventilation sectorielle, l'emploi a principalement augmenté dans le secteur des services, tandis que le nombre de personnes employées dans l'industrie hors construction n'a que modérément progressé et que l'emploi dans la construction a reculé. En 2015, le nombre total d'heures travaillées a enregistré une hausse légèrement inférieure à celle des effectifs employés. La croissance annuelle de la productivité par personne employée est demeurée faible, ressortant en moyenne à 0,5 % environ par trimestre au cours des trois premiers trimestres de 2015, contre une hausse annuelle de 0,3 % en 2014.

Le taux de chômage a poursuivi son recul en 2015 pour s'inscrire à 10,5 % au quatrième trimestre 2015, son niveau le plus faible depuis début 2012. La baisse du chômage, qui s'est amorcée au premier semestre 2013, a concerné l'ensemble des chômeurs,

indépendamment de leur sexe ou de la tranche d'âge à laquelle ils appartiennent. Pour l'ensemble de l'année 2015, le taux de chômage s'est établi à 10,9 % en moyenne, contre 11,6 % en 2014 et 12 % en 2013.

Toutefois, si le taux de chômage de la zone euro a nettement reculé depuis mi-2013, les mesures élargies des capacités inutilisées sur le marché du travail, incluant des personnes travaillant en temps partiel subi ou qui se sont retirées du marché du travail, restent importantes. Avec plus de sept millions de personnes actuellement en

temps partiel subi en raison de l'insuffisance de postes à plein temps et environ sept millions de travailleurs découragés (ceux qui ont renoncé à chercher du travail et se sont retirés du marché du travail), le marché du travail de la zone euro continue d'afficher des capacités inutilisées importantes.

Encadré 4

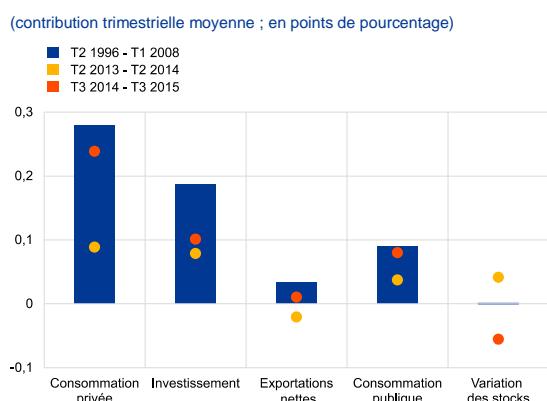
Le rôle de la consommation privée dans la reprise économique

La consommation privée a été le principal facteur à l'origine de la reprise dans la zone euro. Dans un contexte de faiblesse de l'investissement, d'assainissement budgétaire et de croissance modérée des échanges commerciaux, la consommation privée s'est redressée progressivement depuis début 2013. Sur la période de quatre trimestres s'achevant au troisième trimestre 2015, sa contribution à la croissance du PIB se rapprochait de son niveau moyen d'avant la crise, ce qui n'était pas le cas pour l'investissement (cf. graphique A).

Le récent rebond de la consommation est allé de pair avec une amélioration constante de la situation sur les marchés du travail. Le regain de confiance des consommateurs observé depuis début 2013 reflète la forte hausse du revenu disponible réel, qui a elle-même bénéficié de l'amélioration constante de la situation sur les marchés du travail (cf. graphique B). Le taux de chômage a diminué de 1,6 point de pourcentage au cours de cette période, mais il demeure très au-dessus de son point bas d'avant la crise, s'établissant au quatrième trimestre 2015 à un niveau supérieur de 3,3 points de pourcentage à celui du premier trimestre 2008. S'agissant des différents pays de la zone euro, la récente hausse de la consommation a été relativement soutenue dans les pays dont le marché du travail a enregistré une nette amélioration. En Espagne, en Irlande et au Portugal, notamment, le marché du travail a connu une reprise remarquable qui a coïncidé avec une forte augmentation du revenu disponible et de la consommation.

Graphique A

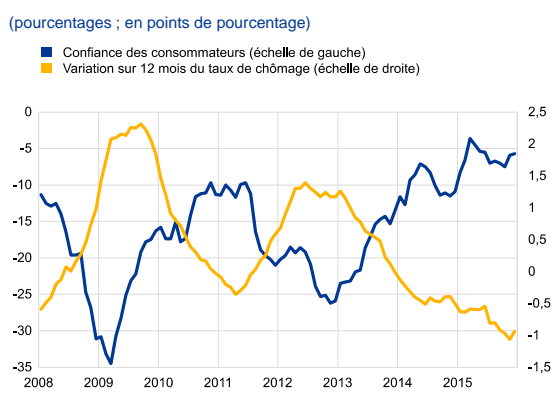
Contribution trimestrielle moyenne des principales composantes du PIB à la croissance du PIB



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique B

Confiance des consommateurs et évolution du taux de chômage



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La baisse des prix de l'énergie a également joué un rôle non négligeable dans la récente reprise de la consommation. Depuis début 2013, le pouvoir d'achat des ménages, tel que mesuré par le

revenu disponible réel, a augmenté de 3 % environ. Cette hausse est attribuable pour un tiers environ à la baisse des prix de l'énergie⁶.

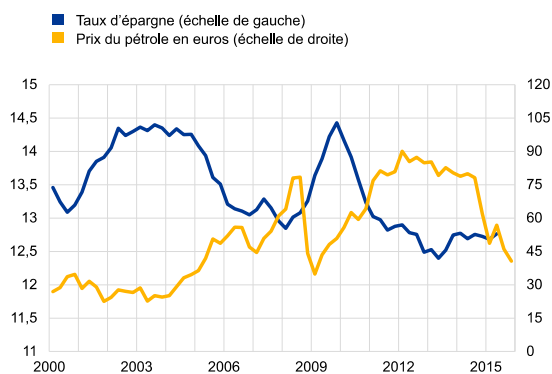
En outre, la hausse du pouvoir d'achat résultant de la baisse des prix de l'énergie semble avoir eu un effet plus important qu'à l'accoutumée sur la consommation au cours de la phase actuelle de reprise. Habituellement, une partie de l'augmentation du revenu disponible réel résultant d'un recul des prix des matières premières est placée en épargne durant quelques trimestres. En effet, le taux d'épargne augmente en général après une baisse des prix du pétrole, et diminue après une hausse. Cela a également été le cas durant la crise financière lorsque la forte baisse des prix du pétrole s'est accompagnée d'une forte progression du taux d'épargne (cf. graphique C). En revanche, le taux d'épargne est demeuré globalement stable au cours des derniers trimestres.

La réaction modérée du taux d'épargne à la baisse des prix de l'énergie confirme la résorption d'une demande de consommation non satisfaite, par exemple la demande de biens durables, qui a diminué davantage que celle portant sur les biens non durables et les services durant la crise (cf. graphique D). On constate souvent une demande non satisfaite pour les biens durables immédiatement après une récession, phase durant laquelle les consommateurs s'abstiennent d'effectuer des achats en raison du climat économique incertain. Plus les ménages reportent leurs achats de biens durables, plus vifs sont le souhait et le besoin de les remplacer dès que la reprise s'installe. Par conséquent, la demande non satisfaite est susceptible d'accélérer la reprise immédiatement après un ralentissement de l'économie.

Graphique C

Taux d'épargne et prix du pétrole brut

(en pourcentage ; en euros par baril)



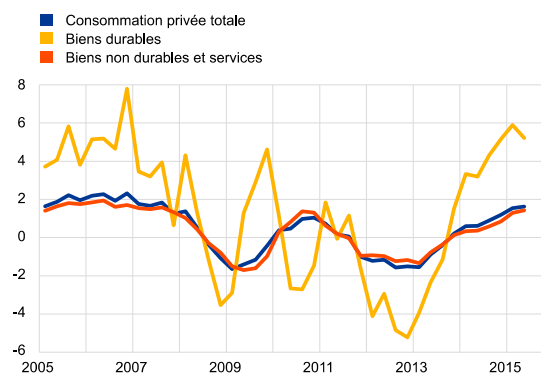
Sources : Eurostat et FMI.

Note : Le taux d'épargne correspond au rapport entre l'épargne brute des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages et la somme mobile sur un an de leur revenu disponible brut.

Graphique D

Consommation de biens durables et non durables et de services dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dans la mesure où Eurostat ne publie une ventilation de la consommation privée en biens durables et non durables que pour certains pays de la zone euro, les données agrégées pour la zone sont établies à partir des données de 17 pays (c'est-à-dire l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de la Belgique et de l'Irlande). La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2015.

Le récent rebond de la consommation de biens durables reflète donc probablement l'accumulation d'une demande non satisfaite durant la crise (cf. graphique D). De 2007 à 2013, la part des biens durables dans la consommation totale a diminué dans l'ensemble de la zone euro. Cette diminution a été beaucoup plus importante dans les pays les plus touchés par la crise. En revanche, la part

⁶ Cf. également l'encadré intitulé *Évaluation de la croissance récente de la consommation dans la zone euro*, *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

des biens durables dans la consommation totale a augmenté plus rapidement dans ces pays depuis 2013. À terme, l'effet haussier de la demande non satisfaite sur la croissance de la consommation devrait disparaître dès que les ménages auront reconstitué leurs stocks de biens durables.

Dans la mesure où la progression du revenu réel semble résulter en majeure partie de l'amélioration sur le marché du travail, la consommation se révélera résistante si cette amélioration se poursuit. Même lorsque le soutien apporté par la baisse des prix du pétrole et par la demande non satisfaite de biens durables se dissipera, l'amélioration constante sur le marché du travail continuera de soutenir la reprise de la consommation privée.

1.4 Les évolutions des prix et des coûts

En 2015, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), dans la zone euro a été très faible ou même négative, dans un contexte de faiblesse persistante des cours des matières premières. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est d'abord redressée par rapport à son plus bas niveau historique au premier semestre, tout en demeurant globalement stable, à des niveaux proches de 0,9 %, au second semestre.

L'inflation totale a continué de diminuer en 2015

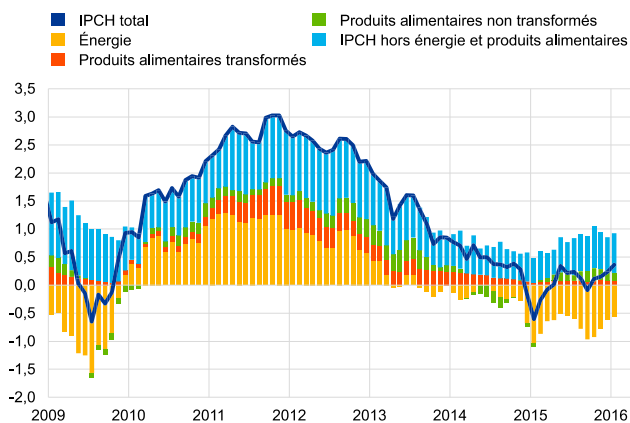
En 2015, la hausse de l'IPCH total dans la zone euro s'est établie à 0,0 %, en moyenne, contre 0,4 % en 2014 et 1,4 % en 2013. Le profil d'évolution de l'IPCH s'explique essentiellement par les évolutions des prix de l'énergie (cf. graphique 13). L'inflation totale est entrée deux fois en territoire négatif, une première fois début 2015 et de nouveau à l'automne. Vers la fin de l'année, elle a retrouvé des taux légèrement positifs.

L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, s'est accrue par rapport à son point bas historique de 0,6 % enregistré début 2015 (cf. encadré 5). Au second semestre, elle est demeurée globalement stable, à des niveaux proches de 0,9%, sa moyenne annuelle étant de 0,8 % (cf. graphique 14). Des facteurs extérieurs, notamment les effets décalés de l'appréciation de l'euro jusqu'en mai 2014 et les effets indirects des baisses des prix du pétrole et des autres matières premières, ont entraîné des pressions à la baisse sur l'IPCH sous-jacent tout au long de l'année. Sur le plan domestique, la croissance salariale modérée et la faible capacité des entreprises à imposer leurs prix de vente dans un environnement fortement concurrentiel ont également contribué aux faibles niveaux de l'inflation sous-jacente.

Graphique 13

Hausse de l'IPCH et contributions par composantes

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

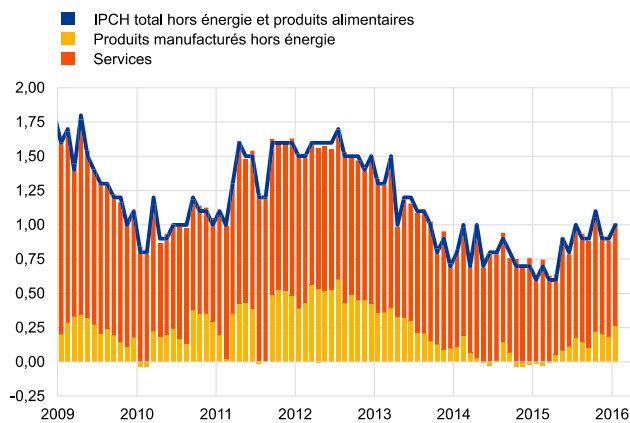


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 14

Hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et contributions par composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH montre que la composante énergie a exercé des pressions baissières persistantes sur l'IPCH total tout au long de 2015. La variation des prix de l'énergie a été négative tous les mois en 2015, sous l'effet principalement de l'évolution des cours du pétrole en euros.

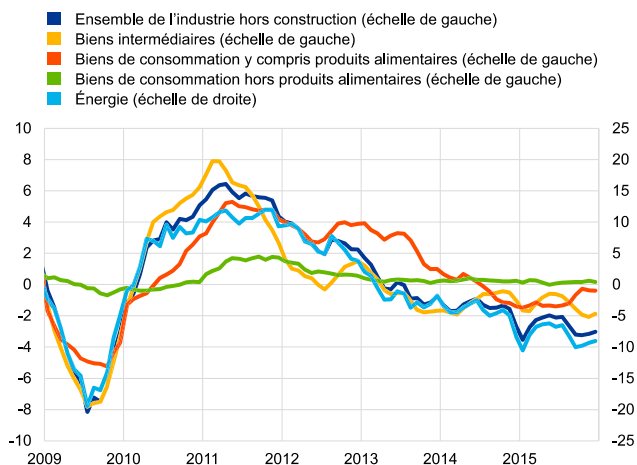
Depuis début 2015, l'évolution des prix des produits alimentaires suit une tendance haussière qui s'explique essentiellement par la progression des prix des produits alimentaires non transformés. La forte augmentation des prix de ces produits à l'automne a reflété l'impact sur les prix des fruits et des légumes de conditions météorologiques exceptionnellement chaudes au cours de l'été. La hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée globalement stable sur l'année.

Le taux de variation annuel des prix des produits manufacturés hors énergie s'est redressé à partir des très faibles niveaux observés en 2014 et début 2015. Ce mouvement haussier était essentiellement imputable aux prix des biens durables et, dans une moindre mesure, aux prix des biens semi-durables, tandis que la hausse des prix des biens non durables restait globalement stable. La tendance haussière reflète principalement l'incidence de la dépréciation de l'euro depuis mai 2014. Si l'on observe les évolutions sur plus longue période, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie a continué d'être freinée par la baisse rapide des prix des biens de haute technologie, qui font l'objet d'une forte concurrence entre les distributeurs au niveau tant national qu'international.

Graphique 15

Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les prix à l'importation sont la principale source de tensions en amont de la chaîne des prix, reflétant la dépréciation de l'euro. Les prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires ont continué d'afficher des taux de croissance annuels soutenus tout au long de l'année. Au plan intérieur, les tensions en amont sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie sont restées limitées, comme le montre en particulier la hausse des prix à la production des industries des biens de consommation hors produits alimentaires, qui a oscillé autour de niveaux tout juste positifs tout au long de l'année. Les prix à la production dans le secteur des biens intermédiaires, ainsi que les prix du pétrole brut et des autres matières premières en euros, indiquent des tensions tout aussi limitées en amont de la chaîne des prix, en raison essentiellement de la faiblesse des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie (cf. graphique 15).

En 2015, l'inflation dans les services est restée globalement stable dans une fourchette de 1,0 % à 1,3 %, reflétant des capacités excédentaires encore importantes sur les marchés des produits et du travail de la zone euro. Les postes de la composante services de l'IPCH ont tendance à être produits localement, ce qui signifie que les prix des services sont plus étroitement liés aux évolutions au niveau interne de la demande et des coûts de main-d'œuvre.

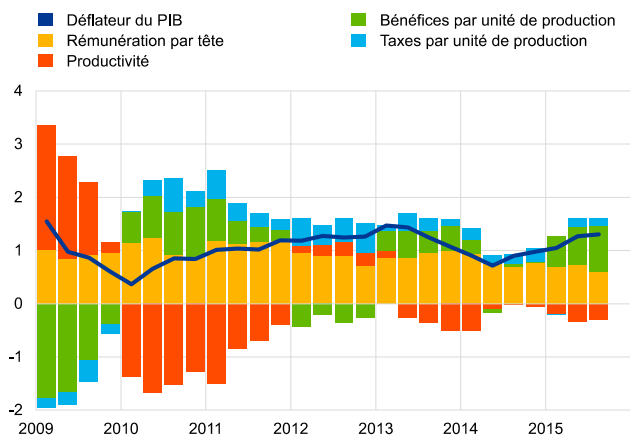
Les tensions d'origine interne sur les coûts sont demeurées faibles

Les tensions d'origine interne sur les coûts résultant des coûts de main-d'œuvre sont restées contenues au cours des trois premiers trimestres de 2015 (cf. graphique 16). Le volume important de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie et sur le marché du travail de la zone euro a continué de limiter les tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la capacité des entreprises à imposer leurs prix. De plus, les réformes structurelles des marchés du travail et des biens et services engagées ces dernières années ont entraîné une plus grande flexibilité à la baisse des prix et des salaires dans certains pays de la zone euro. Le fait que le pouvoir d'achat réel des salaires soit plus élevé compte tenu de l'inflation plus faible a également permis de limiter les tensions sur les salaires.

Graphique 16

Ventilation du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La progression de la rémunération par tête dans la zone euro est ressortie à 1,1 % (en rythme annuel) au troisième trimestre 2015, et la moyenne de 1,2 % pour les trois premiers trimestres de 2015 implique une évolution inférieure à celle de 2014. Le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre est resté faible, à des niveaux sensiblement inférieurs à 1 %. Cette évolution reflète principalement le ralentissement de la progression de la rémunération par tête, tandis que la croissance de la productivité s'est d'abord accélérée au premier semestre 2015 avant de connaître également une légère baisse.

Les tensions d'origine interne sur les coûts résultant de l'évolution des bénéfices se sont renforcées en 2015. La croissance annuelle des bénéfices (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) a continué de progresser au cours des trois premiers trimestres de 2015,

reflétant la reprise économique, la modération des coûts salariaux et les améliorations des termes de l'échange en liaison avec les faibles évolutions des prix à l'importation. Les bénéfices par unité produite ont donc été le principal moteur de la hausse du taux de variation annuel du déflateur du PIB en 2015.

Les anticipations d'inflation à long terme se sont redressées

Les anticipations d'inflation à long terme tirées des enquêtes et des marchés se sont redressées, après avoir atteint des niveaux historiquement faibles début 2015. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2015 fait apparaître des anticipations d'inflation à cinq ans à 1,9 %, identiques au niveau des anticipations d'inflation à long terme ressortant de l'enquête d'octobre 2015 du Consensus économique. Tout au long de l'année, les anticipations d'inflation à long terme fondées sur le marché sont restées plus faibles que celles tirées d'enquêtes, une partie de la différence découlant peut-être des primes de risque d'inflation.

Encadré 5

Examen des évolutions de l'inflation sous-jacente

Fin 2014, la question de savoir quand le cycle de l'inflation pourrait se réorienter à la hausse et dans quelle mesure cette évolution serait durable était importante au regard des perspectives macroéconomiques. Le présent encadré analyse l'évolution de différentes mesures de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire des composantes les plus persistantes de l'inflation par opposition aux

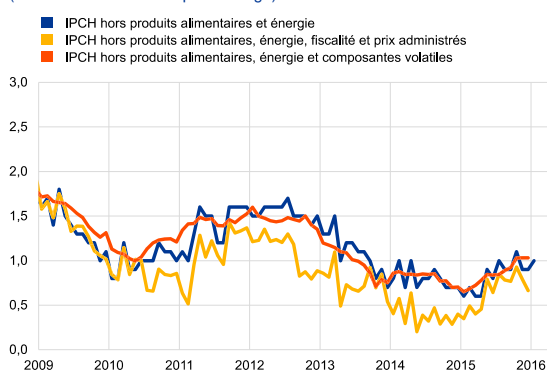
composantes transitoires⁷, et les indications qu'elles fournissent quant à la survenue d'un point de retournement⁸.

Des mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions permanentes éliminent différentes catégories d'influence temporaire. Ainsi, on utilise largement l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires, qui supprime la volatilité inhérente aux prix de l'énergie et des produits alimentaires en raison de leur exposition aux chocs sur les prix des matières premières et, dans le cas des produits alimentaires non transformés, de l'influence des conditions météorologiques. Toutefois, ce sous-indice peut encore subir des influences temporaires importantes, notamment les effets de calendrier, qui sont particulièrement manifestes pour les composantes liées aux prix des transports ou pour celles concernées par les soldes saisonniers comme l'habillement et la chaussure. Les modifications ponctuelles de la fiscalité indirecte et des prix administrés, dont l'incidence sur le niveau des prix disparaît du taux de variation annuel au bout d'un an, en constituent un autre exemple.

Graphique A

Mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions permanentes

(variations annuelles en pourcentage)



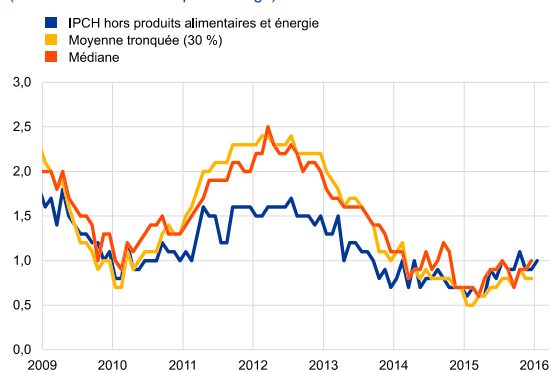
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les composantes volatiles recouvrent le transport aérien, l'hébergement, les voyages organisés ainsi que l'habillement et la chaussure.

Graphique B

Mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions statistiques

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les différentes mesures analysées reposant sur des exclusions plaçaient le point de retournement à des moments différents. S'agissant des autres évolutions de ces deux dernières années, la hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, fiscalité et prix administrés a atteint un point bas en mai 2014. Toutefois, l'indication d'un mouvement de hausse plus persistante est restée floue jusqu'à fin 2014 – début 2015, au moment où l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également atteint un plancher (cf. graphique A). La mesure de l'inflation sous-jacente qui, outre l'énergie et les produits alimentaires, exclut également des composantes saisonnières volatiles, est beaucoup plus régulière et après avoir atteint un point bas en novembre 2014, elle a donné des indications relativement constantes d'un retournement au premier semestre 2015. Cependant, toutes les mesures ont également attesté d'un certain affaiblissement de la dynamique haussière

⁷ Les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement suivies en raison de leur capacité à retracer les tendances de l'inflation et/ou à prévoir l'inflation totale. Cf. également l'encadré intitulé *Les sous-indices de l'IPCH sont-ils des mesures de l'inflation sous-jacente ?*, *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2013.

⁸ Cf. également l'encadré intitulé *L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?*, *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2015.

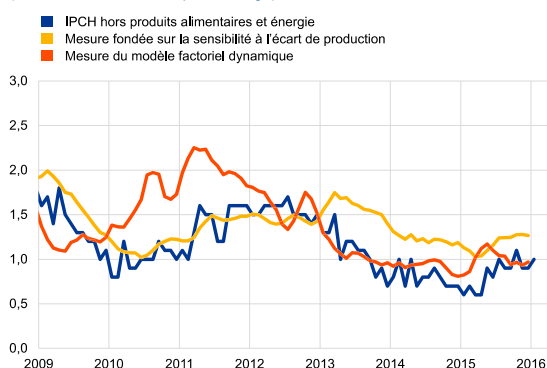
après l'été, de sorte que l'on s'est demandé si un point de retournement avait effectivement été atteint.

Les mesures reposant sur des exclusions statistiques ont délivré un message analogue. Ces mesures réduisent la volatilité des données relatives à l'IPCH en excluant chaque mois les composantes associées aux taux de variation annuels les plus élevés et les plus faibles. Deux exemples en sont donnés par la moyenne tronquée de 30 %⁹ et par la médiane pondérée. La moyenne tronquée de 30 % s'est écartée de son point bas en janvier 2015, tandis que la médiane a atteint son niveau plancher en mars 2015 (cf. graphique B). La hausse de ces deux mesures a été légèrement plus faible que celle des mesures reposant sur des exclusions permanentes.

Graphique C

Mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des techniques économétriques

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'indice « super core » (courbe jaune, moyenne mobile sur trois mois) est élaboré à partir des sous-composantes de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, pour lesquelles l'écart de production a un pouvoir prédictif dans un exercice de prévision hors échantillon. L'indice sous-jacent « core U2 » (courbe orange) est fondé sur un modèle factoriel dynamique utilisant les composantes détaillées de l'IPCH de douze pays.

Les mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des techniques économétriques ont confirmé les signaux. L'une de ces mesures est fondée sur un modèle factoriel dynamique, qui retrace les facteurs persistants communs aux taux d'inflation de différents pays et aux composantes de l'IPCH. Elle a atteint son point bas en décembre 2014, puis sensiblement augmenté jusqu'en mai 2015, mais, comme la médiane, elle a ensuite reculé durant l'été et est restée stable jusqu'à la fin de l'année (cf. graphique C). Une autre mesure ne tient compte que des composantes de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie pour lesquelles l'écart de production a eu un pouvoir prédictif dans le passé. Cela se justifie par le raisonnement économique selon lequel les tensions inflationnistes sous-jacentes doivent augmenter lorsque les capacités inutilisées

commencent à se réduire. La mesure fondée sur la sensibilité à l'écart de production semble avoir atteint son point de retournement en mars 2015.

Globalement, les signaux émis par l'ensemble de ces indicateurs en temps réel impliquent une part d'incertitude s'agissant du moment précis correspondant au point de retournement et de l'intensité du redressement de la dynamique des prix. Rétrospectivement, l'observation des différentes mesures confirme que l'inflation sous-jacente est en hausse par rapport à début 2015. Toutefois, l'affaiblissement de la dynamique haussière au second semestre suggère que l'atteinte d'un point de retournement reste à confirmer.

⁹ La moyenne tronquée de 30 % est tronquée de 15 % pour chaque queue de distribution.

1.5 Les évolutions de la monnaie et du crédit

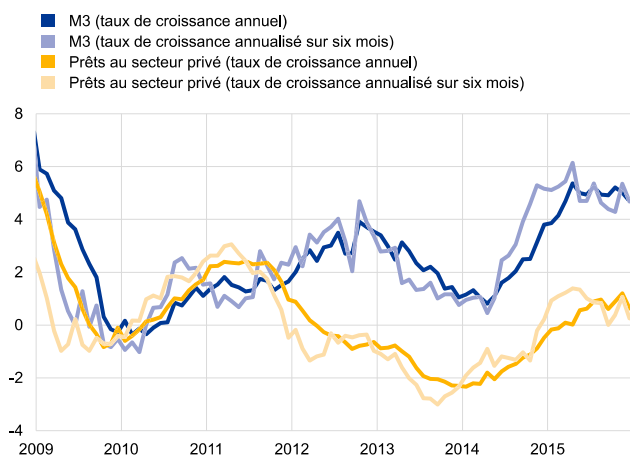
Dans un environnement caractérisé par des taux d'inflation faibles et des taux directeurs bas, la BCE a adopté des mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires. Trois évolutions ont été marquantes en 2015 : la croissance de la monnaie est demeurée soutenue, la croissance du crédit s'est progressivement redressée même si elle est restée faible et les taux débiteurs ont nettement baissé.

La croissance de la monnaie est demeurée soutenue

En 2015, la croissance de l'agrégat large s'est tout d'abord accentuée, puis elle est restée soutenue à partir d'avril (cf. graphique 17). En décembre 2015, la croissance annuelle de M3 ressortait à 4,7 %, contre 3,8 % fin 2014. Deux facteurs principaux ont été à l'origine des évolutions monétaires dans la zone euro : (a) la forte croissance de l'agrégat étroit M1, en particulier des dépôts à vue, qui a bénéficié du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides ; et (b) les mesures non conventionnelles de la BCE, notamment les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) annoncées en juin 2014 et le programme étendu d'achats d'actifs (APP) annoncé en janvier 2015.

Graphique 17
M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

S'agissant des principales composantes de M3, le très bas niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE et des taux du marché monétaire a contribué à la forte croissance de l'agrégat étroit (M1), qui est ressortie à 10,7 % en décembre 2015, contre 8,1 % en décembre 2014. M1 a bénéficié de la croissance soutenue des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières (SNF). La faible rémunération des actifs monétaires moins liquides a contribué à la contraction en cours des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1), qui a continué de peser sur la croissance de M3. Le taux de croissance des instruments négociables (M3-M2), qui ont un poids faible dans M3, est devenu positif. Cette évolution reflète notamment un redressement de la détention de parts de fonds d'investissement monétaires, leur taux de rendement relatif (par rapport à l'Euribor 1 mois) étant positif.

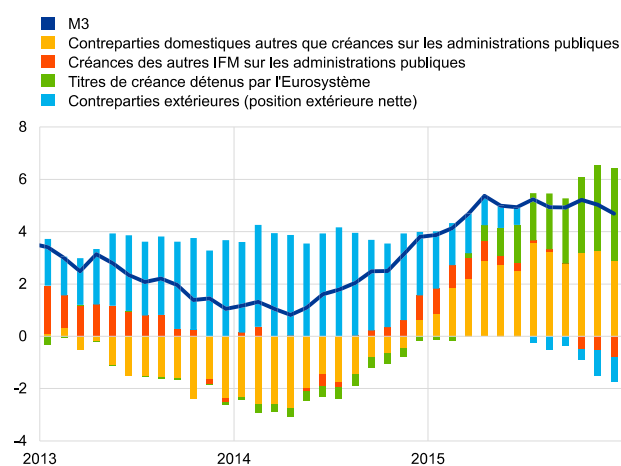
La création monétaire a résulté de sources d'origine interne

Une évaluation des contreparties de M3 (cf. graphique 18) montre que les sources d'origine interne ont eu un rôle prépondérant dans la création monétaire en 2015. Dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt, la dynamique de M3 a été déterminée par les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme

et par une contribution plus importante des crédits consentis par les IFM. Le rythme annuel de variation des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie a encore reculé en 2015, pour s'établir à - 6,7 % en décembre, contre - 5,3 % fin 2014. Cette évolution reflète le profil relativement plat de la courbe des rendements, le remplacement par les IFM de titres de créance à long terme par des fonds provenant des TLTRO et l'achat d'obligations sécurisées par l'Eurosystème au titre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées. Dans la mesure où les résidents non-IFM ont été vendeurs de ces obligations, ce phénomène a entraîné un accroissement de la masse monétaire.

Graphique 18 Contreparties de M3

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



Source : BCE.

Les achats par l'Eurosystème d'obligations d'État dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public ont été une source importante de création monétaire (cf. graphique 18, en particulier la rubrique « Titres de créance détenus par l'Eurosystème »). Parmi les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques, les concours au secteur privé, qui ont été le principal frein à la croissance monétaire au cours des années passées, ont progressivement augmenté en 2015. Malgré un important excédent courant, la position créditrice nette des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (qui est la contrepartie de la position débitrice nette des non-IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents réglée par l'intermédiaire des banques) s'est réduite en 2015. Cette position avait été une source essentielle de création monétaire les années précédentes. Son évolution reflète

principalement des sorties nettes de portefeuille de la zone euro dans le cadre de l'APP, ce qui a également favorisé un rééquilibrage des portefeuilles au profit d'instruments de placement hors zone euro.

La croissance du crédit s'est progressivement redressée, mais elle demeure faible

Le redressement progressif de la croissance du crédit reflète les évolutions des prêts au secteur privé (cf. graphique 17). Le rythme annuel de croissance des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a progressé en 2015, pour s'établir à 2,3 % en décembre, après - 0,2 % en décembre 2014. L'amélioration de la dynamique du crédit a été notable pour les ménages et les SNF. Tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages continuait d'augmenter, celui des prêts aux SNF est devenu positif seulement à la mi-2015. L'amélioration de la dynamique du crédit a été facilitée par de fortes baisses des taux débiteurs bancaires sous l'effet d'une nouvelle réduction des coûts de financement des banques, associée aux mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE.

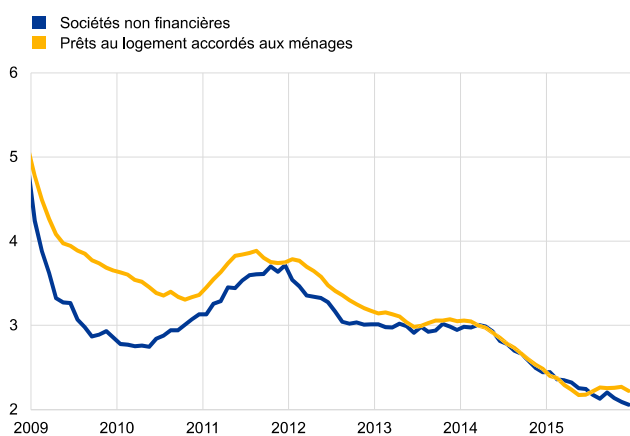
Par ailleurs, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les modifications des critères d'octroi et de la demande de crédit ont favorisé un redressement de la croissance des prêts. L'enquête a identifié la faiblesse générale des taux d'intérêt, l'augmentation des besoins de financement au titre de la FBCF et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel comme les principaux facteurs à l'origine de la hausse de la demande de crédit. Dans ce contexte, l'APP a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi et notamment sur les modalités et conditions attachées aux crédits. Les banques ont également indiqué que la liquidité supplémentaire issue de l'APP et des TLTRO était utilisée pour accorder des prêts et pour remplacer d'autres sources de financement. En dépit de ces améliorations, la dynamique du crédit demeure faible et continue de refléter des facteurs comme la situation économique atone et l'assainissement des bilans des banques. Par ailleurs, dans certaines régions de la zone euro les conditions restrictives de distribution du crédit continuent de peser sur l'offre de prêts.

Les taux débiteurs appliqués par les banques aux ménages et aux sociétés non financières ont nettement fléchi

Graphique 19

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Note : L'indicateur relatif aux taux débiteurs bancaires composites est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux.

L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, une consolidation de la situation bilancielle et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers en général ont contribué à une réduction des coûts composites de financement des banques, qui se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Depuis juin 2014 les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs (cf. graphique 19), qui ont atteint des points bas historiques au second semestre 2015. Entre début juin 2014 et décembre 2015, les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF ont diminué de quelque 87 points de base et ceux appliqués aux ménages de quelque 69 points de base. En outre, les taux débiteurs appliqués par les banques aux SNF et aux ménages ont continué de présenter une dispersion réduite entre les différents pays.

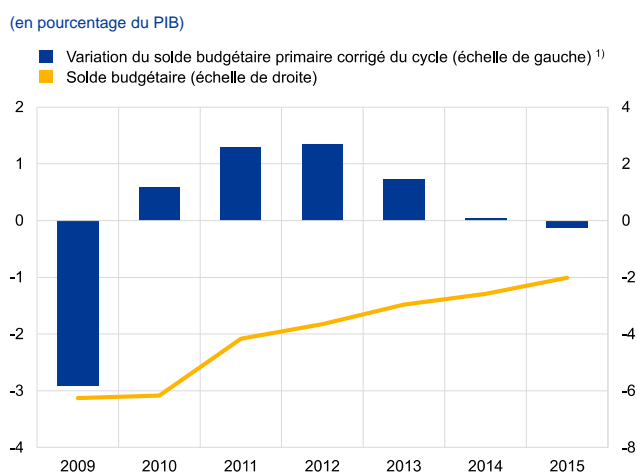
1.6 La politique budgétaire et les réformes structurelles

Le déficit budgétaire de la zone euro a continué de diminuer en 2015, en raison essentiellement d'évolutions conjoncturelles favorables et de la baisse des charges d'intérêts, tandis que l'orientation budgétaire de la zone euro était globalement neutre. Pour la première fois en huit ans, le ratio de la dette des administrations publiques rapportée au PIB a diminué, mais les niveaux de la dette demeurent élevés. Afin de garantir la viabilité des finances publiques, de nouveaux efforts budgétaires sont nécessaires. Cependant, l'assainissement doit être propice à la croissance, afin de soutenir la reprise économique. La croissance bénéficierait également de la mise en œuvre plus rapide des réformes structurelles, dont le rythme est resté lent en 2015, malgré des efforts au niveau européen. Il est nécessaire de mettre en œuvre plus énergiquement les réformes relatives à l'environnement dans lequel opèrent les entreprises et à l'environnement réglementaire ainsi que les réformes des marchés de biens et services et du travail pour soutenir la croissance, favoriser la convergence vers les pays les plus performants et accroître le potentiel de croissance.

Les déficits budgétaires ont continué de diminuer en 2015

Le déficit budgétaire de la zone euro a continué de diminuer en 2015, bien qu'à un rythme plus lent que l'année précédente (cf. graphique 20). Selon les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro a diminué, revenant de 2,6 % du PIB en 2014 à 2,0 % du PIB en 2015. Cette évolution est globalement conforme aux prévisions économiques de l'hiver 2016 de la Commission européenne. La diminution du déficit en 2015 est essentiellement imputable aux évolutions conjoncturelles favorables et à la baisse des charges d'intérêts.

Graphique 20
Solde budgétaire et orientation budgétaire



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème.

1) Variation du solde primaire corrigé du cycle net de l'incidence budgétaire de l'aide publique au secteur financier.

L'économie ponctuelle résultant de ces charges d'intérêts plus faibles qu'initialement prévu a représenté environ 0,2 % du PIB de la zone euro en 2015. De nombreux pays ont utilisé une partie de ces économies pour accroître les dépenses primaires plutôt que pour réduire la dette, comme l'avait recommandé le Conseil Ecofin dans ses recommandations spécifiques par pays pour 2015. Dans quelques pays, la dissipation en 2015 de facteurs exceptionnels, liés notamment au soutien accordé au secteur financier en 2014, a également contribué à une amélioration budgétaire.

Le solde structurel primaire devrait s'être légèrement détérioré en 2015. Les mesures d'assainissement, essentiellement sous forme de relèvements des impôts indirects, ont été contrebalancées par les programmes de relance budgétaire, qui ont été adoptés dans un certain nombre de pays afin de soutenir la croissance économique et l'emploi. Dans l'ensemble, ces mesures

ont abouti à une orientation globalement neutre de la politique budgétaire dans la zone euro en 2015, telle que mesurée par la variation du solde budgétaire primaire corrigé du cycle net de l'incidence budgétaire de l'aide publique au secteur financier (cf. graphique 20).

L'incidence budgétaire immédiate de l'afflux de réfugiés a été extrêmement variable selon les pays, en fonction de l'importance respective des entrées, du fait que les réfugiés ne faisaient que transiter par un pays ou s'y installaient, et des différences en matière de prestations sociales ou de dispositions juridiques régissant l'accès au marché du travail. En 2015, les coûts budgétaires liés aux réfugiés s'élevaient à 0,2 % environ du PIB dans les pays les plus affectés par ces flux¹⁰.

Les soldes budgétaires ont continué leur mouvement de convergence

Par rapport au pic de la crise, les situations budgétaires se sont améliorées dans tous les pays de la zone euro, en raison essentiellement d'importants ajustements structurels réalisés dans les années 2010 à 2013. Les soldes budgétaires des pays de la zone euro ont continué de converger, la majorité des pays enregistrant désormais des déficits inférieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB. Les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire ont été démontrés par le nombre croissant de pays sortant de leur procédure de déficit excessif (PDE). En 2015, la PDE a été clôturée pour Malte. Par ailleurs, l'Irlande et la Slovaquie devraient avoir réussi à corriger leurs déficits excessifs en respectant l'échéance de leur PDE en 2015 et il est possible que Chypre y parvienne un an avant la date butoir de 2016. Au Portugal, l'objectif de 3 % pour le déficit budgétaire devrait avoir été dépassé en 2015 grâce au soutien au secteur financier. La France, l'Espagne et la Grèce devraient rester soumis à la PDE en 2016.

Le ratio dette des administrations publiques/PIB a commencé de fléchir

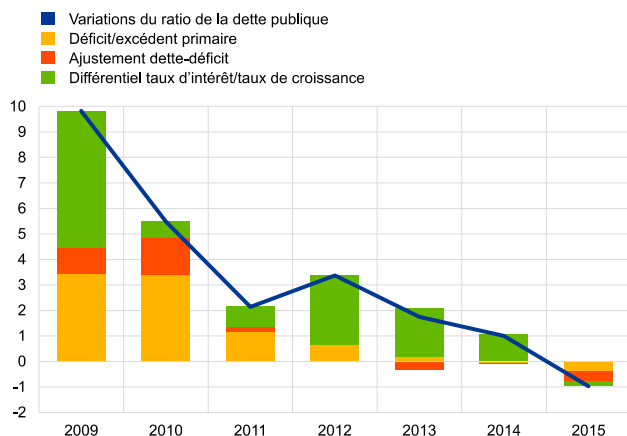
Après avoir atteint un pic en 2014, la dette des administrations publiques de la zone euro (mesurée en pourcentage du PIB) a diminué pour la première fois depuis le début de la crise financière. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, la dette est ressortie à 91 % du PIB en 2015, après 92 % en 2014, cette diminution étant soutenue par les évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance et par de légers excédents primaires (cf. graphique 21). De plus, des ajustements négatifs dette/déficit, reflétant notamment des recettes tirées des privatisations, ont contribué à cette amélioration. Cependant, le ratio d'endettement a continué d'augmenter dans quelques pays.

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé *A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx*, *European Economic Forecast Autumn 2015*, Commission européenne.

Graphique 21

Déterminants de la dette des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème.

Toutefois, les niveaux de la dette publique demeurent élevés dans un certain nombre de pays de la zone euro. La maîtrise des risques pesant sur la soutenabilité de la dette est d'autant plus importante, compte tenu des défis majeurs que posent sur le long terme le vieillissement de la population et l'augmentation des coûts liés à la santé et aux soins de longue durée. En effet, le rapport 2015 de la Commission européenne sur le vieillissement démographique prévoit que l'ensemble des coûts liés au vieillissement passera de 26,8 % du PIB en 2013 à 28,3 % du PIB en 2060. Cette augmentation est essentiellement imputable à des facteurs démographiques, qui devraient aboutir à un quasi-doublement du taux de dépendance des personnes âgées (part des personnes âgées de 65 ans et plus par rapport à la population en âge de travailler, de 15 à 64 ans), pour dépasser 50 % en 2060. Afin de mettre

les coûts du vieillissement en perspective, il convient de noter que ces projections sont soumises à des risques négatifs importants, car elles sont basées en partie sur des hypothèses économiques et démographiques sous-jacentes très favorables¹¹. Dans son Rapport 2015 sur la viabilité budgétaire, la Commission européenne a confirmé que, dans l'hypothèse de politiques inchangées, des risques significatifs pèsent à moyen et à long terme sur la viabilité budgétaire de plusieurs pays de la zone euro. De plus, l'analyse souligne l'importance d'un respect intégral du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) pour stabiliser ou réduire les ratios de dette des pays ayant actuellement des niveaux d'endettement élevés.

Des efforts budgétaires supplémentaires sont nécessaires dans plusieurs pays

En 2015, un certain nombre de gouvernements ont été confrontés au défi de calibrer soigneusement leur orientation de politique budgétaire afin de trouver un équilibre permettant de réduire leurs niveaux élevés de dette sans nuire à la reprise économique, tout en respectant pleinement les exigences du PSC. Pour un certain nombre de pays de la zone euro, d'importants écarts en matière d'assainissement par rapport aux exigences du PSC ont été identifiés en 2015 et pour les années suivantes, nécessitant donc des efforts budgétaires supplémentaires. La Commission européenne a publié le 17 novembre 2015 son évaluation des projets de plans budgétaires pour 2016 par rapport aux exigences du PSC¹². Elle a observé que seulement cinq plans budgétaires sur seize (ceux de l'Allemagne, de l'Estonie, du Luxembourg, des Pays-Bas et de la Slovaquie) étaient entièrement conformes au

¹¹ Cf. l'encadré intitulé *Rapport 2015 sur le vieillissement : combien coûtera le vieillissement de la population en Europe ?*, *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

¹² Pour une analyse de l'évaluation de la Commission, cf. l'encadré intitulé *L'examen des plans de projets budgétaires pour 2016*, *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

PSC. Pour sept pays (Belgique, Irlande, France, Lettonie, Malte, Slovaquie et Finlande), les projets de budget étaient jugés « globalement conformes », les objectifs principaux en matière de déficit devant vraisemblablement être atteints même si l'effort structurel attendu est en deçà de ce qu'exige le pacte, et les projets de quatre pays (Espagne, Italie, Lituanie et Autriche) étaient considérés comme « présentant un risque de non-conformité » avec le PSC.

Le 23 novembre, l'Eurogroupe a exhorté les pays présentant un risque de non-conformité à prendre les mesures supplémentaires nécessaires pour remédier aux risques identifiés par la Commission.

Il est important que l'assainissement budgétaire soit propice à la croissance. Sur le plan des dépenses, les revues de dépenses constituent une piste intéressante pour identifier les prestations qui n'entraînent pas nécessairement un accroissement des dépenses sociales. Du côté des recettes, améliorer le système fiscal pour le rendre plus propice à la croissance et réduire l'évasion fiscale constituent d'importants axes de réforme dans un certain nombre de pays. En particulier, la diminution du coïncidence fiscale sur le travail peut avoir des effets positifs sur la croissance et sur l'emploi.

La mise en œuvre des réformes structurelles est restée lente en 2015






Alors que la reprise économique se poursuivait à des rythmes différents selon les pays de la zone euro, les efforts en vue de soutenir l'offre et d'accroître la résistance économique ont généralement été limités en 2015. Le rythme de mise en œuvre des réformes structurelles est resté lent, comme en 2014, malgré les changements introduits dans le Semestre européen 2015, qui visaient à accroître l'appropriation des réformes et à soutenir les efforts de mise en œuvre. Selon les domaines, les efforts se sont concentrés sur le renforcement des conditions-cadres (notamment *via* des améliorations des dispositifs relatifs à l'insolvabilité), sur l'accroissement de l'efficacité des politiques actives sur le marché du travail et sur la réduction du coïncidence fiscale sur le travail. Les efforts ont été moindres en ce qui concerne la baisse de la protection et la progression de la concurrence dans les secteurs protégés des services, l'amélioration des administrations publiques et l'accroissement de la flexibilité des salaires.

Le tableau 1 illustre les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations 2015 spécifiques à chaque pays. Il montre que pour un grand nombre d'entre elles, les progrès réalisés ont été limités. La mise en œuvre des recommandations a été particulièrement faible dans les pays de la zone euro, les progrès réalisés étant limités dans la plupart des domaines en Allemagne, en Lituanie, au Luxembourg, aux Pays-Bas, en Autriche et en Slovaquie. Parmi les pays de la zone euro recensés par la Commission européenne en 2015 comme présentant des déséquilibres excessifs, le taux de réalisation de l'Italie est légèrement supérieur à ceux du Portugal et de la France.

Tableau 1

Évaluation par la Commission européenne de la mise en œuvre des recommandations par pays de 2015

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

	Parfaitement suivie
	Progrès substantiels
	Certains progrès
	Progrès limités
	Aucun progrès

Source : Commission européenne, 2016, rapports par pays.

Notes : Les catégories suivantes sont utilisées pour évaluer les progrès réalisés en termes de mise en œuvre des recommandations de 2015 : Aucun progrès : l'État membre n'a ni annoncé ni adopté de mesures visant à mettre en œuvre la recommandation. Cette catégorie s'applique également si un État membre a demandé une étude pour examiner les mesures potentielles. Progrès limités : l'État membre a annoncé des mesures pour mettre en œuvre la recommandation, mais elles paraissent insuffisantes et/ou leur adoption/mise en œuvre est compromise. Certains progrès : l'État membre a annoncé ou adopté des mesures visant à mettre en œuvre la recommandation. Ces mesures sont prometteuses, mais elles n'ont pas encore été toutes mises en œuvre et cette mise en œuvre n'est pas acquise dans tous les cas. Progrès substantiels : l'État membre a adopté des mesures, dont la plupart ont été mises en œuvre. Ces mesures contribuent dans une large mesure à la mise en œuvre de la recommandation. Parfaitement suivie : l'État membre a adopté et mis en œuvre des mesures qui suivent de façon appropriée la recommandation en question. Les zones grisées correspondent aux réformes liées au respect du PSC, qui n'ont pas été évaluées dans les rapports par pays. Chypre et la Grèce n'ont pas été inclus dans le Semestre européen en 2015 car ces pays étaient engagés dans des programmes d'ajustement macroéconomiques et n'ont donc pas reçu de recommandations spécifiques.

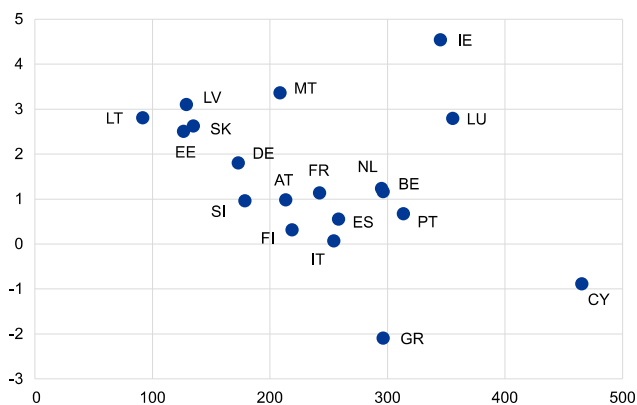
Une mise en œuvre plus complète des réformes structurelles est nécessaire pour stimuler la croissance du PIB de façon permanente

Dans ce contexte de lenteur de la mise en œuvre des réformes, certains pays de la zone euro accusent encore un retard considérable par rapport aux pays les plus performants en termes de structures accroissant la capacité de résistance et ayant un effet sur les perspectives de croissance à long terme. Cela se vérifie aussi bien dans le cas de l'environnement des entreprises et de l'environnement réglementaire, que dans celui des marchés de biens et services et du travail. Ces retards soulignent le potentiel que la mise en œuvre de réformes structurelles permettrait d'exploiter. Étant donné que de nombreuses économies sont loin de suivre la meilleure pratique, les bénéfices de ces réformes structurelles pourraient être importants. Par exemple, selon la publication du Groupe de la Banque mondiale *Doing Business*, un seul pays de la zone euro fait partie des dix pays les plus performants. Le ralentissement de la mise en œuvre des réformes en 2014 et 2015 souligne la nécessité de l'intensification des efforts de réforme afin d'encourager la reprise conjoncturelle et de stimuler le potentiel de croissance. Ces efforts pourraient être favorisés par un renforcement de la gouvernance des réformes structurelles et par un engagement plus affirmé des pays de la zone euro de profiter de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt pour réaliser un véritable changement structurel au sein de leurs économies.

Graphique 22

Croissance potentielle moyenne rapportée à la dette publique et privée

(axe des abscisses : dette consolidée des secteurs public et privé, T2 2015, en pourcentage du PIB ; axe des ordonnées : croissance moyenne du PIB potentiel, 2016-2017)



Sources : Eurostat et Commission européenne.

La faible croissance de la productivité, les taux élevés du chômage et, dans certains pays, d'importants déséquilibres en termes d'encours (dette élevée et réserves nettes de change négatives, notamment) engendrent des risques pour une reprise économique durable et appellent à prendre des mesures (cf., par exemple, le graphique 22). Selon les estimations disponibles réalisées par différentes institutions internationales (comme la Commission européenne, le FMI et l'OCDE), la croissance de la productivité totale des facteurs restera inférieure à 1 % au cours des trois à cinq prochaines années dans la plupart des pays de la zone euro. Si les réformes structurelles sont crédibles, soigneusement choisies et bien conçues, leurs effets positifs peuvent être perçus rapidement (via une amélioration de la confiance, par exemple) et soutenir ainsi la reprise¹³. Dans de nombreux pays, des réformes sont encore nécessaires sur les marchés de

biens et services et du travail, ainsi que dans l'environnement pour les entreprises et l'environnement réglementaire.

L'expérience passée montre que la mise en œuvre des réformes rencontre des difficultés variables selon les domaines. Cela explique peut-être pourquoi cette mise en œuvre a pris du retard sur le marché des biens et services par rapport à d'autres secteurs, tels que le marché du travail. Pourtant, les réformes des marchés de biens et services visant à faciliter l'entrée dans les secteurs protégés peuvent largement contribuer à améliorer la capacité d'ajustement dans la zone euro. Il est nécessaire de mettre en place de profondes réformes pour accroître la concurrence dans les professions réglementées du commerce de détail et des industries de réseau, puisque des marchés ouverts et concurrentiels sont indispensables pour favoriser une allocation efficace des ressources et stimuler l'investissement, qui reste très faible. Il serait également possible d'encourager la hausse de l'investissement et une allocation plus efficace des ressources en réduisant les formalités administratives dans l'environnement dans lequel opèrent les entreprises, en accroissant l'efficacité du système judiciaire, en améliorant l'environnement réglementaire et en renforçant les dispositifs relatifs à l'insolvabilité et les instruments de résolution. Par ailleurs, des divergences considérables subsistent dans le fonctionnement du marché du travail au sein de la zone euro. Il faut poursuivre la mise en place de politiques permettant d'améliorer la qualité de l'offre de travail et de faciliter la transition entre le chômage ou l'inactivité et l'emploi, et les ajustements à la législation du travail doivent permettre de trouver un meilleur équilibre entre flexibilité et sécurité¹⁴.

¹³ Cf. D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan et D. Muir, *Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth*, *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2013, qui montre la dynamique positive à court terme du PIB de la zone euro.

¹⁴ Cf. l'article intitulé *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2015.

À la suite de la publication du rapport des cinq présidents, des mesures ont été prises pour renforcer la mise en œuvre et améliorer l'appropriation des réformes. En particulier, la Commission a émis une recommandation en vue d'une recommandation du Conseil sur la mise en place de conseils nationaux de la compétitivité au sein de la zone euro. Ces conseils peuvent faciliter une meilleure compréhension des facteurs qui déterminent la compétitivité dans chaque pays et dans l'ensemble de la zone euro. Toutefois, leur rôle et leur incidence pour stimuler la mise en œuvre des réformes dépendront de leur complète indépendance et de leur mandat¹⁵.

2 La politique monétaire en période difficile

2.1 Le défi que représentent les perspectives en matière d'inflation a nécessité de nouvelles mesures décisives de la part de la BCE

Début janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a procédé à une réévaluation approfondie des perspectives d'évolution des prix et de la relance monétaire qui a résulté des mesures mises en œuvre depuis mi-2014. La dynamique de l'inflation est demeurée plus faible qu'attendu dans un contexte d'importante sous-utilisation des capacités de production et de poursuite de l'atonie des évolutions de la monnaie et du crédit. Reflétant cette situation, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont baissé sur différents horizons et la plupart des indicateurs de l'inflation effective ou attendue se sont établis à leurs points bas historiques ou à des niveaux proches. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent été confronté à des risques accrus d'une période trop prolongée d'inflation faible, voire négative. Les mesures de politique monétaire en place (notamment les opérations de refinancement à plus long terme ciblées – TLTRO), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP) et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme* - CBPP3), en conjonction avec la stratégie précédemment introduite consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*), ont déjà abouti à une transmission satisfaisante et les coûts d'emprunt du secteur privé ont commencé à baisser de manière convaincante au cours de l'été. Toutefois, compte tenu d'une part de l'élargissement de l'écart entre l'inflation réalisée et attendue et d'autre part des niveaux d'inflation que le Conseil des gouverneurs estime conformes à son objectif à moyen terme, l'impact quantitatif de ces mesures sur le bilan de l'Eurosystème et donc sur l'orientation de la politique monétaire a été jugé insuffisant pour garantir un retour de l'inflation à des niveaux plus proches de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, une réponse de politique monétaire vigoureuse a été nécessaire.

¹⁵ Cf. la communication de la Commission européenne *On steps towards completing Economic and Monetary Union*, 21 octobre 2015 et l'encadré intitulé *La création de conseils de la compétitivité dans le contexte de la lutte pour une véritable union économique*, *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

Les taux d'intérêt directeurs se situant à leur valeur plancher ou à un niveau proche, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 22 janvier, d'étendre le programme d'achats d'actifs qui avait débuté en octobre 2014, afin d'y inclure les titres libellés en euros de bonne qualité (*investment-grade*) émis par les gouvernements et les agences de la zone euro et les institutions européennes. Dans le cadre de ce programme étendu (APP), les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé devaient s'élever à 60 milliards d'euros. Les achats par l'Eurosystème de titres du secteur public sur le marché secondaire ont débuté en mars 2015 et doivent être réalisés jusque fin septembre 2016 et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. De plus, il a été décidé de modifier la tarification des six TLTRO devant encore être effectuées et de supprimer l'écart de 10 points de base par rapport au taux de l'opération principale de refinancement qui avait été appliqué aux deux premières TLTRO.

L'APP et les TLTRO, associés au taux négatif appliqué à la facilité de dépôt, ont produit des résultats tangibles notamment en améliorant les conditions de financement pour les entreprises, y compris les PME, et les ménages (cf. la section 1.2 du chapitre 1). En rendant le crédit plus abordable pour l'économie, ces mesures ont stimulé la demande de crédit ; et en réduisant les rendements corrigés du risque que les banques peuvent obtenir sur les titres, elles ont encouragé ces dernières à diversifier leurs expositions sur les prêts, ce qui a soutenu l'offre de crédit. En conséquence, les dépenses ont été plus importantes qu'elles ne l'auraient été sans cela, ce qui a entraîné une accélération de la croissance du PIB en volume et une hausse de l'inflation (cf. encadré 6).

Grâce au renforcement des mesures de relance monétaire, à l'amélioration de la confiance et à l'effet positif du bas niveau des prix de l'énergie sur les revenus disponibles, la reprise économique s'est accélérée au premier semestre de l'année. Les anticipations d'inflation se sont sensiblement redressées à partir des points bas atteints au cours du mois précédant la décision de janvier.

Toutefois, à compter de juin et sur la majeure partie du troisième trimestre, les conditions de financement et le climat économique se sont à nouveau détériorés, en raison, pendant un temps, du regain de volatilité financière associé aux négociations difficiles sur le programme d'assistance macroéconomique pour la Grèce mais surtout à cause des inquiétudes croissantes et persistantes concernant la situation de l'économie mondiale. Le recul concomitant de la confiance, associé à une faible demande extérieure, a pesé sur le rythme de la reprise, qui s'est ralenti au troisième trimestre. Dans le même temps, les nouvelles tendances baissières de l'inflation importée, conjuguées à la forte baisse de l'activité dans plusieurs grandes économies émergentes ont ralenti le processus de redressement de l'inflation dont le retour à la normale pouvait être attendu à moyen terme.

Globalement, les évolutions intervenues au cours de l'été 2015 se sont reflétées dans les importantes révisions à la baisse du scénario de référence pour les perspectives de croissance et d'inflation retenu dans les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème (cf. tableau 2). Les risques à la baisse pesant sur les perspectives, qui reflètent principalement les incertitudes relatives à

l'économie mondiale ainsi que le regain de volatilité sur les marchés financiers, de change et de matières premières, ont également été considérés comme s'étant accentués. Dans ces circonstances, tout en suivant attentivement les informations disponibles, et en particulier les implications de la réévaluation des marchés financiers pour l'orientation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a estimé que l'incertitude, trop élevée, ne permettait pas de fournir une base suffisamment robuste pour décider s'il était nécessaire d'accentuer le caractère accommodant de la politique monétaire. Par conséquent, lors de sa réunion de politique monétaire d'octobre, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il procéderait à une analyse approfondie de la vigueur et de la persistance des facteurs freinant le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, et qu'il réexaminerait le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que l'efficacité et l'adéquation des instruments de politique monétaire mis en place au cours de sa prochaine réunion de politique monétaire en décembre. La communication à l'issue de la réunion d'octobre a provoqué une vive réaction des marchés et un retour des conditions de financement aux niveaux plus favorables observés début 2015 lorsque les achats dans le cadre de l'APP étendu avaient débuté.

Tableau 2
Évolution des projections macroéconomiques établies
par les services de la BCE/de l'Eurosystème

(variations annuelles en pourcentage)

Horizon de projection	PIB en volume			IPCH		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Décembre 2014	1,0	1,5		0,7	1,3	
Mars 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
Juin 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
Septembre 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
Décembre 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6

Source : Eurosystème.

Dans ce contexte, lors de sa réunion de début décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer l'orientation accommodante de la politique monétaire en vue d'atteindre son objectif de stabilité des prix. Les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, qui intégraient dans une certaine mesure les évolutions favorables des marchés financiers qui s'étaient concrétisées après la réunion de politique monétaire d'octobre, ont indiqué que le retour de l'inflation à des niveaux considérés par le Conseil des gouverneurs comme suffisamment

proches de 2 % prendrait très probablement plus de temps que prévu plus tôt dans l'année et que les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'inflation s'étaient accrus. Tandis que la modération des prix des matières premières a contribué au bas niveau de l'inflation, il était prévu que l'importante sous-utilisation des capacités de production et les facteurs défavorables liés à l'environnement extérieur continueraient de peser sur les tensions internes sur les prix. De nouvelles mesures de politique monétaire ont par conséquent été nécessaires pour éviter le risque d'effets de second tour et garantir un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé :

(a) d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à - 0,30 %, tout en laissant inchangés le taux des opérations principales de refinancement et celui de la facilité de prêt marginal, à 0,05 % et 0,30 % respectivement ; (b) de repousser la date de fin prévue pour les achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros effectués dans le cadre de l'APP jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et,

en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ; (c) de réinvestir les remboursements du principal sur les titres acquis dans le cadre de l'APP à leur échéance, aussi longtemps que nécessaire ; (d) d'inclure les titres de dette libellés en euros émis sur les marchés par des administrations régionales et locales situées dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers effectués par les différentes banques centrales nationales ; et (e) de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution des réserves de 2017.

Les nouvelles mesures avaient pour objectif d'assurer le maintien de conditions financières accommodantes et de renforcer encore l'assouplissement sensible découlant des mesures mises en œuvre depuis juin 2014. Les décisions prises visent à raffermir le rythme de la reprise économique au sein de la zone euro et à consolider sa capacité de résistance face aux chocs économiques mondiaux observés récemment.

En particulier, le report à fin mars 2017 de la date de fin prévue pour les achats nets d'actifs de l'Eurosystème dans le cadre de l'APP et la décision de réinvestir les remboursements du principal sur les titres arrivant à échéance aussi longtemps que nécessaire devraient permettre, par rapport à la situation qui aurait prévalu avec les politiques antérieures, un apport supplémentaire de liquidité à hauteur de 680 milliards d'euros d'ici 2019. Cela renforcera les indications fournies par la BCE sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) et garantira le maintien de conditions de liquidité très favorables à long terme.

Le Conseil des gouverneurs suit en permanence les conditions économiques et financières. Le Conseil des gouverneurs a indiqué clairement que si ces conditions venaient à évoluer de sorte qu'il devenait nécessaire de réagir à nouveau pour maintenir un degré approprié d'orientation accommodante, il a la volonté et la capacité d'agir en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat afin de garantir que l'inflation revienne sans tarder à son objectif. En particulier, il a rappelé que l'APP offre une flexibilité suffisante, sa taille, sa composition et sa durée pouvant être modifiées.

Encadré 6

La transmission des mesures de politique monétaire aux marchés financiers et à l'économie réelle

Les mesures de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014 se sont largement transmises à l'économie de la zone euro¹⁶. La relance introduite a conduit à un net assouplissement des conditions d'emprunt pour l'économie et constitué un facteur important de

¹⁶ Cf. également C. Altavilla, C. Carboni et R. Motto, *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Working Paper Series, n° 1864, BCE, novembre 2015.

soutien du redressement de la zone euro, contribuant à stopper la désinflation et à ramener les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Cet encadré passe en revue les données relatives à la transmission des mesures de la BCE¹⁷.

De nombreux canaux de transmission ont été à l'œuvre¹⁸. Premièrement, les mesures non conventionnelles ont amélioré les conditions d'emprunt dans le secteur privé non financier en assouplissant les conditions de refinancement des banques et en favorisant la création de crédit, ce qui a encouragé l'emprunt et la dépense à des fins d'investissement et de consommation (canal de la transmission directe). Deuxièmement, les rendements d'une large gamme d'actifs ont été réduits, ce qui a permis une plus large transmission de la relance dans l'économie (canal du rééquilibrage des portefeuilles). Troisièmement, le déploiement des mesures non conventionnelles, notamment celles qui ont un effet significatif sur le bilan de la banque centrale, a souligné l'engagement de la BCE dans le cadre de son mandat de stabilité des prix (canal du signal).

L'impact sur les actifs financiers de référence

L'impact exercé par les mesures annoncées depuis juin 2014 sur les marchés financiers constitue le premier maillon de la chaîne de transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie réelle et, au final, à l'inflation¹⁹. Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le programme d'achats d'actifs (APP), conjugués à un taux de la facilité de dépôt négatif, ont eu un important effet d'assouplissement sur une large gamme de compartiments des marchés financiers. Plus particulièrement, les rendements des obligations souveraines ont été réduits par les achats d'actifs et *via* le canal du rééquilibrage des portefeuilles. Les achats d'actifs de la BCE, associés à ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) ont contribué à réduire le niveau moyen du risque de duration dans le portefeuille du secteur privé, entraînant ainsi un fléchissement du prix demandé par les investisseurs pour des prêts à long terme (prime de terme). De plus, des effets d'entraînement sur les rendements d'actifs non ciblés tels que les obligations des sociétés financières et non financières se sont traduits par un resserrement significatif des écarts de taux sur la même période. Ces effets, conjointement avec la diminution des taux d'actualisation due à la baisse des rendements obligataires, ont également alimenté des tensions à la hausse sur les cours boursiers. L'anticipation, l'annonce et la mise en œuvre des mesures de politique monétaire, y compris les trois réductions du taux de la facilité de dépôt intervenues depuis mi-2014, ont également contribué à une dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro, les investisseurs ayant rééquilibré leurs portefeuilles au détriment des instruments à revenu fixe de la zone euro dont le rendement est moins élevé, et en faveur des actifs hors zone euro plus rentables.

¹⁷ Pour un examen plus approfondi, cf. l'article intitulé *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE*, *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015, et la littérature citée.

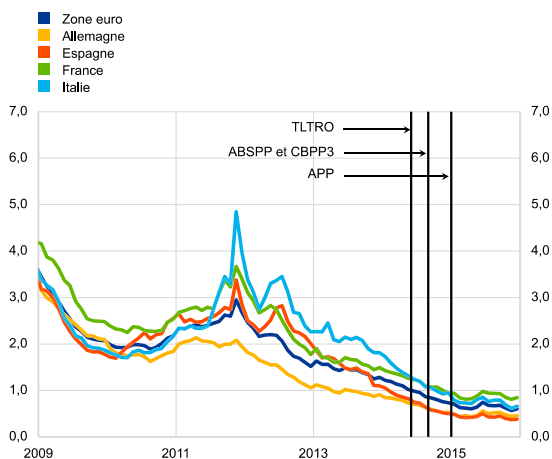
¹⁸ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé *Le rôle du bilan de la banque centrale dans la politique monétaire*, *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

¹⁹ Cf. l'article intitulé *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE*, *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015, et notamment l'encadré 2, pour plus de détails et pour des données tirées d'études de cas.

Graphique A

Coût composite des dépôts bancaires et du financement obligataire

(en pourcentage annuel)



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

Notes : Moyenne des taux des dépôts appliqués aux contrats nouveaux et du coût du financement par endettement sur les marchés, pondérés de leurs encours respectifs. Les lignes verticales indiquent les dates de l'annonce des mesures respectives.

opérations de prêt de l'Eurosystème (y compris les TLTRO), comme le montre le fléchissement marqué du coût composite du financement par endettement pour les banques dans les pays de la zone euro (cf. graphique A)²⁰.

Les conditions de distribution du crédit bancaire

Le net assouplissement des conditions de financement des banques dans un contexte de concurrence accrue entre prêteurs²¹ a amélioré la transmission des mesures de politique monétaire de la BCE aux conditions du crédit bancaire et réduit la fragmentation dans les différents pays de la zone euro.

Avant les mesures prises depuis juin 2014, la réduction des taux d'intérêt directeurs de la BCE, soit 125 points de base au total entre septembre 2011 et juin 2014, s'est, pour l'essentiel, reflétée de façon incomplète et inégale dans la baisse du taux débiteur médian. Depuis le printemps 2014, les mesures prises par la BCE ont contribué à un fléchissement significatif des taux débiteurs bancaires. De fait, alors que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été abaissés de 20 points de base entre juin et septembre 2014, les taux appliqués par les banques sur les prêts accordés aux sociétés non financières de la zone euro ont reculé de 80 points de base environ jusqu'en

²⁰ Les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro confirment le rôle déterminant des mesures non conventionnelles de la BCE dans ces évolutions. Les TLTRO ont contribué à assouplir les conditions d'accès au financement de marché pour un quart environ des banques interrogées dans l'enquête de juillet 2015. L'incidence est encore plus favorable dans le cas de l'APP, près de la moitié des banques participant à l'enquête d'avril 2015 ayant identifié un effet positif sur les conditions du financement de marché.

²¹ Comme l'indiquent les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, parmi les facteurs affectant les critères d'octroi des crédits bancaires, la concurrence a constitué le déterminant principal de l'assouplissement par les banques de leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises.

Coût du financement de marché pour les banques

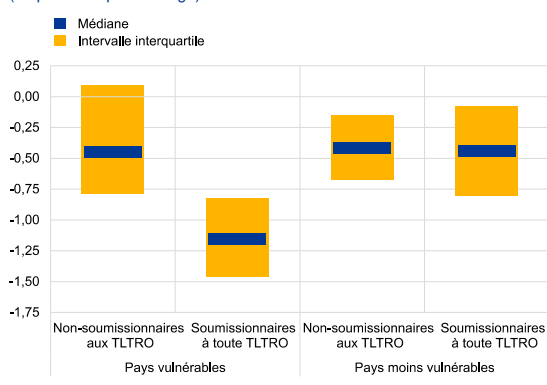
Les mesures de politique monétaire ont considérablement réduit les coûts du financement de marché pour les banques, ce qui constitue un élément essentiel de la chaîne de transmission pour une économie fondée sur les banques. Premièrement, ces mesures ont exercé une action directe, qui a permis le remplacement de sources de financement plus coûteuses et de plus court terme par des TLTRO. Deuxièmement, elles ont agi de façon indirecte à travers la compression importante des rendements à moyen et long terme sur une large gamme d'actifs financiers, y compris les instruments de financement des banques. Ces améliorations se sont traduites par un assouplissement élargi des conditions de financement s'appliquant aux banques, indépendamment du volume de leur recours aux

octobre 2015. Les services de la BCE estiment, sur la base des régularités historiques antérieures à la crise, qu'afin d'obtenir un effet similaire sur les taux d'intérêt appliqués par les banques aux prêts aux entreprises, une réduction d'environ 100 points de base des taux directeurs conventionnels aurait été nécessaire. Cela indique que l'APP et les TLTRO ont également soutenu la transmission de l'orientation de la politique monétaire de la BCE.

Graphique B

Variations des taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières

(en points de pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le graphique couvre la période allant de juin 2014 à juillet 2015.

Dans la catégorie pays « vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires aux TLTRO » comprend dix banques et celui des « soumissionnaires à toute TLTRO » en compte 49. Dans la catégorie pays « moins vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires aux TLTRO » comprend 71 banques et celui des « soumissionnaires à toute TLTRO » en compte 43.

La transmission de l'orientation de la politique monétaire de la BCE s'est notamment améliorée dans les pays les plus touchés par la crise, reflétant une diminution de la fragmentation. De fait, les baisses des taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières enregistrées après les mesures de politique monétaire prises par la BCE depuis juin 2014 ont été nettement plus fortes dans les plus grands des pays les plus touchés par la crise (de quelque 110 à 140 points de base). Cette situation peut en partie être associée aux effets des TLTRO, les banques situées dans les pays qui ont participé à au moins une des quatre premières TLTRO ayant plus largement abaissé leurs taux débiteurs médians que celles qui n'y ont pas participé (cf. graphique B). Dans le même temps, la participation aux TLTRO n'a pas systématiquement affecté les taux débiteurs bancaires dans les autres pays, principalement

parce que la transmission des modifications des taux d'intérêt directeurs de la BCE a été globalement conforme aux régularités historiques dans ces économies²². Globalement, l'analyse des services de la BCE confirme que l'incidence directe des TLTRO, ainsi que les effets indirects des TLTRO et de l'APP sur les rendements obligataires, ont contribué à la baisse constatée des taux débiteurs. Les effets indirects ont été renforcés par l'incidence bénéfique de la baisse des rendements à long terme sur les perspectives macroéconomiques et, par conséquent, sur la composante crédit intégrée dans les taux débiteurs.

Volumes de prêts

Les TLTRO et l'APP se traduisent par une amélioration de l'offre de crédit et des conditions de la demande, soutenant ainsi le redressement progressif du volume de prêts consentis aux sociétés non financières et aux ménages (cf. graphiques C et D et section 1.5 du chapitre 1). L'offre de crédit s'est renforcée dans un contexte d'amélioration des conditions de financement des banques et d'attractivité accrue des prêts octroyés, la baisse des rendements des obligations souveraines

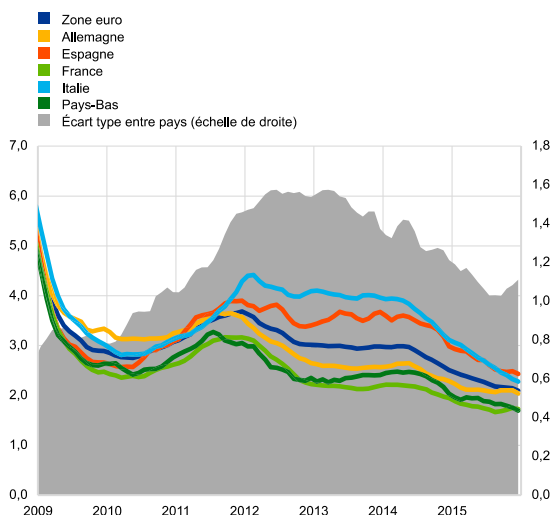
²² Toutefois, l'augmentation de la demande de TLTRO a également émané de banques situées dans d'autres pays durant l'épisode de réévaluation du marché obligataire observé entre avril et juin 2015, lorsque le financement de marché est devenu plus onéreux. Cela a probablement atténué le resserrement des conditions de financement de marché des banques.

ayant orienté le rendement des actifs, corrigé du risque, en faveur des prêts²³. De même, la demande de crédit a continué de s'améliorer, soutenue par la baisse des taux débiteurs, un assouplissement des critères d'octroi et un accroissement des besoins de financement à des fins d'investissement.

Graphique C

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



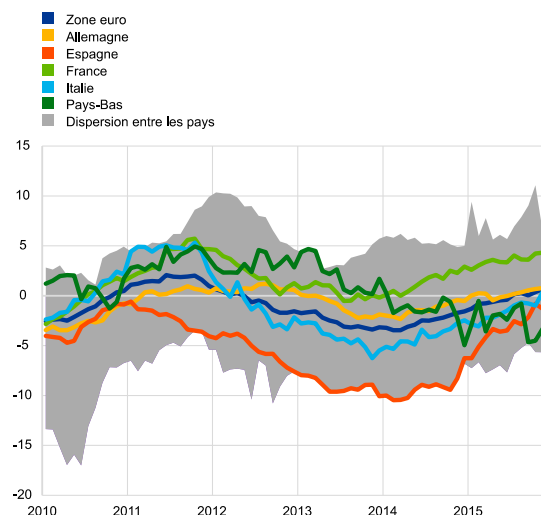
Source : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2015.

Graphique D

Prêts des IFM aux sociétés non financières dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre les pays est calculée comme la valeur minimale/maximale pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à septembre 2015.

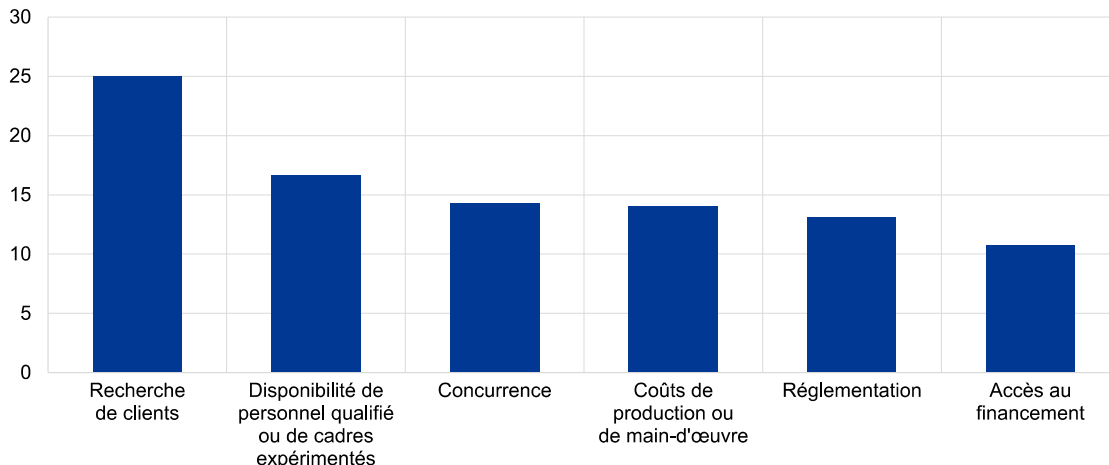
Les mesures de la BCE ont même exercé leurs effets sur les petites entreprises, que la politique monétaire atteint habituellement avec plus de difficulté. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement réalisée en décembre 2015 par la BCE, un nombre moins important de petites et moyennes entreprises ont déclaré que le crédit avait constitué un facteur modérant leur activité, même si des différences considérables subsistent entre les pays (cf. graphique E).

²³ Dans leurs réponses à l'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont indiqué que, pour les prochaines TLTRO, elles prévoyaient d'utiliser davantage les fonds obtenus pour octroyer des prêts et moins pour l'acquisition d'autres actifs. De même, un grand nombre des banques interrogées dans l'enquête d'avril 2015 ont répondu qu'elles envisageaient d'utiliser le supplément de liquidité reçu dans le cadre de l'APP pour accorder des prêts.

Graphique E

Principaux problèmes auxquels doivent faire face les petites et moyennes entreprises de la zone euro

(en pourcentage des déclarants)

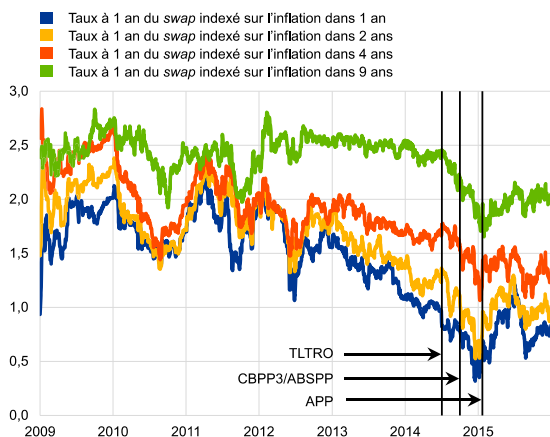


Source : Enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro, décembre 2015.

Graphique F

Anticipations d'inflation fondées sur le marché

(taux implicites anticipés à long terme des swaps indexés sur l'inflation en pourcentages annuels)



Sources : Reuters et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 19 novembre 2015.

Incidence sur l'économie

Globalement, les données confirment que les mesures de politique monétaire de la BCE ont procuré des avantages tangibles. Les mesures de politique monétaire annoncées depuis juin 2014 ont provoqué une révision à la baisse des prévisions des marchés relatives aux taux d'intérêt à court terme futurs. Alors qu'un nouveau fléchissement des prix du pétrole a augmenté le risque d'une persistance accrue des tendances baissières de l'inflation à moyen terme, ces mesures ont contribué à stopper le recul des anticipations d'inflation fondées sur le marché (cf. graphique F). Associées à la diminution des rendements obligataires nominaux, les mesures ont donc contribué à abaisser les taux d'intérêt réels, à assouplir la

politique monétaire visant à soutenir le redressement de la zone euro et à ramener les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

En effet, les estimations empiriques réalisées au sein de l'Eurosystème²⁴ suggèrent que, sans les mesures de la BCE, l'inflation serait inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2016 et

²⁴ Ces estimations reposent sur une suite de modèles incluant des modèles de séries temporelles, des modèles macro-financiers et des modèles d'équilibre général stochastique dynamique, dans lesquels l'APP affecte l'inflation et la croissance essentiellement via le canal de la durée des obligations, contribuant ainsi à un aplatissement de la courbe des rendements, mais aussi par l'intermédiaire du taux de change et des canaux du crédit pour un sous-ensemble de modèles.

d'environ 0,3 point de pourcentage en 2017. L'incidence sur le PIB est importante elle aussi : on estime que les mesures prises par la BCE permettront d'accroître le PIB de près de 1 point de pourcentage entre 2015 et 2017.

2.2 Le programme d'achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées se sont déroulés sans heurt en 2015

Volume des achats dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs

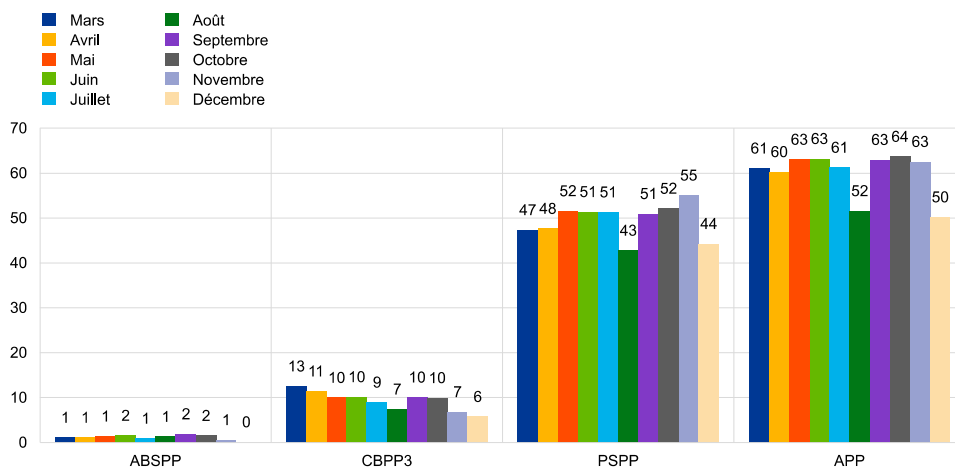
Le programme d'achats d'actifs (APP) combine les achats de trois catégories de titres : (a) des titres du secteur public dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP), lancé en mars 2015 ; (b) des obligations sécurisées dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), lancé en octobre 2014 ; et (c) des titres adossés à des actifs (ABS) dans le cadre du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), lancé en novembre 2014.

Les achats d'actifs mensuels cumulés dans le cadre de l'APP se sont élevés en moyenne à 60 milliards d'euros en 2015, conformément à l'objectif fixé par le Conseil des gouverneurs. La mise en œuvre globale des programmes d'achats s'est déroulée sans heurt. Les achats de titres du secteur public dans le cadre du PSPP représentent de loin la part la plus importante du volume global de l'APP (cf. graphique 23). Les conditions générales sur les marchés ont été propices à la réalisation des volumes cibles, bien que quelques épisodes où la liquidité de marché a été légèrement réduite aient été observés durant l'été, plus particulièrement dans les petits pays de la zone euro.

Graphique 23

Achats mensuels au titre de l'APP et programmes d'achats qui le constituent

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

La conception de l'APP permet de la flexibilité dans sa mise en œuvre afin d'éviter que les achats d'obligations ne perturbent le mécanisme de formation des prix sur le marché et de préserver la liquidité de marché. Le profil des achats mensuels a reflété cette flexibilité. Ainsi, compte tenu de la liquidité de marché plus faible attendue durant l'été et vers la fin de l'année, l'Eurosystème a anticipé ses achats dans le cadre de l'APP, les portant au-delà de la cible de 60 milliards d'euros sur un certain nombre de mois, et leur permettant d'être inférieurs à la cible en août et en décembre.

Dans la mise en œuvre du programme au jour le jour, les achats d'obligations sont également sensibles aux signes de raréfaction de certaines obligations. Dans la mesure du possible, l'Eurosystème évite d'acquérir des obligations qui pourraient être livrées moins cher dans le cadre de contrats à terme, des obligations ayant des caractéristiques particulières sur le marché des pensions ou des obligations présentant une liquidité relativement limitée pour d'autres raisons. Des informations détaillées sur la mise en œuvre du programme sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

Les rendements des obligations souveraines ont atteint des niveaux historiquement bas à plusieurs reprises en 2015, une part importante des obligations éligibles au PSPP s'échangeant à des rendements inférieurs au niveau du taux de la facilité de dépôt dans un certain nombre de pays. Ce phénomène a eu pour effet de réduire la quantité d'obligations disponibles à l'achat dans le cadre du PSPP, les achats ne s'effectuant pas à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt. Fin novembre cela reflétait, entre autres, les anticipations des marchés selon lesquelles la BCE réduirait encore le taux de la facilité de dépôt. La part des obligations non disponibles à l'achat en raison de leur faible rendement s'est fortement réduite à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs d'abaisser le taux de la facilité de dépôt à - 0,30 % en décembre 2015.

Prêts de titres dans le cadre du PSPP

Pour éviter que le PSPP ne perturbe le fonctionnement du marché des emprunts publics de la zone euro, la plupart des banques centrales de l'Eurosystème (y compris la BCE) ont mis en place des dispositifs de prêts de titres. Le dispositif de la BCE permet aux intervenants de marché jouant le rôle de teneur de marché d'emprunter les titres détenus par la BCE dans le cadre du PSPP et du programme pour les marchés de titres. Les critères spécifiques d'emprunt sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#). Les intervenants de marché considèrent généralement les dispositifs de prêts de titres de l'Eurosystème comme un élément rassurant de l'APP.

Élargissement de la liste des agences

L'Eurosystème a élargi la liste des agences dont les titres sont éligibles à l'achat dans le cadre du PSPP à deux reprises en 2015, en avril et en juillet, la faisant passer de 7 à 30 agences à la fin de l'année, ce qui devrait faciliter la mise en œuvre du programme. L'élargissement de la liste a pris en compte des considérations de politique monétaire et de gestion des risques.

Relèvement de la limite de détention

Lors d'une nouvelle étape visant à préserver la flexibilité et la neutralité pour le marché de la mise en œuvre du PSPP, l'Eurosystème a relevé la limite de détention dans le cadre du PSPP. Au début de la mise en œuvre du programme, cette limite avait été fixée à 25 %, ce qui signifiait que le portefeuille agrégé global de l'Eurosystème pour n'importe quel titre éligible au PSPP ne devait pas dépasser 25 % de l'encours en valeur nominale. Toutefois, à l'occasion d'une révision programmée, le Conseil des gouverneurs a décidé en septembre 2015 de relever la limite à 33 %. Dans les circonstances où un tel accroissement du portefeuille de l'Eurosystème rendrait possible une minorité de blocage au titre de clauses d'action collective, la limite de détention serait maintenue à 25 %.

Éligibilité au PSPP des obligations émises par des administrations régionales et locales

Le 3 décembre 2015 le Conseil des gouverneurs a décidé que les titres de créance négociables libellés en euros émis par des administrations régionales et locales situées dans la zone euro deviendraient éligibles aux achats réguliers effectués dans le cadre du PSPP par les différentes banques centrales nationales. Cette décision concernait uniquement les obligations régionales et locales qui remplissent tous les autres critères d'éligibilité, notamment les exigences minimales de notation telles qu'elles figurent dans la décision de la BCE concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (décision BCE/2015/10).

L'élargissement aux obligations émises par des administrations régionales et locales de l'éventail des titres éligibles aux achats dans le cadre du PSPP a encore amélioré la flexibilité du programme, favorisant ainsi la poursuite de la réalisation des achats dans de bonnes conditions. Les achats de cette catégorie de titres dans le cadre du PSPP ont commencé début 2016, une fois modifiés les actes juridiques concernés.

Achats au titre du PSPP d'obligations souveraines ne respectant pas le critère de notation

Afin d'être éligibles aux achats dans le cadre du PSPP, les titres doivent bénéficier d'une notation équivalant au moins à l'échelon 3 de qualité du crédit dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, comme cela a été défini dans la décision BCE/2015/10. Si l'on se conforme à ces règles, les achats de titres émis par des administrations centrales de pays de la zone euro bénéficiant d'un programme d'assistance financière ne peuvent être réalisés que si l'application du seuil de qualité du crédit de l'Eurosystème a été suspendue par le Conseil des gouverneurs. En 2015 cette suspension s'est appliquée uniquement aux obligations de l'État chypriote, dont les achats ont eu lieu lors de deux périodes : la première entre le 3 et le 17 juillet et la seconde entre le 6 octobre et le 4 novembre. Ces achats d'obligations ont fait suite à la conclusion positive des sixième et septième missions d'examen du programme d'assistance financière UE/FMI à Chypre. Les dates de suspension ont marqué le début des nouvelles missions d'examen du programme.

Aucune obligation souveraine grecque n'a été acquise dans le cadre du PSPP en 2015, ces titres ne remplissant pas les conditions pour bénéficier d'une suspension du seuil de qualité du crédit de l'Eurosystème.

Les enchères inversées dans le cadre du PSPP

Au cours du mois d'octobre, la Banque de France, De Nederlandsche Bank et le Lietuvos bankas ont commencé à tester les enchères inversées en vue de se familiariser avec l'utilisation de ce mécanisme pour les achats de titres publics, de titres émis par des agences et de titres supranationaux dans le cadre du PSPP. La période de test s'est prolongée jusqu'en décembre et elle a abouti à la conclusion que les enchères inversées constituaient une méthode d'exécution des achats utile sur des compartiments de marché à la liquidité réduite, en complément des achats bilatéraux. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a autorisé le recours de manière pérenne aux enchères inversées, en complément des achats bilatéraux, par les BCN qui le souhaiteraient sur des compartiments de marché spécifiques²⁵.

²⁵ Pour plus d'informations, cf. [le site internet de la BCE](#).

Modifications apportées au processus d'achat dans le cadre de l'ABSPP

En septembre, la BCE a annoncé l'augmentation, dans le cadre de l'ABSPP, de la part des achats effectués par les banques centrales nationales par rapport à celle des gestionnaires d'actifs extérieurs. Depuis le 27 octobre 2015, la Banque de France (couvrant un nombre accru de juridictions) et la Banque Nationale de Belgique sont intervenues toutes deux en tant que gestionnaires d'actifs réalisant des achats pour le compte de l'Eurosystème. En outre, la BCE a décidé d'étendre les contrats de deux de ses gestionnaires d'actifs extérieurs (Amundi et NN Investment Partners)²⁶.

Les principes directeurs de l'ABSPP

Lors des phases initiales de mise en œuvre de l'ABSPP, les intervenants de marché ont fait part de la nécessité de mieux comprendre les préférences de l'Eurosystème s'agissant des titres adossés à des actifs (ABS) qu'il envisageait d'acquérir. Début juillet, la BCE a répondu à ces demandes en publiant les *Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs* destinés à améliorer la transparence et à expliquer les préférences de l'Eurosystème en termes de caractéristiques des ABS. Les intervenants de marché ont généralement réagi favorablement à cette publication, qui est disponible sur le [site internet de la BCE](#).

Mise en œuvre des TLTRO

Les adjudications dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) se sont poursuivies, quatre opérations ayant eu lieu en 2015. Ces opérations visent à soutenir l'activité de prêt bancaire au secteur privé non financier de la zone euro. En juin 2014, huit TLTRO ont été annoncées, dont l'adjudication était prévue sur une base trimestrielle, la dernière opération étant réalisée en juin 2016. Lors des deux opérations initiales de septembre et de décembre 2014, un montant total de 212,4 milliards d'euros a été alloué. Pour les six autres opérations entre mars 2015 et juin 2016, les contreparties ont la possibilité d'emprunter des sommes supplémentaires, en fonction de l'évolution de leurs activités de prêts éligibles au-delà des valeurs de référence (*benchmarks*) définies pour chaque banque²⁷. Plus les banques ont prêté au-delà de la valeur de référence, plus elles sont autorisées à emprunter (soit jusqu'à trois fois la différence entre le montant net des prêts accordés et la référence). Sur ces six TLTRO, le taux correspond à celui des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de la réalisation de l'opération et il est dès lors fixé pour la durée de vie de la TLTRO. L'ensemble des TLTRO arriveront à échéance en septembre 2018, les

²⁶ Pour plus d'informations, cf. le [communiqué de presse de la BCE](#).

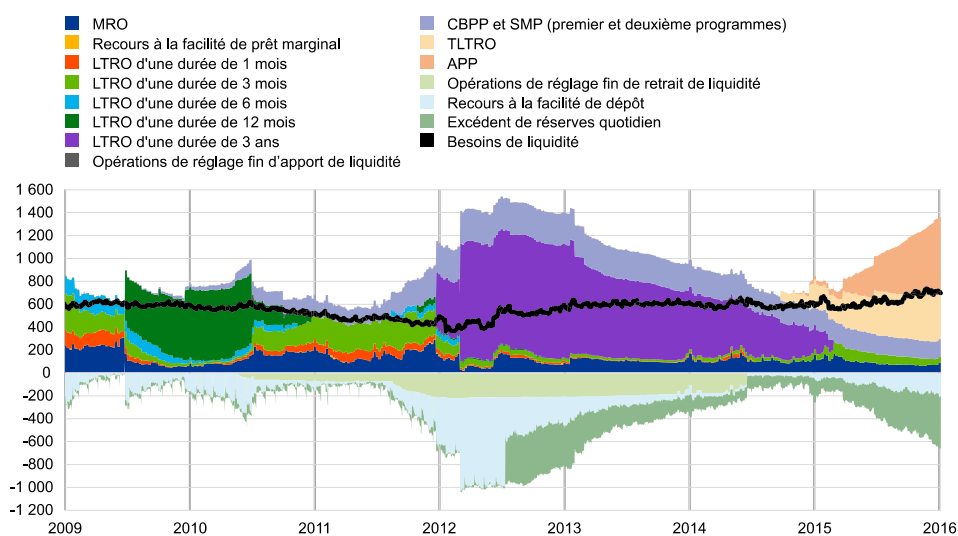
²⁷ Les valeurs de référence sont déterminées à partir du montant net de prêts de chaque contrepartie accordés au secteur privé non financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement consentis aux ménages, enregistrés au cours de la période de 12 mois s'achevant le 30 avril 2014.

remboursements anticipés obligatoires et volontaires commençant à partir de septembre 2016.

Les quatre opérations de 2015 ont donné lieu à une allocation de 205,4 milliards d'euros (97,8 milliards en mars, 73,8 milliards en juin, 15,5 milliards en septembre et 18,3 milliards en décembre), ce qui a contribué à l'accroissement de la taille du bilan de l'Eurosystème, comme le montre le graphique 24. Au total, 239 contreparties distinctes ont participé à ces opérations en 2015. Comme les banques qui ne disposaient pas d'un portefeuille de prêts suffisant ont été autorisées sous certaines conditions à s'associer à d'autres banques qui détenaient des prêts éligibles et à former des groupes aux fins des TLTRO, les opérations ont en réalité concerné 845 établissements de crédit. De cette manière, les opérations ont continué de toucher un large éventail de contreparties dans la zone euro. En répercutant la baisse de leurs coûts de financement sur leurs conditions d'octroi de prêts, les banques participantes ont pu améliorer leur position concurrentielle sur le marché du crédit et contribuer à un assouplissement des conditions de distribution du crédit.

Graphique 24 Bilan de l'Eurosystème

(montants en milliards d'euros)



Source : Eurosystème.

La participation aux TLTRO a diminué en 2015, ces opérations apparaissant moins intéressantes aux contreparties pour différentes raisons. Premièrement, la baisse des taux de marché sous l'effet de l'accroissement des niveaux de liquidité excédentaire et les anticipations d'un nouvel assouplissement des taux directeurs par la BCE ont réduit la motivation liée au prix pour les banques. En outre, étant donné que l'ensemble des TLTRO arrivent à échéance le même jour en 2018, toute nouvelle TLTRO a une durée plus courte que la précédente. Deuxièmement, les banques pour lesquelles le prix pouvait rester intéressant avaient déjà eu recours aux TLTRO pour des montants importants et voulaient d'abord utiliser ces sommes. Troisièmement, le secteur bancaire n'a pas subi les niveaux élevés de tensions sur les financements, qui avaient rendu intéressantes les précédentes TLTRO.

La participation aux différentes TLTRO n'a pas toujours été bien anticipée par les intervenants de marché, ce qui a donné lieu à de légers ajustements des taux à terme. S'agissant de l'opération de mars 2015, un sondage Reuters avait prévu un tirage à hauteur de 40 milliards d'euros, alors que, dans les faits, il a été de 97,8 milliards. Les taux à terme ont légèrement reculé après l'annonce du résultat de l'adjudication, laissant penser que les anticipations relatives au volume des TLTRO futures et à l'excédent de liquidité avaient été révisées à la hausse. D'après les intervenants de marché, ce tirage plus important était l'expression de la confiance des banques dans la demande future de prêts et devait favoriser l'octroi de crédits à l'économie réelle. La situation inverse s'est produite lors de l'opération de septembre, où le tirage de 15,5 milliards d'euros a été nettement inférieur aux anticipations des marchés. Les marchés ont très peu réagi car les adjudications dans le cadre des TLTRO commençaient à perdre de leur intérêt à un moment où le niveau de l'excédent de liquidité était déjà élevé (470 milliards d'euros environ) et les taux d'intérêt déjà bas. La tendance baissière des taux de marché observée en 2015 a été une raison importante à l'origine du faible tirage car elle a réduit l'attractivité des TLTRO par rapport au financement de marché. Globalement, les surprises pour le marché semblent avoir reflété la difficulté des intervenants à estimer le montant des facilités d'emprunt mobilisables par les banques et donc également le tirage potentiel par celles-ci.

Les TLTRO ont contribué à accroître le niveau de l'excédent de liquidité et soutenu la durée moyenne des opérations de l'Eurosystème et, ainsi, ont exercé des pressions supplémentaires à la baisse sur les taux du marché monétaire. Si certaines banques ont substitué leur participation aux TLTRO à une participation aux opérations principales de refinancement, aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois et aux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, le montant alloué lors des TLTRO s'est inscrit nettement au-delà de l'effet de substitution, l'adjudication de chaque opération se traduisant par un accroissement du niveau de l'excédent de liquidité (cf. encadré 7).

Encadré 7

La participation aux opérations de refinancement

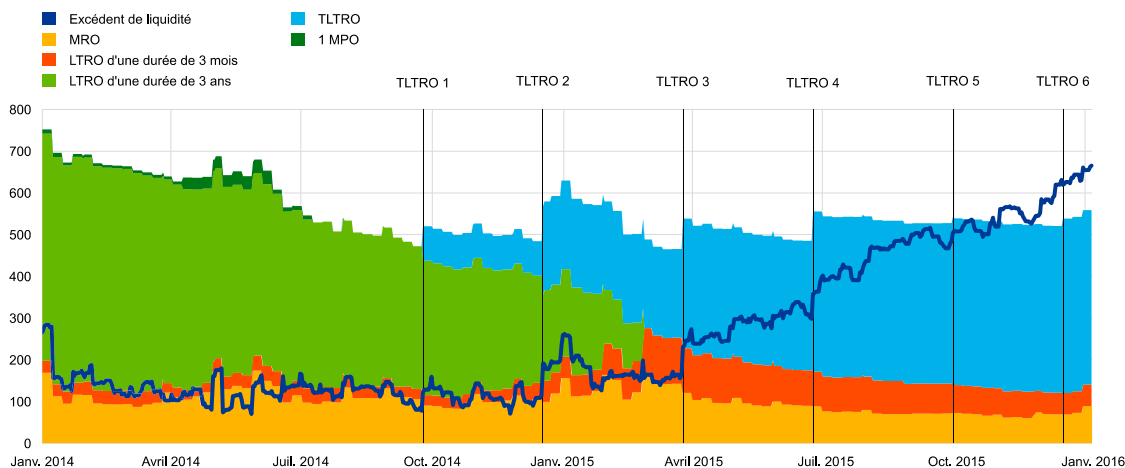
L'Eurosystème a continué de fournir de la liquidité au moyen de la procédure d'allocation intégrale lors des opérations régulières de refinancement, à savoir les opérations principales de refinancement (MRO) et les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) d'une durée de trois mois. Par conséquent, comme les années précédentes depuis 2008, la taille des opérations de refinancement en cours a été déterminée par la demande de liquidité des contreparties auprès de l'Eurosystème.

La participation aux opérations de refinancement de l'Eurosystème a fluctué autour de 500 milliards d'euros depuis mi-2014, mais sa composition a progressivement évolué au profit des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) (cf. graphique A). Au cours de cette période, le montant total d'opérations en cours a atteint un point haut début 2015, à 629 milliards d'euros, et un point bas en mars 2015, à 465 milliards. Fin février 2015, les opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans étaient arrivées à échéance, mais les banques bénéficiant d'une

Graphique A

Excédent de liquidité et participation aux opérations de refinancement régulières et aux TLTRO

(en milliards d'euros)



Source : Eurosystem.

Notes : Les lignes noires verticales indiquent un règlement de TLTRO. « 1 MPO » fait référence à l'opération d'une durée correspondant à une période de constitution des réserves qui a été interrompue en juin 2014.

facilité d'emprunt initiale dans le cadre des TLTRO avaient déjà commencé à remplacer les fonds des LTRO d'une durée de trois ans par des fonds de TLTRO à compter de septembre 2014. Cette substitution n'a pas nécessairement concerné les mêmes établissements, mais le montant des opérations en cours a globalement oscillé autour de la barre des 500 milliards d'euros. Lorsque les LTRO d'une durée de trois ans sont arrivées à échéance, les banques ont dans un premier temps accru leur recours aux MRO et aux LTRO d'une durée de trois mois le portant à un montant proche de 276 milliards d'euros, avant de le réduire progressivement par la suite, l'encours de ces opérations ressortant à 126 milliards en décembre 2015.

Le règlement trimestriel des nouvelles TLTRO a entraîné à chaque fois une augmentation de l'excédent de liquidité en termes nets, mais cet effet a été temporaire compte tenu de la tendance à la baisse des opérations régulières. En effet, la participation aux TLTRO a remplacé en partie la participation aux opérations régulières et aux LTRO d'une durée de trois ans arrivées à échéance, de sorte que l'excédent de liquidité et l'encours total des opérations de refinancement augmentaient temporairement à chaque règlement d'une TLTRO (cf. graphique A). La hausse de l'excédent de liquidité qui a résulté du programme d'achats d'actifs et l'amélioration de l'accès au marché pour certaines banques expliquent le moindre intérêt pour les opérations régulières tout au long de l'année.

Le volume global des garanties utilisées dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème a continué de diminuer en 2015, reflétant les moindres besoins de liquidité des contreparties de l'Eurosystème. Cette baisse a été la plus prononcée dans le cas des obligations bancaires non sécurisées, mais a également été significative pour les titres émis par les administrations centrales et régionales et les autres actifs négociables. En revanche, le recours aux obligations du secteur privé, aux titres adossés à des actifs et aux créances privées est demeuré stable.

Encadré 8

La fourniture de liquidité au système bancaire grec en période de tensions accrues

Parallèlement à la normalisation des conditions de financement de la Grèce, le système bancaire grec a bénéficié durant la majeure partie de 2014 d'une amélioration de ses conditions de financement et du sentiment de marché, ce qui a entraîné une réduction significative du recours au financement de banque centrale, notamment le remboursement en totalité des liquidités d'urgence fournies au titre de l'ELA (*Emergency Liquidity Assistance*)²⁸. Toutefois, l'incertitude politique a entraîné des retraits de dépôts massifs et un regain de tensions sur les marchés financiers au premier semestre 2015. En conséquence, on s'est à nouveau retrouvé dans une situation de dépendance envers l'ELA, tandis que le recours au financement de banque centrale augmentait. Les tensions sur les marchés se sont atténuées et les dépôts se sont stabilisés durant l'été 2015 après la conclusion d'un accord entre la Grèce et les autres pays de la zone euro sur un troisième programme d'ajustement macroéconomique. Les tensions observées sur les marchés financiers en Grèce sont passées par trois grandes phases en 2015.

Première phase : un recours accru aux opérations de l'Eurosystème (de décembre 2014 à janvier 2015)

Avec l'accroissement des préoccupations des marchés relatives à l'avenir du programme d'ajustement macroéconomique et aux évolutions politiques en Grèce, le système bancaire national a largement perdu l'accès au financement de marché. Cette perte de financements était essentiellement constituée par des sorties de dépôts de particuliers et de dépôts interbancaires ainsi que par le non-renouvellement des lignes de crédit interbancaire consenties par des contreparties internationales. Les banques ayant conservé un montant suffisant d'actifs éligibles en garantie des opérations de l'Eurosystème, elles ont été en mesure de pallier la perte de financements par un recours accru aux opérations de crédit de l'Eurosystème (essentiellement aux opérations principales de refinancement).

Deuxième phase : le recours à la liquidité d'urgence et les décisions correspondantes (de février à juin 2015)

Fin janvier et début février 2015, les préoccupations relatives à la conclusion de l'examen mené dans le cadre du deuxième programme d'ajustement macroéconomique pour la Grèce se sont rapidement accentuées. Une prolongation de deux mois avait été accordée en décembre 2014. À l'approche de l'expiration de ce délai, il n'était plus possible de supposer que l'examen s'achèverait avec succès. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 4 février 2015, de suspendre la dérogation relative aux exigences minimales de notation du crédit dont bénéficiaient jusqu'à présent les instruments négociables émis ou garantis par la République hellénique, avec effet à compter du 11 février 2015. Cette décision a conduit à l'inéligibilité de ces instruments négociables en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En conséquence, un montant élevé de la liquidité fournie à ce moment-là *via* ces opérations a été remplacé par de la liquidité d'urgence apportée par la Banque de Grèce dans le cadre de l'ELA.

²⁸ Pour de plus amples informations concernant le dispositif ELA, cf. le [site internet de la BCE](#).

L'Eurogroupe a décidé, le 24 février 2015, de prolonger jusqu'à fin juin 2015 la validité de l'accord-cadre d'assistance financière du Fonds européen de stabilité financière, afin de permettre l'achèvement avec succès de l'examen. Les négociations entre les autorités grecques et les institutions se sont poursuivies par la suite, mais les perspectives financières de la Grèce et l'environnement macroéconomique se sont régulièrement détériorés, exerçant des tensions supplémentaires sur le système bancaire, principalement sous la forme d'un accroissement des sorties au titre des dépôts, ce qui a favorisé un recours accru au dispositif d'urgence ELA.

Fin juin 2015, plusieurs événements, notamment la décision par les autorités grecques d'organiser un référendum et la non-prolongation du deuxième programme d'ajustement macroéconomique de la Grèce, ont exacerbé les tensions. Ces événements ont eu une incidence négative sur le caractère adéquat et suffisant des actifs utilisés par les banques grecques en garantie des opérations réalisées avec la Banque de Grèce au titre de l'ELA, ces garanties étant étroitement liées à la capacité de la Grèce à honorer ses obligations financières. Au vu de ces circonstances, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 28 juin 2015, de maintenir le plafond de la fourniture de liquidité d'urgence aux banques grecques au niveau décidé le vendredi 26 juin 2015, comme indiqué dans le [communiqué de presse](#) publié par la BCE le 28 juin 2015.

Troisième phase : la stabilisation et l'amélioration des conditions de la liquidité (de juillet à décembre 2015)

Pour remédier aux sorties de liquidité généralisées, les autorités grecques ont décidé, le 28 juin 2015, la fermeture temporaire des banques afin de stabiliser la situation de liquidité du système bancaire.

La situation financière de la Grèce s'est encore détériorée au cours des jours suivants, amenant le Conseil des gouverneurs à prendre la décision, le 6 juillet 2015, d'ajuster les décotes appliquées aux actifs publics négociables grecs acceptés en garantie par la Banque de Grèce au titre de l'ELA, et également de maintenir le plafond de la fourniture de liquidité d'urgence aux banques grecques au niveau fixé le 26 juin 2015, comme indiqué dans le [communiqué de presse](#) publié par la BCE le 6 juillet 2015.

Le sommet de la zone euro, qui s'est tenu le 12 juillet 2015, a approuvé un troisième programme d'ajustement macroéconomique pour la Grèce, d'une durée de trois ans et financé par le mécanisme européen de stabilité (MES). Compte tenu des évolutions positives de la situation financière de la Grèce constatées au cours des jours précédents, le plafond pour la fourniture aux banques grecques de liquidité d'urgence au titre de l'ELA a été relevé le 16 juillet 2015.

Suite à l'amélioration des perspectives financières du gouvernement grec en liaison avec le nouveau programme du MES et sa mise en œuvre par les autorités grecques, les conditions de la liquidité au sein du système bancaire grec ont également commencé à s'améliorer. Les banques ont rouvert le 20 juillet 2015, mais les restrictions sur les retraits d'espèces et les transferts de capitaux sont restées en vigueur. Cependant, les autorités grecques ont commencé peu de temps après à assouplir ces contraintes en plusieurs étapes. En parallèle avec le rétablissement de la confiance des marchés dans le système bancaire national, des entrées au titre des dépôts ont été observées dans une certaine mesure et l'accès des banques grecques aux marchés a été partiellement rétabli. La situation de liquidité des banques grecques s'est nettement améliorée

3 Le secteur financier européen : tensions contenues et progrès réalisés vers l'union bancaire

À la suite de la création, le 4 novembre 2014, du Mécanisme de surveillance unique (MSU), qui constitue le premier pilier de l'union bancaire, 2015 a été la première année complète où la BCE a exercé ses missions macroprudentielles et microprudentielles. Ces missions se sont appuyées sur l'évaluation régulière par la BCE des risques émergents et de la résistance du système financier et de sa capacité à absorber les chocs.

La BCE a également contribué à la mise en place du deuxième pilier de l'union bancaire, à savoir le Mécanisme de résolution unique, et elle appuie très favorablement la création du troisième pilier, un dispositif européen de garantie des dépôts. Elle a également contribué à d'autres initiatives réglementaires importantes visant à (a) affaiblir le lien entre banques et émetteurs souverains, (b) réduire la prise de risque et améliorer la résistance et (c) en finir avec le problème des institutions trop grandes pour faire faillite (*too big to fail*).

La présente section décrit les principales évolutions intervenues dans les domaines évoqués précédemment, en insistant plus particulièrement sur la manière dont les activités de la BCE ainsi que les changements institutionnels et réglementaires ont contribué à faire de l'union bancaire une réalité en Europe.

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

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

La BCE présente régulièrement son analyse de la stabilité financière dans sa *Revue de la stabilité financière (Financial Stability Review – FSR)*, qui paraît tous les semestres²⁹. La BCE fournit également un support analytique au Comité européen du risque systémique (CERS) dans le domaine de l'analyse de la stabilité financière.

²⁹ Cf. *Financial Stability Review*, BCE, mai 2015 et *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

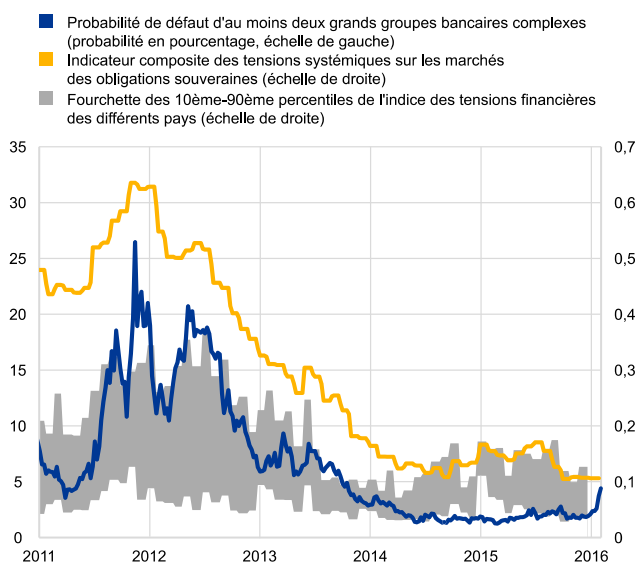
Les tensions sur le système financier ont été faibles en 2015 mais des risques subsistent

Le niveau globalement modéré des tensions ayant affecté le système financier de la zone euro en 2015 a reflété une amélioration des perspectives de l'économie réelle favorisée par l'action de la BCE, qui a apaisé les craintes de déflation menaçant de nuire aussi bien à la stabilité des prix qu'à la stabilité financière. Néanmoins, les marchés financiers mondiaux ont connu des accès de tensions passagers, qui ont touché les marchés de change et de matières premières ainsi que les marchés des obligations et des actions, mettant en évidence la persistance de vulnérabilités. Plus particulièrement, des risques politiques accrus sont apparus au début de l'été en liaison avec les négociations sur un nouveau programme d'assistance financière à la Grèce. Les marchés d'actifs ont connu des périodes de forte volatilité. En particulier, les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont fortement augmenté fin avril et début mai, tandis que les marchés boursiers mondiaux ont souffert des répercussions d'une correction des prix des actions chinoises fin août. L'incidence de ces évolutions sur le système financier de la zone euro a été relativement modérée, les indicateurs standard des tensions bancaires, budgétaires et financières demeurant à de bas niveaux (cf. graphique 25).

Graphique 25

Indice des tensions financières, indicateur composite des tensions souveraines et probabilité de défaut d'au moins deux groupes bancaires

(Janv. 2011 - Fév. 2016)



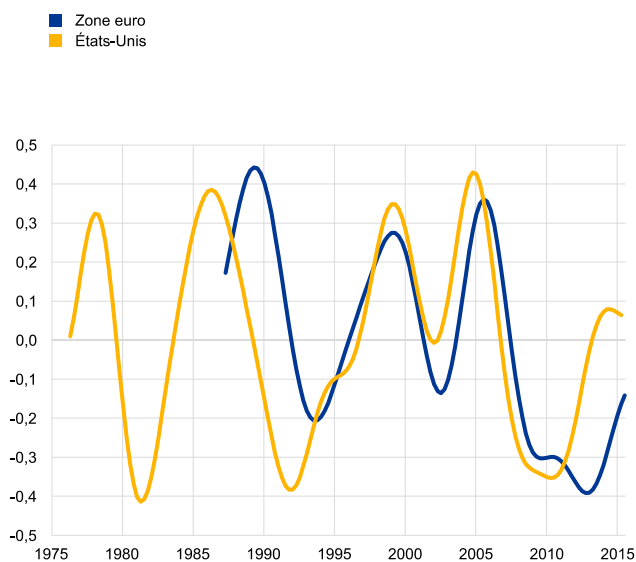
Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : « 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. L'indice des tensions financières mesure les tensions sur les marchés financiers au niveau des différents pays à partir de trois compartiments de marché (actions, obligations et change) et la corrélation croisée entre eux. Pour plus de détails, cf. T. Duprey, B. Klaus et T. Peltonen, *Dating systemic financial stress episodes in the EU countries*, Working Paper Series, n° 1873, BCE, décembre 2015.

Graphique 26

Cycles financiers dans la zone euro et aux États-Unis

(T2 1975 - T3 2015 ; échelle normalisée ; les séries pour la zone euro débutent au T2 1988 ; axe des ordonnées : écart normalisé par rapport à la médiane historique)







Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le cycle financier est une combinaison linéaire filtrée variable dans le temps soulignant les évolutions similaires des indicateurs sous-jacents (total des crédits, prix de l'immobilier résidentiel, prix des actions et rendements obligataires de référence). Cf. Y. Schüler, P. Hiebert et T. Peltonen, *Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach*, Working Paper Series, n° 1846, BCE, 2015. Pour les États-Unis, le dernier point de données se rapporte au T1 2015.

Tableau 3

Les principaux risques pour la stabilité financière de la zone euro identifiés dans la *Financial Stability Review* de novembre 2015

	Niveau actuel (couleur) et variation récente (flèche) ¹
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: red; margin-right: 5px;"></div> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: orange; margin-right: 5px; margin-left: 5px;"></div> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: yellow; margin-right: 5px;"></div> <div style="margin-left: 5px;"> <p>risque systémique prononcé</p> <p>risque systémique moyen</p> <p>risque systémique potentiel</p> </div> </div>	
Inversion brutale des primes de risque réduites à l'échelle mondiale, amplifiée par une faible liquidité du marché secondaire	
Médiocres perspectives de rentabilité pour les banques et les sociétés d'assurance dans un contexte de faible croissance nominale et d'ajustements incomplets des bilans	
Inquiétudes croissantes concernant la soutenabilité de la dette dans le secteur public et le secteur privé non financier, dans un contexte de faible croissance nominale	
Tensions possibles dans un secteur bancaire parallèle en rapide croissance, amplifiées par des effets de contagion et le risque de liquidité	

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

Dans cet environnement, quatre risques principaux pesant sur la stabilité financière de la zone euro ont été identifiés en 2015 (cf. tableau 3). Au cours des dernières années, les valorisations ont augmenté pour plusieurs classes d'actifs, ce qui constitue une vulnérabilité essentielle dans la mesure où des valorisations en hausse pourraient entraîner, à un moment donné, des corrections importantes des primes de risque. Pour partie en raison des vulnérabilités accrues découlant des marchés émergents, le risque d'une inversion brutale des primes de risque à l'échelle mondiale a augmenté sur la dernière partie de 2015. Bien qu'aucun signe évident de valorisations excessives généralisées n'ait été observé en 2015 dans la zone euro, les prix de certains actifs financiers se sont écartés des fondamentaux économiques. Les estimations de la position de la zone euro dans le cycle financier demeurent modérées (cf. graphique 26). Ces estimations, qui englobent les évolutions du crédit privé et des principaux compartiments des marchés

d'actifs, n'étaient pas de nature à confirmer l'idée d'une envolée des prix d'actifs liée aux évolutions du crédit dans la zone euro. Les estimations du cycle financier pour les États-Unis ont été plus hautes en 2015, en partie en raison de valorisations boursières légèrement plus élevées et d'une demande de crédit plus forte.

Les défis intérieurs dans la zone euro en 2015 sont à maints égards des séquelles de la crise bancaire et de la crise de la dette souveraine. Le système bancaire de la zone euro a continué d'être affecté par une faible rentabilité dans un contexte de reprise économique atone, tandis que le rendement des fonds propres de nombreuses banques a continué d'être inférieur à leur coût. Cette situation, associée à un encours important de créances douteuses dans plusieurs pays, a limité la capacité de prêt des banques et leur aptitude à constituer de nouveaux coussins de fonds propres.

Les risques menaçant la stabilité financière dépassent de plus en plus le cadre des entités traditionnelles telles que les banques et les sociétés d'assurance. Le secteur bancaire parallèle continue de se développer à un rythme soutenu au niveau mondial et au niveau de la zone euro (cf. encadré 9). Compte tenu de la croissance rapide et des interconnexions de ce secteur, notamment de celui des fonds d'investissement, des vulnérabilités pourraient s'accumuler tout en passant inaperçues. Non seulement le secteur des fonds d'investissement de la zone euro a continué de croître, mais des signes montrent également que ces fonds ont pris davantage de risques au niveau de leurs bilans.

Le rapport sur les structures financières (*Report on Financial Structures*)³⁰ examine les principales caractéristiques structurelles et les évolutions dans le secteur financier de la zone euro au sens large. Le périmètre du rapport a été étendu en 2015 afin de couvrir non seulement le secteur bancaire mais également les autres intermédiaires financiers, notamment les sociétés d'assurance et les fonds de pension ainsi que les entités du secteur bancaire parallèle.

En 2015, les préoccupations relatives à la stabilité financière ont également trouvé leur source en dehors du secteur financier. En dépit d'améliorations indispensables en termes d'assainissement budgétaire et de cadre institutionnel depuis le point culminant de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les gouvernements de la zone demeurent confrontés à des problèmes de soutenabilité de la dette, en particulier ceux des pays fortement endettés et donc vulnérables à des chocs économiques et financiers. Des préoccupations relatives à la dette existent également au sein du secteur privé. La dette du secteur des entreprises demeure particulièrement élevée dans la zone euro par rapport aux autres économies avancées.

Encadré 9

Les activités bancaires parallèles dans la zone euro

Le secteur bancaire parallèle est devenu une source de financement de plus en plus importante pour l'économie de la zone euro. Cela étant, il représente également une source de risques potentiellement importante pour la stabilité du système financier de la zone et doit par conséquent faire l'objet d'un suivi attentif.

Il existe différentes manières de définir le système bancaire parallèle³¹, mais le terme est largement utilisé pour recouvrir un ensemble d'institutions qui ne sont pas des banques mais octroient des crédits, émettent des créances très liquides ou se financent en émettant des engagements à court terme alors qu'elles investissent dans des actifs liés au crédit à long terme. Ces entités incluent notamment les véhicules de titrisation, les OPC monétaires et les autres fonds d'investissement. Si le secteur bancaire parallèle se développe au niveau mondial, comme le montre le Rapport sur la surveillance du système bancaire parallèle mondial (*Global Shadow Banking Monitoring Report*) du Conseil de stabilité financière³², la zone euro compte cependant parmi les régions où son rythme de croissance est le plus élevé. Le total des actifs du secteur bancaire parallèle de la zone, défini sur la base d'une mesure large englobant l'ensemble des institutions financières non bancaires à l'exception des sociétés d'assurance et des fonds de pension, a plus que doublé au cours de la dernière décennie. Sur les quelque 67 000 milliards d'euros que représentent les actifs totaux du système financier de la zone euro, plus de 26 000 milliards sont désormais détenus par le secteur bancaire parallèle pris au sens large.

³⁰ Cf. *Report on Financial Structures*, BCE, octobre 2015.

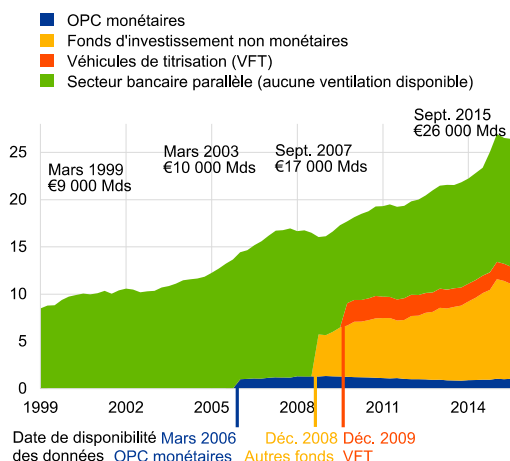
³¹ Pour une analyse des différentes définitions du système bancaire parallèle, cf. l'encadré intitulé *Defining the shadow banking perimeter* du *Report on financial structures*, BCE, octobre 2015.

³² *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015* du Conseil de stabilité financière, 12 novembre 2015.

Graphique A

Actifs des OPC monétaires, fonds d'investissement, véhicules de titrisation et autres institutions financières non monétaires de la zone euro

(T1 1999 - T3 2015, en milliards d'euros)



Sources : Comptes de la zone euro, statistiques relatives aux véhicules de titrisation, statistiques relatives aux fonds d'investissements et statistiques relatives aux IFM établies par la BCE.

Le secteur des fonds d'investissement, en particulier, a connu une expansion rapide depuis la crise financière mondiale, sur fond de quête de rendement intensive de la part des investisseurs internationaux (cf. graphique A). La croissance de ce secteur est venue compléter le système bancaire traditionnel et a procuré à l'économie une marge de manœuvre importante, le crédit bancaire s'étant contracté au cours des dernières années. Dans le même temps, l'impact potentiel d'une évolution défavorable du secteur bancaire parallèle sur le système financier au sens large et sur l'économie réelle s'est accru en raison de son empreinte croissante sur les marchés de capitaux et du renforcement des liens au sein de ce secteur mais aussi avec d'autres compartiments du secteur financier, y compris les banques.

L'accentuation de l'exposition aux risques, ainsi que des signes dénotant une hausse de la transformation des liquidités et des échéances³³

et une prise de risque accrue, soulignent la nécessité d'un suivi attentif du secteur des fonds d'investissement. Certains craignent qu'en cas d'importants retraits de fonds par les investisseurs liés à des perturbations sur les marchés financiers, certains types de fonds d'investissement n'amplifient les pressions à la vente et/ou ne déclenchent des désengagements à l'échelle des marchés. Plus le nombre de fonds activement engagés dans la transformation des liquidités est élevé, plus ces fonds sont susceptibles de subir des pressions à la vente en cas de détérioration sévère des marchés. Un niveau élevé de levier d'endettement³⁴ peut intensifier les spirales de liquidité en contraignant les gestionnaires de fonds à vendre une part plus importante de leurs portefeuilles d'investissement à n'importe quel prix.

Un tableau agrégé des vulnérabilités (cf. graphique B) peut masquer les vulnérabilités de grandes institutions d'importance systémique. La concentration des actifs au sein d'un nombre limité d'institutions dont l'empreinte est particulièrement forte peut exercer une incidence sur l'évolution des marchés et ce, aussi bien en cas de perturbations que dans des conditions normales. Des éléments attestent une prise de risque accrue³⁵ de la part des fonds d'investissement, par

³³ Une part importante des fonds d'investissement émettent des créances exigibles quotidiennement afin de financer des actifs relativement illiquides. Mesurés d'après le total des actifs, 99 % des fonds d'investissement hors immobilier sont à durée indéterminée, ce qui signifie que les investisseurs peuvent racheter leurs parts dans un délai relativement bref. Pour les fonds immobiliers, cette part est moins importante (80 %), et les périodes de préavis sont souvent plus longues, reflétant le haut degré d'illiquidité des actifs détenus par ces fonds.

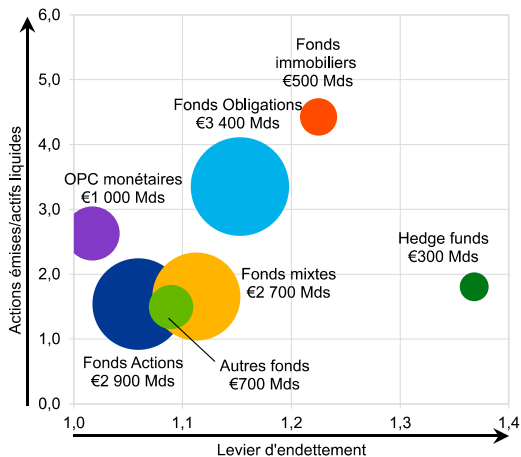
³⁴ Cf. l'encadré intitulé *Synthetic leverage in the investment fund sector*, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2015.

³⁵ Cf. l'encadré intitulé *Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment*, *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

Graphique B

Levier du bilan agrégé, transformation des liquidités et total des actifs par types de fonds

(T3 2015)



Source : BCE et calculs de la BCE.

Notes : axe des abscisses : levier d'endettement (actifs totaux/actions et parts émises) ; axe des ordonnées : besoin de liquidité (actions et parts émises/actifs liquides) ; taille des bulles : actifs totaux en milliards d'euros.

l'intermédiaire d'arbitrages de portefeuille en faveur de titres de créance moins bien notés, plus rentables et dont le risque de durée est plus élevé.

Si la couverture statistique du secteur bancaire parallèle s'est étendue au cours des dernières années, donnant un éclairage sur la composition de ce secteur et les facteurs à l'origine de son développement, de plus amples informations et une amélioration de la communication sur ce sujet sont toutefois nécessaires afin de surveiller et de traiter au mieux cette source croissante de risque potentiel. La pénurie d'informations concernant les mesures de la liquidité en situation de crise et du levier d'endettement au niveau agrégé en dehors de l'activité bancaire traditionnelle demeure un obstacle pour une bonne compréhension de la nature et de l'ampleur des risques pesant sur la stabilité financière. Pour

environ 50 % du total des actifs du secteur bancaire, il n'existe pas de ventilation statistique. Certains de ces actifs peuvent se rapporter à des entités qui ne sont pas engagées dans des activités bancaires parallèles, tandis que d'autres sont susceptibles de représenter des entités engagées dans des activités risquées. Les limites des données continuent par conséquent de déterminer le suivi des risques et des vulnérabilités par la BCE.

Certains facteurs, tels que des processus de gestion des risques adéquats et des volants de liquidité, atténuent le risque que les entités du système bancaire parallèle jouent un rôle potentiellement amplificateur dans un scénario de choc négatif. Même si le secteur des fonds d'investissement est soumis à une réglementation prudentielle, la plupart des règles existantes n'intègrent pas de perspective systémique et ne sont probablement pas à même de prévenir la constitution de risques à l'échelle de l'ensemble du secteur ou de faire face à des risques pesant sur la stabilité financière en cas d'événement affectant l'ensemble du système.

3.2 La fonction macroprudentielle de la BCE

Depuis le 4 novembre 2014, la BCE assume les compétences macroprudentielles que lui a conféré le règlement MSU afin de remédier à l'émergence d'éventuels risques systémiques dans le système financier et 2015 a, par conséquent, été la première année complète où la BCE a exercé ses nouvelles missions dans ce

domaine. La BCE a deux mandats de politique macroprudentielle dans les pays participant au MSU³⁶.

Premièrement, la BCE peut appliquer aux coussins de fonds propres des exigences plus élevées que celles mises en œuvre par les autorités compétentes nationales et prendre des mesures plus rigoureuses visant à lutter contre les risques systémiques ou macroprudentiels, sous réserve des procédures définies dans la législation pertinente de l'UE. Par exemple, la BCE peut appliquer aux banques des exigences plus élevées portant sur : les coussins de fonds propres contracycliques ; les coussins de risque systémique (si mis en œuvre dans la législation nationale) ; les surcharges de fonds propres pour les institutions d'importance systémique ; les pondérations de risque pour les expositions immobilières et les expositions au sein du secteur financier ; les limites applicables aux grands risques ; et les exigences supplémentaires d'information.

Deuxièmement, les autorités nationales doivent informer la BCE lorsqu'elles prévoient de mettre en œuvre ou de modifier une mesure macroprudentielle. La BCE évalue les mesures prévues et peut décider d'appliquer des exigences plus élevées (c'est-à-dire renforcer les mesures). Les autorités nationales prennent en considération les commentaires de la BCE avant de prendre leur décision.

Les mesures macroprudentielles mises en œuvre dans les différents États membres pouvant avoir des répercussions transfrontières ou transsectorielles, la BCE suit les accords de réciprocité. Ceux-ci doivent être appliqués de manière transparente afin de limiter les répercussions transfrontières ou transsectorielles négatives non souhaitées, de préférence en suivant la recommandation CERS/2015/2 relative à l'évaluation des effets transfrontières des mesures de politique macroprudentielle et au suivi de la réciprocité volontaire dans ce domaine (cf. ci-après)³⁷. À cet effet, la BCE est également favorable à une utilisation cohérente des instruments macroprudentiels entre les différents pays participant au MSU par le biais des activités en cours de son Comité de stabilité financière et des discussions conduites à l'échelle des organes de décision de la BCE.

Les décisions macroprudentielles en 2015

La responsabilité de la prise de décisions macroprudentielles incombe au Conseil des gouverneurs de la BCE. La BCE a créé un forum macroprudentiel qui réunit le Conseil des gouverneurs et le Conseil de surveillance prudentielle de la BCE. Le forum macroprudentiel s'est réuni une fois par trimestre en 2015 pour débattre des risques auxquels sont confrontés la zone couverte par le MSU et les différents pays qui la composent, ainsi que d'autres sujets présentant un intérêt dans une perspective macroprudentielle. Les décisions macroprudentielles du Conseil des gouverneurs sont préparées avec la participation du Comité de stabilité financière,

³⁶ La politique macroprudentielle vise à empêcher une accumulation excessive de risques, à accroître la résistance du secteur financier et à limiter les effets de contagion.

³⁷ Cf. l'article spécifique intitulé *A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies*, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2015.

qui comprend des représentants de la BCE, des banques centrales nationales et des autorités de surveillance, et d'une structure interne à la BCE qui réunit des représentants des domaines microprudentiel et macroprudentiel.

Les risques à l'échelle de la zone euro identifiés dans la *Financial Stability Review* de la BCE fournissent un point de départ pour l'identification des risques à des fins macroprudentielles. Les débats macroprudentiels se concentrent toutefois essentiellement sur les risques les plus pertinents pour les banques, dans la mesure où les instruments macroprudentiels disponibles sont axés sur le secteur bancaire et compte tenu des attributions de la BCE dans le domaine macroprudentiel.

L'évaluation réalisée par le Conseil des gouverneurs en 2015 a conclu qu'il n'était pas nécessaire, au stade actuel du cycle financier, d'adopter des mesures macroprudentielles contracycliques de portée générale. L'évaluation a également pris en compte les actions déjà engagées par les pays de la zone euro dans le domaine macroprudentiel pour accroître la résistance du système bancaire et empêcher l'apparition d'éventuels déséquilibres, notamment dans le secteur de l'immobilier résidentiel. La BCE a également examiné les politiques macroprudentielles activées par les États membres, ou pouvant l'être, en réponse à un environnement de bas niveau des taux d'intérêt.

En 2015, les autorités nationales des 19 pays participant au MSU ont notifié la BCE sur 48 politiques macroprudentielles, dont 28 concernaient les coussins de fonds propres contracycliques, 18 les autres institutions d'importance systémique et 2 l'introduction d'un coussin de risque systémique. Dans pratiquement tous les cas, la notification officielle a été précédée d'une notification informelle dans un esprit de collaboration entre la BCE et les autorités nationales.

Une fois la BCE notifiée des décisions macroprudentielles prises par les autorités nationales compétentes et désignées, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation des mesures conformément à l'article 5, paragraphe 1 du règlement MSU et a décidé de ne pas opposer d'objection aux décisions de ces autorités.

La coopération avec le CERS

La BCE a continué d'apporter un soutien analytique, statistique, logistique et administratif au Secrétariat du CERS, qui est chargé de coordonner au quotidien les activités du CERS. La principale mission du CERS est de contribuer à prévenir et atténuer les risques systémiques pour la stabilité financière de l'UE dans le secteur bancaire, le secteur de l'assurance, celui des autres institutions financières et sur les marchés financiers. Dans l'exercice de ses missions, le CERS s'appuie sur l'expertise des BCN, des autorités nationales de surveillance et des autorités européennes de surveillance.

En 2015, la BCE et le CERS ont lancé des travaux conjoints concernant le suivi et l'évaluation des risques que fait peser sur la stabilité financière l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les réponses de politique macroprudentielle envisageables. L'examen des risques qui est en cours ne couvre pas seulement les

banques, mais aussi les autres types d'institutions financières, les marchés financiers et les infrastructures de marché, les questions globales relatives à l'ensemble du système financier ainsi que les interactions avec l'économie au sens large.

À l'échelle de l'UE, le CERS a continué de jouer un rôle important de coordination des politiques macroprudentielles. En janvier 2015, deux recommandations liées à des aspects transfrontières de politique macroprudentielle ont été publiées, l'une relative à la mise en place des volants de fonds propres contracycliques pour les expositions aux pays n'appartenant pas à l'Espace économique européen et l'autre concernant la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle.

3.3 Le MSU – la fonction microprudentielle de la BCE

La première année complète de surveillance du MSU

2015 a été la première année complète de fonctionnement du Mécanisme de surveillance unique. Le MSU a été le premier pilier de l'union bancaire devenu pleinement opérationnel, le 4 novembre 2014. Après l'évaluation complète en 2014, la surveillance exercée par la BCE sur les banques importantes, qui étaient au nombre de 123 en 2015, s'est concentrée sur le suivi des résultats de l'évaluation. Point essentiel, cela incluait la mise en œuvre des conclusions de l'examen de la qualité des actifs et le suivi des stratégies de fonds propres des banques identifiées comme ayant des capitaux propres insuffisants dans le cadre de l'évaluation complète.

La surveillance bancaire de la BCE a également joué un rôle clé dans la gestion des turbulences financières en Grèce. Après la conclusion d'un accord politique en juillet, la BCE a effectué une évaluation complète afin de déterminer les besoins de recapitalisation des banques grecques importantes. Conjointement avec la Banque de Grèce, la BCE a contrôlé la situation des banques grecques moins importantes. La BCE restera activement impliquée pour garantir l'existence d'un système bancaire solide et résilient en Grèce.

Assurer une égalité de traitement pour la surveillance des banques dans la zone euro était une condition préalable à la réussite du MSU. Le MSU a contribué à cette égalité de traitement en définissant une méthodologie commune pour la surveillance des banques. Le fait que, pour la première fois en 2015, toutes les banques importantes de la zone euro ont été soumises au même processus de surveillance et d'évaluation prudentielle (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*) constitue un bon exemple de cette approche commune de la surveillance.

S'agissant de la surveillance des banques moins importantes, dont les autorités compétentes nationales sont directement responsables, l'objectif premier de la BCE était de s'assurer d'une mise en œuvre homogène des normes de surveillance élevées au sein du MSU. Pour cette surveillance, plusieurs normes conjointes de

surveillance fournissant des orientations aux autorités compétentes nationales sur la mise en œuvre de procédures spécifiques ont été élaborées en 2015, par exemple des normes conjointes pour le processus de planification de la surveillance et les plans de redressement. Dans ce contexte, un autre axe important des travaux en cours a trait à l'élaboration d'une méthodologie commune pour les systèmes d'évaluation du risque.

Dans son nouveau rôle, la BCE a travaillé sur des protocoles d'accord avec les autres autorités réglementaires et prudentielles, comme le Conseil de résolution unique, ce qui doit garantir un échange d'informations et une coopération efficaces.

Des informations plus détaillées sur la fonction microprudentielle de la BCE sont fournies par le [Rapport annuel 2015 de la BCE sur ses activités prudentielles](#).

3.4 Les contributions de la BCE aux initiatives réglementaires

En raison de considérations liées tant à la surveillance microprudentielle qu'à la stabilité financière, la BCE contribue activement au développement du cadre réglementaire aux niveaux européen et international. En 2015, les principales questions réglementaires pour la BCE étaient liées à des politiques visant à (a) affaiblir le lien entre banques et émetteurs souverains, (b) réduire la prise de risque et améliorer la résistance et (c) en finir avec le problème des institutions trop grandes pour faire faillite (*too big to fail*).

3.4.1 Affaiblir le lien entre banques et émetteurs souverains

En 2015, la BCE a contribué à un certain nombre d'initiatives visant à affaiblir le lien entre banques et émetteurs souverains. Ces initiatives relèvent de deux grands domaines : (a) la mise en place de l'union bancaire ; et (b) des débats concernant une éventuelle révision du traitement réglementaire des expositions à la dette souveraine.

Des progrès importants ont été accomplis en 2015 dans la mise en place de l'union bancaire. La création du Mécanisme de résolution unique (MRU), le 1^{er} janvier 2015, à titre de nécessaire complément au MSU, signifie que deux piliers de l'union bancaire ont été mis en place avec succès. Le MSU et le MRU œuvrent conjointement pour harmoniser les niveaux de responsabilité et de prise de décision pour la supervision et la résolution bancaires au sein de l'union bancaire. La proposition de la Commission européenne relative au troisième pilier de l'union bancaire (un dispositif européen de garantie des dépôts) a été publiée le 24 novembre 2015.

Le deuxième pilier de l'union bancaire : le mécanisme de résolution unique associé à un fonds de résolution unique

Le Conseil de résolution unique (CRU) a commencé ses travaux préparatoires en 2015 par l'élaboration de procédures, la planification de la résolution et d'autres tâches associées. Depuis le 1^{er} janvier 2016, le CRU contrôle, pour toutes les entités incluses dans son périmètre, l'ensemble des pouvoirs de résolution conférés par le règlement MRU, y compris l'usage du Fonds de résolution unique (FRU). Un nombre suffisant d'États membres avaient rempli fin novembre 2015 leur obligation de ratification de l'accord intergouvernemental³⁸ sur le FRU, ce qui a permis aux dispositions importantes du règlement MSU d'entrer en vigueur, notamment les pouvoirs de résolution, et au FRU de devenir opérationnel à partir du 1^{er} janvier 2016.

Pour que le MRU soit crédible, il est de la plus haute importance d'assurer un financement efficace et suffisant du FRU. Pour une période de transition de huit ans, durant laquelle le FRU sera alimenté jusqu'à atteindre son niveau objectif³⁹, le FRU sera constitué de compartiments nationaux. Pendant cette période, la responsabilité des coûts de résolution sera progressivement mutualisée jusqu'à ce que les compartiments soient finalement fusionnés en un fonds unique complètement mutualisé. Compte tenu de la possibilité de situations où le FRU manquerait de moyens suffisants et où les contributions *ex post* devant être perçues afin de couvrir les montants supplémentaires nécessaires ne seraient pas immédiatement accessibles, le règlement MRU spécifie que le CRU doit pouvoir souscrire des moyens de financement alternatifs pour le FRU. Dans ce contexte, les États membres participants et le CRU se sont également accordés en 2015 sur un système de lignes de crédit nationales pour fournir un financement relais au FRU, si nécessaire, durant la période de transition. Le montant global des lignes de crédit s'élève à 55 milliards d'euros, ce qui correspond approximativement au niveau objectif de stabilité du FRU. L'étape suivante consistera à développer un filet de sécurité commun, remplaçant les lignes de crédit nationales. Ce filet de sécurité commun devra être opérationnel avant la fin de la période de transition.

Les pouvoirs de *bail in* ont été intégralement mis en place

Les pertes et les besoins de recapitalisation des banques en résolution seront supportés en priorité par les actionnaires et les créanciers. C'est ce que garantira notamment l'instrument de *bail in* applicable aux engagements éligibles, dont les dispositions concernées de la directive sur le redressement et la résolution des

³⁸ L'accord couvre les points suivants : (a) le transfert des contributions perçues par les autorités nationales de résolution vers les compartiments nationaux ; (b) la mutualisation progressive des fonds disponibles dans les compartiments nationaux ; (c) l'ordre dans lequel les ressources financières sont mobilisées pour financer la résolution à partir des compartiments et d'autres sources ; (d) le cas échéant, la reconstitution des compartiments ; et (e) des prêts temporaires entre les compartiments nationaux, si nécessaire.

³⁹ Le niveau cible est de 1 % du montant total des dépôts couverts dans l'union bancaire, ce qui correspond approximativement à 55 milliards d'euros.

crises bancaires (*Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD*) et du règlement MSU sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2016. Les instruments de fonds propres peuvent être dépréciés ou convertis en actions dans le cadre de la BRRD et du règlement MSU, et tous les passifs situés dans le périmètre du *bail in* peuvent être renfloués, quand et si il y a lieu, pour absorber les pertes et apporter de nouveaux fonds propres à une banque en résolution. Pour assurer l'efficacité de l'outil, le CRU et les autorités nationales de résolution, en consultation avec la BCE et les autorités compétentes, détermineront les niveaux appropriés des exigences minimales en fonds propres et en passifs éligibles (MREL) pour les banques dans leurs domaines de responsabilité respectifs. Ces exigences minimales seront définies à un niveau approprié permettant de mener à bien une résolution en relation avec le plan de résolution élaboré pour chaque banque. Une coopération entre les autorités au sein de l'union bancaire est nécessaire et constitue une priorité absolue.

La coopération entre le MRU et le MSU

Le cadre de gestion des crises de l'UE impose aux autorités de supervision et de résolution de coopérer. D'une part, le MSU, en tant qu'autorité compétente, doit coopérer étroitement avec le MRU à la planification du redressement, à la mise en place de mesures d'intervention précoce et à l'évaluation des banques défailtantes ou susceptibles de le devenir. D'autre part, le MRU est tenu de coopérer avec le MSU à la planification des résolutions et à l'évaluation de la capacité de résolution des banques, ainsi qu'à la mise en place de mesures de résolution. Cette interaction est structurée autour de trois piliers essentiels : rôles institutionnels complémentaires, coopération et forte coordination.

Pour que la coopération soit menée à bien, une bonne coordination est nécessaire entre le MSU et le MRU. À cet effet, la BCE a nommé Sabine Lautenschläger, vice-présidente du conseil de surveillance prudentielle, observateur permanent aux réunions des sessions exécutives et des sessions plénières du CRU. De même, la BCE invitera la présidente du CRU, Elke König, à participer en qualité d'observateur au conseil de surveillance prudentielle de la BCE, pour des débats sur des questions intéressant le CRU. De plus, le 22 décembre 2015, un protocole d'accord a été signé entre ces deux autorités, décrivant leur coopération et leurs échanges d'informations.

Le troisième pilier de l'union bancaire : un dispositif européen de garantie des dépôts

Parallèlement au MSU et au MRU, la mise en place d'un dispositif européen de garantie des dépôts est un autre pilier important pour garantir un même degré élevé de confiance parmi les déposants dans l'ensemble de l'union bancaire. Il s'agit d'une condition préalable pour permettre une égalité de traitement. Le 24 novembre 2015, la Commission européenne a proposé la mise en place d'un tel dispositif comme troisième pilier de l'union bancaire. La proposition établit une feuille de route claire vers un dispositif unique, en commençant par un système de réassurance qui

deviendra progressivement, *via* l'accroissement de la part du financement fournie au niveau européen au cours d'une phase de coassurance, un système dans lequel tout financement visant à garantir des dépôts proviendra d'un fonds de garantie des dépôts européen. La création d'un système européen de garantie des dépôts est actuellement proposée par la Commission et a été présentée dans le rapport des cinq présidents comme une étape importante du renforcement de l'union bancaire, la responsabilité en matière de supervision et de résolution bancaire se situant désormais à un niveau supérieur à celui des États membres participants. Un système européen de garantie des dépôts renforcera également les deux autres piliers. Le 24 novembre 2015, la Commission a également publié une communication relative à l'achèvement de l'union bancaire qui inclut, outre l'introduction d'un tel système, de nouvelles mesures visant à réduire les obstacles résiduels à la mise en œuvre d'une véritable égalité de traitement entre les secteurs bancaires, comme la réduction des options et des mesures de discrétions nationales dans l'application des réglementations prudentielles ou la promotion de la convergence des législations en matière d'insolvabilité.

Le traitement réglementaire des expositions à la dette souveraine

La récente crise financière a démontré que l'hypothèse implicite selon laquelle la dette souveraine est sans risque n'était pas fondée, rendant nécessaire le réexamen du cadre réglementaire existant en matière de risque souverain. La modification de la réglementation financière dans ce domaine passe par une solution globale afin de garantir l'égalité de traitement des banques. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire examine actuellement l'état du traitement réglementaire du risque souverain à l'échelle mondiale avant d'envisager des solutions possibles. Pour les besoins de cet examen, il adopte une approche prudente, holistique et graduelle. L'objectif est de prendre en compte également des problèmes plus larges liés au rôle des marchés de la dette souveraine et à l'impact que les modifications apportées au cadre réglementaire pourraient avoir sur ce rôle ainsi que sur certains compartiments du marché.

Il convient d'évaluer avec soin les coûts et les avantages de toute révision du cadre réglementaire. L'évaluation doit refléter son incidence potentielle sur le fonctionnement du marché et sur la stabilité financière et tenir compte des effets secondaires sur d'autres catégories d'actifs, qui seraient susceptibles de nuire à la capacité d'intermédiation des banques. En outre, il convient de prendre dûment en considération la fonction de liquidité que remplissent les obligations souveraines ainsi que toute conséquence pour la transmission de la politique monétaire.

3.4.2 Réduire la prise de risque et accroître la capacité de résistance

La BCE a contribué à la finalisation de plusieurs réformes réglementaires en 2015, mais un certain nombre de questions essentielles restent à l'ordre du jour ; elles ont trait essentiellement à la finalisation du cadre relatif au ratio de levier et à l'examen stratégique du dispositif relatif aux fonds propres.

La finalisation du cadre relatif au ratio de levier

L'accumulation de levier excessif a sans aucun doute été l'une des causes profondes de la crise. Les principales banques d'Europe avaient accumulé un levier significatif avant la crise financière, sa valeur médiane atteignant près de 33 fois le montant des fonds propres de base durant cette période, et même 50 fois pour certaines banques⁴⁰. Par conséquent, la définition d'un ratio de levier global et bien calibré, parallèlement au dispositif d'adéquation des fonds propres par rapport aux risques, est un outil important pour faire face aux risques induits par un levier excessif. D'après les recherches menées par la BCE, la définition d'un ratio de levier, complément efficace des exigences en fonds propres fondées sur ces risques, permettrait de faire baisser de manière significative la probabilité que les banques à fort effet de levier rencontrent des difficultés⁴¹. Certains aspects du cadre relatif au ratio de levier font encore l'objet de discussions au sein du Comité de Bâle ; selon les prévisions, l'examen de son calibrage devrait être achevé dans le courant de l'année prochaine. Un ratio de levier d'au moins 3 % pour les fonds propres de catégorie 1 fait l'objet de tests jusqu'au 1^{er} janvier 2017, date à laquelle tous les ajustements définitifs devront avoir été effectués en vue du passage à une exigence de Pilier 1 le 1^{er} janvier 2018. Au niveau européen, l'Autorité bancaire européenne a commencé à élaborer un rapport sur l'impact et le calibrage du ratio de levier. Il contiendra une évaluation de l'incidence du ratio de levier, qui prendra en compte les effets possibles d'une exigence de ratio de levier en termes de comportement, son interaction avec d'autres exigences prudentielles et son caractère cyclique.

L'examen stratégique du dispositif relatif aux fonds propres

Un des principaux objectifs de la BCE est de garantir la robustesse et la comparabilité, d'une juridiction à l'autre, des ratios de fonds propres des banques. À cet égard, plusieurs études réalisées par le Comité de Bâle et par l'Autorité bancaire européenne ont constaté une variation excessive des exigences de fonds propres des banques au cours des dernières années. Pour répondre de manière globale à ces préoccupations, le Comité de Bâle s'est engagé dans un examen stratégique du dispositif de Bâle relatif aux fonds propres. Les travaux en cours ont pour objectif de mettre au point une approche qui limiterait l'utilisation des modèles internes des banques à un ensemble de portefeuilles adaptés à la modélisation. Cette approche appliquerait des restrictions supplémentaires à la modélisation de ces portefeuilles, notamment en définissant des planchers ou en supprimant de la modélisation certains paramètres spécifiques. Elle exigerait également, pour l'ensemble des portefeuilles restants, l'utilisation d'autres méthodes de calcul des fonds propres réglementaires définies par le Comité. L'examen a pour objet d'accroître l'équilibre entre simplicité, comparabilité et sensibilité au risque, et

⁴⁰ Cf. *Is Europe overbanked?*, *Rapports du Comité scientifique consultatif*, n° 4, CERS, juin 2014.

⁴¹ Cf. M. Grill, J.H. Lang et J. Smith, *The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability*, *Special Feature A, Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

d'atteindre également les objectifs du Comité en matière d'adéquation, de robustesse et de cohérence dans la mise en œuvre de l'approche.

3.4.3 Mettre fin au problème des banques trop importantes pour faire faillite (*too big to fail*)

La norme de capacité totale d'absorption des pertes pour les banques d'importance systémique mondiale et ses implications pour l'UE

La norme de capacité totale d'absorption des pertes (TLAC) pour les banques d'importance systémique mondiale (G-SIB), approuvée par le Conseil de stabilité financière en novembre 2015, a été définie de sorte que les G-SIB défaillantes disposent d'une capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation suffisante pour mettre en œuvre une stratégie de résolution ordonnée. Il s'agit, par conséquent, d'une étape majeure dans la résolution du problème des banques trop importantes pour faire faillite. Cela est important pour la BCE du point de vue à la fois prudentiel et de la stabilité financière, d'où sa contribution active à l'élaboration de cette norme.

La norme de capacité totale d'absorption des pertes définit une exigence minimale de capacité d'absorption ainsi que des critères pour les instruments et les engagements susceptibles d'être éligibles à cette norme ; ces critères ont pour objet de garantir la disponibilité rapide des instruments et des engagements concernés pour absorber les pertes en cas de résolution. Le fait de définir une exigence minimale de capacité totale d'absorption des pertes pour l'ensemble des G-SIB contribuera à garantir une égalité de traitement à l'échelle mondiale. Les autorités peuvent aussi, le cas échéant, exiger d'une G-SIB un niveau supérieur à cette norme minimale, sur la base du cas par cas. L'exigence minimale de capacité totale d'absorption des pertes est mesurée par rapport à une référence pondérée en fonction des risques et à une référence non pondérée des risques. Pour les G-SIB, cette exigence minimale correspond à 16 % des actifs du groupe pondérés des risques et faisant l'objet d'une résolution à compter du 1^{er} janvier 2019, et à 18 % à compter du 1^{er} janvier 2022. De plus, en termes non pondérés des risques, leur capacité totale d'absorption des pertes doit être d'au moins 6 % du dénominateur du ratio de levier de Bâle III à compter du 1^{er} janvier 2019, et d'au moins 6,75 % à compter de janvier 2022⁴².

La norme de capacité totale d'absorption des pertes est analogue à l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles définie dans le cadre de résolution au niveau de l'UE, mais elle présente quelques différences

⁴² La capacité totale d'absorption des pertes n'empêche pas les autorités, si cela est nécessaire, d'exercer leurs pouvoirs de renflouement d'autres engagements relevant du champ d'application de cet instrument.

fondamentales. En particulier, la capacité totale d'absorption des pertes s'applique uniquement aux G-SIB, alors que l'exigence minimale concerne l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et ne comporte pas de seuil minimal contrairement à la capacité d'absorption. Les deux normes devraient être uniformisées d'ici fin 2016 par la clause de révision de la BRRD, en tenant compte toutefois de leurs champs d'application différents.

3.5 L'Union des marchés de capitaux

L'Eurosystème soutient la création d'une union des marchés de capitaux en Europe. Cette union a vocation à compléter l'union bancaire et à renforcer l'Union économique et monétaire en améliorant le partage des risques à l'échelle transfrontière et en renforçant la capacité de résistance du système financier⁴³. L'union des marchés de capitaux jouera également un rôle essentiel dans le soutien à la croissance européenne grâce à la diversification des sources de financement et à l'amélioration de l'accès des entreprises au financement. Le 30 septembre 2015, la Commission européenne a publié un plan d'action contenant un certain nombre de mesures ayant pour objet de jeter les bases de cette union d'ici 2019. La BCE salue ce plan d'action et soutient les mesures d'accompagnement précoces en la matière, en particulier la proposition d'un cadre européen pour la titrisation, prévoyant également un traitement prudentiel différencié pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées, notamment une réduction des exigences de fonds propres pour les banques. Cela contribuera à relancer le marché de la titrisation.

Pour tirer parti d'une union des marchés de capitaux, il faut viser un degré élevé d'intégration financière. Il y a intégration totale si les intervenants de marché qui présentent les mêmes caractéristiques pertinentes et sont régis par un même ensemble de règles uniques, disposent tous d'un accès égal aux marchés et sont traités de la même manière lorsqu'ils interviennent sur le marché. Cela nécessite d'adopter une vision à long terme, ainsi qu'un calendrier ambitieux de nouvelles mesures. Par exemple, les législations nationales applicables à l'insolvabilité, à la fiscalité et aux titres devraient être harmonisées.

Le plan d'action publié par la Commission présente plusieurs actions précoces. Outre sa proposition de cadre européen pour la titrisation, la Commission a notamment publié une consultation sur le développement d'un cadre paneuropéen pour les obligations sécurisées ainsi qu'une proposition de modernisation des règles de prospectus. La première approche a pour objet de s'appuyer sur les régimes nationaux pour étudier la possibilité d'émettre des obligations sécurisées pour les prêts aux PME, et la deuxième cherche à améliorer l'accès des entreprises au financement et à simplifier les informations destinées aux investisseurs. En particulier, les obstacles à l'obtention d'informations concernant les PME devront

⁴³ [Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper](#), 21 mai 2015.

être surmontés. Ces mesures contribueront à renforcer l'intégration des marchés de capitaux.

En résumé, la mise en place d'une union des marchés de capitaux nécessitera d'associer la mise en œuvre précoce de mesures à effet rapide, afin de maintenir la dynamique du processus, à un effort soutenu sur plusieurs années dans un grand nombre de domaines essentiels au fonctionnement des marchés de capitaux.

Les autres tâches et activités

1 Les infrastructures de marché et les paiements

Les infrastructures de marché facilitent la compensation et le règlement de paiements, de titres et de produits dérivés. Leur sécurité et leur efficacité sont essentielles pour maintenir la confiance dans la monnaie ainsi que pour soutenir les opérations de politique monétaire et garantir la stabilité du système financier dans son ensemble. L'intégration des infrastructures de marché dans l'ensemble de l'Europe est une condition nécessaire pour parvenir à un marché réellement unique.

L'Eurosystème joue un rôle central dans les infrastructures de post-marché et dans les paiements, assumant une fonction tripartite en tant qu'opérateur, catalyseur et autorité de surveillance. L'Eurosystème gère TARGET2, l'infrastructure pour le règlement en temps réel en monnaie de banque centrale des paiements de montant élevé et urgents en euros. Il propose le modèle de banque centrale correspondante pour faciliter l'utilisation transfrontalière de garanties pour les opérations de crédit dans l'Eurosystème. Par ailleurs, depuis juin 2015, la nouvelle infrastructure de l'Eurosystème, TARGET2-Titres (T2S), propose le règlement-livraison de titres en monnaie de banque centrale. La vision de l'Eurosystème traçant les grandes lignes de sa stratégie concernant l'avenir des infrastructures de marché à l'horizon 2020 est examinée à la section 1.1 ci-dessous.

En tant que catalyseur, l'Eurosystème apporte toute son aide au secteur afin d'harmoniser les processus de post-marché dans la foulée du lancement de T2S et contribue à rechercher des solutions de paiement, de compensation et de règlement sûres et efficaces pour les paiements de détail dans la zone euro. L'Eurosystème a dirigé la mise en œuvre de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*) depuis ses débuts et restera actif dans le domaine des paiements de détail en tant que moteur d'innovation. Les nouveautés induites par la numérisation croissante des opérations de paiement sont évoquées à la section 1.2.

En qualité d'autorité de surveillance, l'Eurosystème veille à la gestion efficace des risques et à la mise en place de dispositifs de bonne gouvernance pour les infrastructures de marché et encourage le changement là où il le juge nécessaire. Ainsi, dans le cadre de la contribution qu'il apporte à la définition de normes internationales, l'Eurosystème collabore avec le secteur afin de renforcer la résistance des infrastructures des marchés financiers aux cyber-attaques. Des travaux sont également en cours en vue d'accroître l'efficacité et la sécurité des paiements de détail. S'agissant de la surveillance des infrastructures des marchés de titres et de produits dérivés, l'Eurosystème a finalisé – en collaboration avec les autorités de surveillance et les superviseurs concernés – l'évaluation de l'architecture de T2S avant la mise en service de la nouvelle plate-forme. En outre, les risques liés aux contreparties centrales ont capté toute l'attention en raison de leur importance systémique grandissante. La section 1.3 y revient.

1.1 La mise en service de T2S et l'avenir des infrastructures de marché

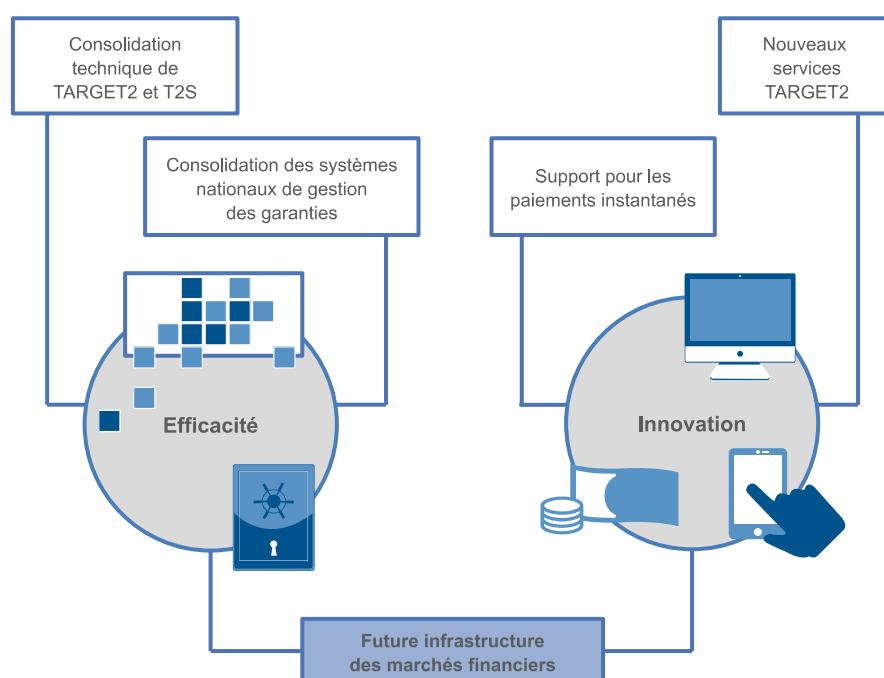
En juin 2015, la nouvelle plate-forme unique de règlement-livraison de titres, TARGET2-Titres, a été mise en service. Cinq dépositaires centraux de titres établis en Grèce, en Italie, à Malte, en Roumanie et en Suisse y sont connectés, et les 16 autres marchés la rejoindront dans les deux prochaines années. La dimension multidevises de T2S prendra corps dès 2018, lorsque la couronne danoise pourra être utilisée pour effectuer des règlements sur la plate-forme. T2S devrait continuer à attirer de nouveaux pays et de nouvelles devises.

T2S gomme les différences entre les règlements-livraisons de titres aux niveaux national et transfrontalier en palliant les inconvénients de la fragmentation qui caractérisait auparavant le marché. T2S a été l'un des principaux moteurs de l'harmonisation des services et des normes post-marché et contribue à renforcer l'intégration financière tout en ouvrant la voie à un véritable marché unique européen.

Tandis que la migration de T2S se poursuit, l'Eurosystème s'efforce de se projeter dans l'avenir afin de veiller à ce que les infrastructures de marché et les paiements suivent les évolutions technologiques et réalisent de nouveaux gains d'efficacité. La vision de l'Eurosystème à l'horizon 2020 définit une stratégie pour les infrastructures de marché qui s'oriente autour de trois axes d'action.

Figure 1

L'infrastructure européenne des marchés financiers : vision à l'horizon 2020 et au-delà



Source : BCE.

Le premier axe consiste à explorer les synergies entre TARGET2 et T2S. L'infrastructure technique sera consolidée afin que TARGET2 puisse bénéficier des caractéristiques très perfectionnées qu'offre actuellement T2S, par exemple en poursuivant sur la voie de l'optimisation de mécanismes qui réduisent les besoins de liquidité. Le deuxième axe d'action vise à analyser les possibilités en vue de mettre au point une solution paneuropéenne pour les paiements instantanés (cf. section 1.2). Le troisième axe consiste à poursuivre l'harmonisation et à accroître l'efficacité de la gestion des garanties de l'Eurosystème, en ce compris l'éventuelle uniformisation des techniques et des procédures de constitution de garanties. Si le travail d'harmonisation s'avère fructueux, l'éventualité d'un système de gestion des garanties commun au sein de l'Eurosystème pourrait s'envisager.

Dans ses efforts de concrétisation de sa vision pour 2020, l'Eurosystème coopérera étroitement avec le marché, profitant de son point de vue et veillant à ce que l'infrastructure européenne de marché réponde à ses besoins.

1.2 La numérisation des opérations de paiement

Dans le sillage de l'aboutissement de la migration vers le SEPA pour les virements et les prélèvements dans la zone euro, l'attention du secteur des paiements et de l'Eurosystème est passée de l'harmonisation et de l'intégration à la modernisation et à l'innovation. Cette évolution s'avère nécessaire au vu de l'omniprésence de la numérisation au quotidien. Le secteur des paiements s'efforce de répondre aux expériences et aux attentes mouvantes des utilisateurs. Dans certains pays européens, des solutions de paiement mobile de personne à personne et de paiement sans contact ont vu le jour. Certaines d'entre elles reposent sur des paiements instantanés, c'est-à-dire sur des solutions de paiement assurant la mise à disposition immédiate des fonds pour le destinataire. Cela étant, ces services sont uniquement disponibles à l'échelon national et ne sont pas dotés d'une interopérabilité et d'une portée paneuropéennes.

Afin d'éviter que le SEPA se fragmente à nouveau sous l'effet de la multiplication de solutions nationales isolées, l'Eurosystème encourage pleinement la mise au point d'une solution de paiement instantané paneuropéenne. Le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board* – ERPB), placé sous la présidence de la BCE, a invité le secteur des paiements à soumettre une proposition en vue de concevoir un dispositif pour les virements SEPA instantanés en euros. Cette proposition, qui servira de tronc commun aux solutions européennes de paiement instantané, a été approuvée par l'ERPB en novembre 2015 et servira de base au corpus réglementaire qu'élabore actuellement le Conseil européen des paiements.

S'agissant de la compensation et du règlement des paiements instantanés, la BCE a amorcé le dialogue avec les fournisseurs d'infrastructures de marché de détail et a entamé une réflexion sur son propre rôle d'opérateur de TARGET2 dans le règlement de ce type de paiements.

Par ailleurs, la BCE a été associée aux travaux de l'ERPB visant à formuler des recommandations destinées à faciliter, au niveau paneuropéen, les paiements

mobiles de personne à personne et les paiements de proximité sans contact, mobiles ou par carte. À l'avenir, les nouvelles solutions de paiement et les nouveaux fournisseurs de services de paiement qui verront le jour dans le contexte de l'expansion du commerce électronique requerront l'attention de l'Eurosystème.

En février 2015, la BCE a publié un deuxième [rapport](#) sur les systèmes de monnaies virtuelles. De manière générale, l'attention au sein du secteur s'est déplacée de l'aspect lié à la « valeur » au mécanisme intégré permettant de transférer cette valeur, à savoir la technologie des grands livres distribués (ou « blockchain »). La BCE continuera de suivre les évolutions des technologies sous-tendant ces systèmes.

1.3 La gestion des risques des contreparties centrales

La crise financière qui s'est propagée dans le monde en 2007 et en 2008 a mis au jour d'importantes lacunes en matière de transparence et de gestion des risques des marchés des dérivés de gré à gré, en particulier dans le segment où les transactions font l'objet d'une compensation bilatérale. Sur cette toile de fond, les dirigeants des pays membres du G20 se sont accordés lors du sommet qu'ils ont tenu à Pittsburgh en 2009 sur la nécessité que tous les produits dérivés de gré à gré normalisés fassent l'objet d'une compensation centrale.

En raison de cette obligation de compensation centralisée, les contreparties centrales sont amenées à gérer une part toujours plus grande des risques financiers découlant des opérations sur produits dérivés de gré à gré, si bien que leur robustesse revêt une importance croissante dans une perspective de stabilité financière. Dans ce contexte, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays membres du G20 ont invité en février 2015 le Conseil de stabilité financière à mettre au point, conjointement avec le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, un plan de travail coordonné visant à renforcer la résistance, les dispositifs de redressement et la résolubilité des contreparties centrales. Le « 2015 CCP Work Plan » couvre quatre grandes dimensions : (a) une évaluation de l'adéquation des mesures existantes visant à renforcer la résistance des contreparties centrales, y compris l'évaluation de la capacité d'absorption des pertes et de la liquidité ainsi que les tests de résistance, (b) un recensement des mécanismes de redressement existant pour les contreparties centrales, incluant des outils de répartition des pertes et un examen de l'opportunité de normes plus granulaires, (c) une analyse des régimes et des dispositifs de planification de résolution des contreparties centrales et l'examen de l'opportunité de normes plus granulaires ou de ressources préfinancées supplémentaires, et (d) une analyse des interdépendances entre les contreparties centrales, les membres directs et indirects de leur système de compensation et d'autres institutions financières ainsi qu'un examen des éventuels canaux de transmission des risques découlant de ces interdépendances. La BCE est directement associée à ces axes de travail par la voie des comités internationaux consacrés.

Dans une volonté d'accroître leur coopération, la BCE et la Bank of England ont annoncé le 29 mars 2015⁴⁴ des mesures visant à promouvoir, grâce à une approche coordonnée et partagée, la stabilité financière liée aux marchés de l'UE faisant l'objet d'une compensation centrale. Dans ce contexte, la BCE et la Bank of England ont convenu de renforcer les dispositifs d'échange d'informations et de coopération concernant les contreparties centrales établies au Royaume-Uni qui ont une activité importante en euros.

Comme d'autres banques centrales de l'Eurosystème, la BCE a continué d'être associée aux travaux en cours des collègues d'autorités assurant la surveillance des contreparties centrales de l'UE menant d'importantes activités de compensation en euros au sens du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). En 2015, ces activités ont inclus l'approbation de la proposition d'extension des services offerts par les contreparties centrales.

Le 2 septembre 2015, la BCE a publié sa réponse à la consultation publique de la Commission européenne concernant la révision du règlement EMIR. La réponse avançait une série de propositions visant à renforcer le dispositif de surveillance des contreparties centrales par les collègues et à améliorer la qualité des données déclarées concernant les produits dérivés afin d'accroître la transparence.

2 Les services financiers offerts aux autres établissements

2.1 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt

La BCE est responsable de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE liées au [mécanisme de soutien financier à moyen-terme](#) (*medium-term financial assistance facility – MTF*)⁴⁵ et au [mécanisme européen de stabilisation financière](#) (MESF)⁴⁶. En 2015, la BCE a traité le paiement des intérêts relatifs aux prêts accordés dans le cadre du mécanisme de soutien financier à moyen-terme. L'encours total au titre de ce mécanisme se chiffrait à 5,7 milliards d'euros au 31 décembre 2015. En 2015, la BCE a procédé au décaissement et au remboursement d'un prêt relais à court terme octroyé à la Grèce au titre du MESF à la suite d'une [décision adoptée par le Conseil de l'UE](#). La BCE a également traité une série de paiements et de versements d'intérêts dans le cadre des prêts octroyés au titre du MESF. L'encours total au titre de ce mécanisme se chiffrait à 46,8 milliards d'euros au 31 décembre 2015.

⁴⁴ Cf. le [communiqué de presse](#) de la BCE du 29 mars 2015. Cette annonce a fait suite à l'arrêt du Tribunal de l'Union européenne du 4 mars (cf. également la section 6 du chapitre 2).

⁴⁵ Conformément à l'article 141 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, aux articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du SEBC et à l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002.

⁴⁶ Conformément à l'article 122 (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 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 \(FESF\)](#)⁴⁷ et du [mécanisme européen de stabilité \(MES\)](#)⁴⁸. En 2015, la BCE a traité une série de paiements d'intérêts et de commissions relatifs à des prêts accordés dans le cadre du FESF. Toujours en 2015, la BCE a procédé au décaissement de deux tranches du prêt octroyé à la Grèce au titre du MES à la suite d'une [décision adoptée par le Conseil de l'UE](#). 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 Grèce⁴⁹. L'encours total au titre de cet accord se montait à 52,9 milliards d'euros au 31 décembre 2015.

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

En 2015, un large éventail de services financiers a continué d'être offert dans le cadre instauré en 2005 pour la gestion des actifs libellés en euros des clients de l'Eurosystème (*Eurosystem Reserve Management Services – ERMS*). Les différentes BCN de l'Eurosystème (les prestataires de services de l'Eurosystème) proposent aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux organismes gouvernementaux de pays n'appartenant pas à la zone euro, de même qu'aux organisations internationales, la gamme complète de services selon des modalités harmonisées et conformes aux normes générales du marché. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, s'assurant que le processus et le *reporting* au Conseil des gouverneurs se déroulent sans heurt.

Le nombre de clients entretenant une relation commerciale avec l'Eurosystème dans le cadre de l'ERMS s'établissait à 285 en 2015, contre 296 en 2014. En ce qui concerne les services proprement dits, l'ensemble des avoirs agrégés (encaisses et portefeuilles de titres compris) gérés au titre de l'ERMS se sont accrus de 6 % environ courant 2015 en comparaison du volume qu'ils affichaient fin 2014.

3 Les billets et pièces

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

⁴⁷ Conformément aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3 (5) de l'accord-cadre régissant le FESF).

⁴⁸ 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).

⁴⁹ 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.

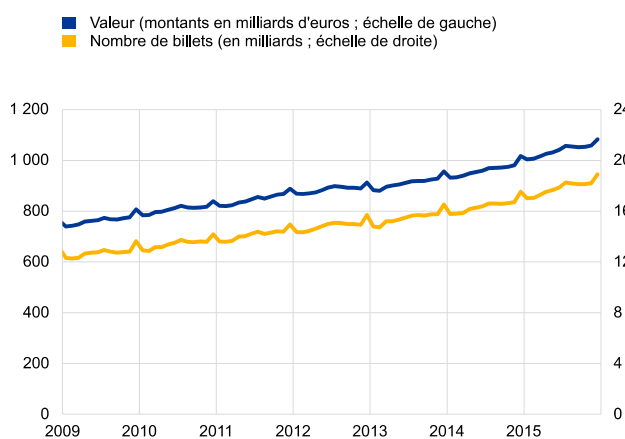
3.1 La circulation des billets et pièces

En 2015, le nombre et la valeur des **billets en euros en circulation** ont respectivement enregistré une hausse de 7,8 % et 6,6 % environ. Il y avait, à la fin de l'année, 18,9 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur totale de 1 083 milliards d'euros (cf. graphiques 27 et 28). Le billet de 50 euros est celui qui connaît la croissance annuelle la plus élevée, avec 11,8 % en 2015. La demande pour cette coupure s'est envolée vers le milieu de l'année. Selon toute vraisemblance, cette augmentation est due aux touristes, qui ont emporté davantage de liquidités face aux restrictions de la Grèce en matière de retraits d'espèces (bien qu'elles ne s'appliquent qu'à ses résidents). Chaque BCN est responsable de la **production d'une part des billets en euros**. En 2015, les BCN ont assuré la production de 6,0 milliards de billets.

On estime qu'en valeur, 25 % environ des billets en euros en circulation sont détenus à l'extérieur de la zone euro, principalement dans les pays limitrophes. Les billets en euros, essentiellement les coupures de 100 et 500 euros, sont détenus hors de la zone euro à titre de réserve de valeur et utilisés à des fins de transaction sur les marchés internationaux. Les espèces présentent l'avantage du règlement immédiat sans nécessiter d'évaluer la solvabilité de la contrepartie.

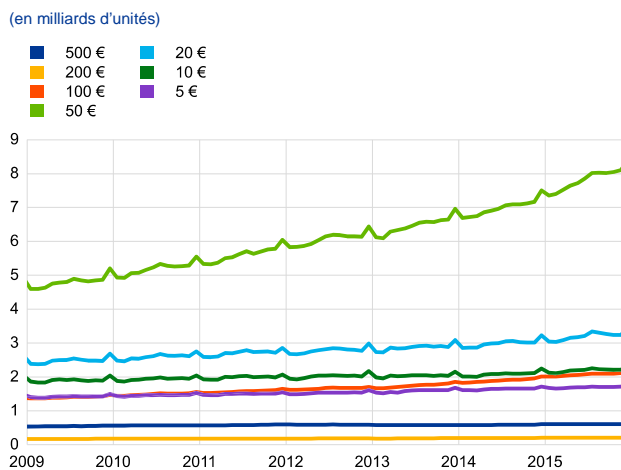
En 2015, le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 4,7 %, pour s'établir à 116,1 milliards. Fin 2015, la valeur des pièces en circulation s'élevait à 26 milliards d'euros, soit une hausse de 4 % par rapport à fin 2014.

Graphique 27
Nombre et valeur des billets en euros en circulation



Source : BCE.

Graphique 28
Nombre de billets en euros en circulation par coupure



Source : BCE.

En 2015, les BCN de la zone euro ont vérifié l'authenticité et la qualité de quelque 32,9 milliards de billets en circulation, retirant quelque 5,2 milliards d'entre eux de la circulation. L'Eurosystème a poursuivi ses efforts d'aide aux fabricants d'équipement pour s'assurer que leurs machines répondent aux normes fixées par la BCE pour les équipements utilisés par les professionnels appelés à manipuler des espèces pour en vérifier l'authenticité et la qualité avant de les remettre en circulation. En 2015, les

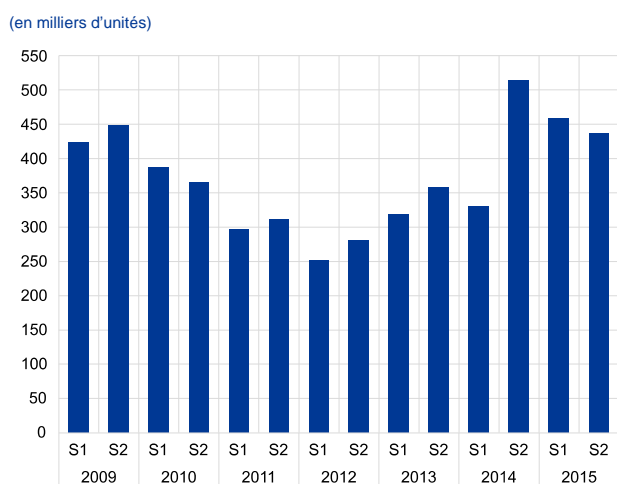
établissements de crédit et les professionnels appelés à manipuler des espèces ont ainsi examiné 31 milliards de billets en euros grâce à ces équipements.

3.2 La contrefaçon des billets

En 2015, l'Eurosystème a retiré de la circulation quelque 899 000 billets en euros contrefaits. Comparativement au nombre de billets authentiques en circulation, la proportion de contrefaçons demeure très réduite. Le graphique 29 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de faux billets retirés de la circulation. Les faussaires ont tendance à cibler les billets de 20 et de 50 euros, qui représentaient en 2015 respectivement 50,5 % et 34,2 % du nombre total de contrefaçons. La légère augmentation du nombre total de contrefaçons en 2015 s'explique principalement par le nombre accru de coupures de 50 euros contrefaites. Le graphique 30 précise la ventilation des faux billets par coupure.

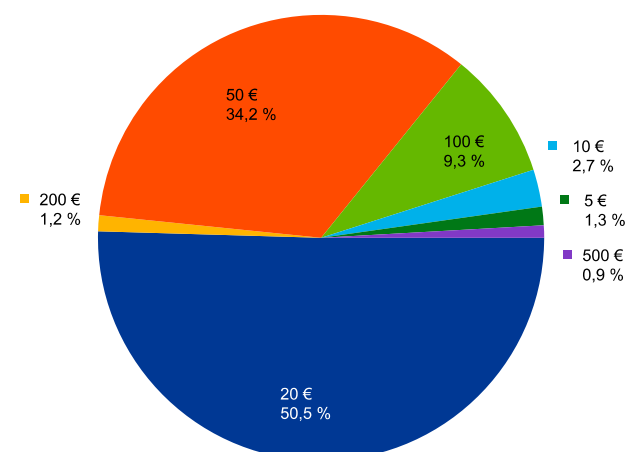
La BCE continue de recommander au public de rester vigilant par rapport aux fraudes éventuelles, de se rappeler le test consistant à « **toucher, regarder, incliner** » et de ne jamais se fier à un seul signe de sécurité. En outre, des formations sont proposées en permanence aux professionnels manipulant 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 29
Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation



Source : BCE.

Graphique 30
Ventilation des faux billets en euros par coupure en 2015



Source : BCE.

3.3 La deuxième série de billets en euros

Le 25 novembre 2015, le nouveau billet de 20 euros a été mis en circulation, le troisième de la série « Europe » à être lancé. Tout comme les nouveaux billets de

5 et 10 euros, introduits respectivement en mai 2013 et septembre 2014, la nouvelle coupure de 20 euros présente des caractéristiques de sécurité rehaussées. Elle intègre un filigrane portrait et un « nombre émeraude », qui change de couleur et produit un effet de lumière de bas en haut et de haut en bas lorsqu'on l'incline. Le nouveau billet de 20 euros intègre aussi un nouveau signe de sécurité novateur : la fenêtre portrait, située dans la partie supérieure de l'hologramme, laisse apparaître le visage d'Europe (personnage de la mythologie grecque) lorsqu'on examine le billet par transparence. En vue de préparer l'introduction du nouveau billet de 20 euros, la BCE et les BCN de la zone euro avaient mis en place une campagne d'information visant à familiariser le grand public et les professionnels manipulant des espèces avec les caractéristiques du nouveau billet. En outre, elles avaient pris une série de mesures destinées à aider les professionnels appelés à manipuler des espèces recourant à des automates de traitement des billets à se préparer au lancement de la nouvelle coupure.

L'introduction des autres coupures de la série Europe sera étalée sur plusieurs années.

4 Les statistiques

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

En 2015, le SEBC a continué de fournir régulièrement, sans à-coups et dans les délais, des statistiques sur la zone euro. Il a par ailleurs consacré des efforts considérables pour achever la mise en œuvre des nouvelles normes statistiques internationales dans toutes les statistiques de la BCE et pour répondre à de nouvelles demandes d'obtention rapide de statistiques de haute qualité et de granularité accrue par pays, par secteur et par instrument⁵⁰.

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

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la BCE publie le taux au comptant à trois mois dérivé d'une courbe de taux d'intérêt estimée à partir des obligations des pouvoirs publics centraux de la zone euro assorties d'une notation AA ou supérieure. Depuis sa publication initiale, ce taux est utilisé par le FMI pour la composante euro du taux d'intérêt du droit de tirage spécial, en remplacement du taux Eurepo à trois mois.

⁵⁰ Pour de plus amples informations, voir www.ecb.europa.eu/pub/conferences.

Depuis janvier 2015, la publication des statistiques sur les émissions de titres inclut des ventilations plus étendues par secteur d'émetteur et type d'instrument, cohérentes par rapport à la version nouvellement adoptée du Système européen des comptes (SEC 2010).

En avril 2015, d'importantes améliorations ont été apportées aux statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale avec la publication de données remontant à 2008. Ces données sont conformes à la méthodologie de la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI et comprennent une ventilation détaillée par zone géographique des contreparties.

En outre, depuis juillet 2015, les statistiques publiées en matière d'évolutions monétaires, de taux des banques de détail, de fonds d'investissement et de véhicules financiers incluent de nouvelles ventilations, par exemple par secteur d'émetteur et type d'instrument, conformes au SEC 2010. Les statistiques sur les fonds d'investissement comprennent des données supplémentaires sur de nouvelles catégories de fonds d'investissement, tels que les fonds de *private equity* et les fonds négociés en bourse enregistrés dans la zone euro. Les statistiques sur les taux bancaires comportent des indicateurs supplémentaires sur l'encours des prêts ventilés selon l'échéance résiduelle et la prochaine période de révision du taux. En outre, les taux d'intérêt se rapportant aux prêts renégociés sont recensés séparément dans la nouvelle production.

En août 2015, les données bancaires consolidées (les données du SEBC pour le système bancaire de l'UE sur une base consolidée) ont été améliorées de manière significative, et leur fréquence a augmenté, passant d'une publication semestrielle à une publication trimestrielle. Cette amélioration a bénéficié de l'entrée en vigueur des normes techniques d'exécution du *reporting* prudentiel édictées par l'Autorité bancaire européenne, qui a augmenté de façon notable le volume des informations comparables au sein de l'UE. En particulier, les indicateurs sur la qualité des actifs ont été largement remplacés par de nouvelles données sur les expositions non performantes, ainsi que des éléments clés concernant les moratoires. Les données fournissent par ailleurs de nouvelles mesures de la liquidité, du financement et des actifs grevés.

En septembre 2015, la BCE a publié de nouvelles statistiques sur les prêts corrigés des cessions et de la titrisation, fournissant des informations plus complètes sur les prêts qui ont été octroyés par les banques de la zone euro mais ne sont plus comptabilisés dans leurs bilans.

En octobre 2015, la BCE a commencé à publier des données mensuelles sur les soldes TARGET2, la ventilation par monnaie des données sur les actions cotées émises par des résidents de la zone euro, et des statistiques annuelles plus étendues sur les paiements qui tiennent compte de la mise en œuvre de l'espace unique de paiement en euros et d'autres évolutions sur le marché des paiements en Europe.

En novembre 2015, la BCE a commencé à publier un nouveau rapport statistique trimestriel sur le secteur des ménages, qui en couvre les activités économiques et

financières et présente des indicateurs clés pour la zone euro ainsi qu'une comparaison entre les 19 pays de la zone euro.

En décembre 2015, la BCE a publié l'Étude sur les pratiques nationales (*Survey of National Practices*), qui décrit en détail les méthodologies appliquées dans les pays de la zone euro pour la collecte des statistiques des bilans des IFM.

4.2 Les autres évolutions statistiques

En mars 2015, la BCE a publié un règlement⁵¹ sur les informations financières prudentielles qui étend progressivement les exigences de déclaration à toutes les entités sous surveillance qui ne déclarent pas encore sur la base du *reporting* à caractère prudentiel (FINREP), le début de l'entrée en vigueur étant prévu pour la fin de 2015.

Bien que les établissements qui appliquent les normes internationales d'information financière (IFRS) au niveau consolidé soient déjà tenus de présenter des rapports FINREP, le règlement étend la déclaration obligatoire : (a) aux groupes sous surveillance importants qui appliquent les règles comptables nationales, (b) aux entités sous surveillance importantes qui déclarent sur une base individuelle tant selon les IFRS que selon les règles comptables nationales, et (c) aux groupes moins importants qui appliquent les règles comptables nationales et aux entités sous surveillance moins importantes.

Le SEBC a poursuivi plusieurs projets visant à améliorer avec le temps la disponibilité et la qualité des statistiques en s'appuyant sur des bases de données microéconomiques nouvelles ou nettement améliorées. En 2015, des efforts considérables ont été consacrés à l'élaboration du nouveau cadre pour la collecte de données de crédit granulaires, sur la base d'un projet de règlement publié en décembre 2015, eu égard au grand intérêt public pour ce sujet, ainsi qu'à l'extension de la collecte des données sur les émissions et détentions de titres individuels. En particulier, le [règlement](#) et l'[orientation](#) concernant les statistiques sur les détentions de titres ont été actualisés afin d'améliorer la collecte des données sur la détention de titres par les compagnies d'assurance. Des travaux sont également en cours pour mettre en œuvre de nouvelles statistiques sur le marché monétaire de l'euro, qui reposeront sur la collecte quotidienne, à partir d'avril 2016, d'informations sur les transactions individuelles sur les principaux segments du marché (à savoir les *swaps* garantis, les *swaps* non garantis, les *swaps* de change et les *swaps* sur les indices des taux au jour le jour).

Au niveau international, la BCE - en tant que membre de l'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* - est restée très déterminée à réaliser les objectifs de l'Initiative visant les lacunes statistiques, lancée en avril 2009 par les ministres des Finances du G20 et les gouverneurs des banques centrales pour combler les lacunes en matière de données qui avaient été recensées dans le sillage de la crise

⁵¹ Règlement (UE) 2015/534 de la Banque centrale européenne du 17 mars 2015 concernant la déclaration d'informations financières prudentielles (BCE/2015/13).

financière mondiale. Après l'élaboration et la mise en œuvre des 20 recommandations initiales de la première phase, la BCE soutient fermement la deuxième phase de cette initiative, adoptée en septembre 2015.

5 La recherche économique

La production de travaux scientifiques de haute qualité constitue un outil essentiel pour aider la BCE à atteindre ses objectifs clés et à répondre aux changements dans ses priorités. En 2015, les activités de recherche économique ont été renforcées dans le contexte des nombreux nouveaux défis importants auxquels ont été confrontés les décideurs politiques. Le fait le plus saillant consiste en la réorganisation du travail dans un nombre plus limité (sept) de noyaux de recherche spécifiques. En outre, trois importants réseaux de recherche ont contribué à favoriser la poursuite de la collaboration sur des thèmes de recherche importants pour l'ensemble du SEBC⁵².

5.1 Les priorités de la recherche et les noyaux de recherche

En 2015, des activités de recherche économique ont été menées dans sept noyaux de recherche transversaux au sein de la BCE qui, ensemble, se sont concentrés sur quatre grandes priorités : (a) l'intégration, dans les analyses et prévisions conjoncturelles, de l'incidence des modifications constatées dans la structure économique et financière, (b) l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, en ce compris le cadre opérationnel en évolution et sa mise en œuvre, (c) le lancement de la recherche dans les matières microprudentielle et de surveillance bancaire et la poursuite du développement de l'analyse macroprudentielle, et (d) la compréhension de l'interaction de la politique monétaire unique avec les politiques budgétaires, structurelles et prudentielles dans le cadre institutionnel évolutif de l'UE.

En rapport avec les priorités (a) et (b), un élément clé des efforts de recherche a été l'approfondissement de la compréhension des causes de la faible inflation et de la persistance des erreurs de prévision de l'inflation. Les résultats ont souligné la pertinence des facteurs tant externes qu'internes. Sur le plan externe, la difficulté qu'il y a à prévoir les prix du pétrole a été reconnue comme un facteur clé pour expliquer les récentes erreurs en matière de prévision de l'inflation. Par conséquent, de nouveaux modèles ont été mis au point pour aider à mieux prévoir l'évolution du marché du pétrole et permettre par ailleurs de synthétiser les résultats fournis par les différents modèles. S'agissant des facteurs externes, les travaux ont montré qu'il se pourrait qu'une sous-estimation de l'ampleur du ralentissement économique, combinée à un renforcement de la relation entre l'activité réelle et l'inflation, ait amené à surestimer l'inflation. Les travaux de recherche ont par ailleurs permis de

⁵² 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](#).

déceler de nouveaux risques associés à un éventuel désancrage des anticipations d'inflation, et ont montré comment, lorsque les taux d'intérêt nominaux deviennent nuls, une inflation faible peut avoir tendance à le rester. Les études menées ont toutefois fait ressortir par ailleurs que les orientations prospectives et les mesures de politique monétaire non conventionnelles pouvaient jouer un rôle important dans cet environnement en atténuant les risques de désancrage et en soutenant la demande agrégée.

Les politiques microprudentielles et macroprudentielles ont elles aussi occupé une place de plus en plus prépondérante dans les recherches menées par la BCE en 2015. À la suite de la mise en place du mécanisme de surveillance unique, la recherche s'est concentrée sur les effets de la réglementation et des autres politiques gouvernementales sur le comportement des banques et leurs bilans. Une priorité élevée a également été attribuée à l'élaboration de modèles visant à analyser les politiques macroprudentielles et leur interaction avec d'autres politiques, en ce compris la politique monétaire. L'analyse des différences et des déséquilibres existant entre les pays de la zone euro a continué de constituer un axe majeur de la recherche consacrée à la priorité (d) exposée ci-dessus. Un important résultat issu de ces travaux a été l'identification de facteurs structurels pouvant expliquer ces divergences, notamment des freins à la croissance sur le plan institutionnel, sur le marché du travail et sur les marchés de produits. Dans le domaine des marchés financiers, de nouvelles recherches importantes ont porté sur la mise au point d'indicateurs pour évaluer l'intégration financière et les vulnérabilités du secteur bancaire.

5.2 Les réseaux de recherche Eurosysteme/SEBC

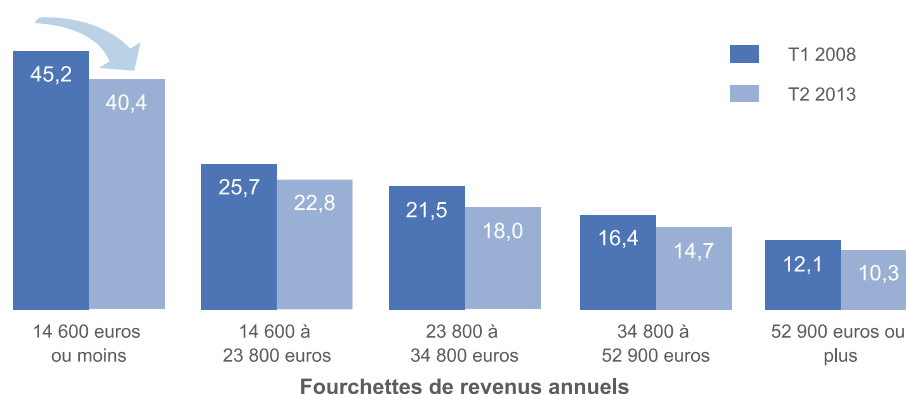
Les réseaux de recherche de l'Eurosysteme/du SEBC ont continué d'apporter une contribution significative en 2015. Ont notamment procédé à des activités notables le réseau sur le financement et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Network*), le Réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network*) et le Réseau de recherche sur la compétitivité (*Competitiveness Research Network*).

Le *Household Finance and Consumption Network* s'est concentré sur l'analyse des données disponibles dans l'enquête de l'Eurosysteme sur le comportement financier et de consommation des ménages (HFCS). Cette enquête vise *in fine* à comprendre comment l'hétérogénéité microéconomique des comportements influence sur les résultats macroéconomiques. Au cours de l'année, des travaux de recherche portant sur différents aspects du comportement des consommateurs et de la finance des ménages se sont poursuivis. Ainsi, des analyses ont été menées quant à l'effet des variations dans la richesse des ménages sur la consommation et sur la répartition de la richesse entre ménages et entre pays. Les données de l'enquête ont été utilisées pour évaluer les effets de l'inflation et de la déflation sur la richesse des ménages ; une conclusion importante était que les jeunes ménages de la classe moyenne, qui ont tendance à emprunter pour acheter un logement, étaient ceux dont les pertes étaient les plus lourdes en périodes de déflation, et qu'en revanche, c'étaient les ménages disposant d'une richesse accumulée - ménages plus riches et plus

âgés - qui souffraient le plus des périodes d'inflation. En outre, les données de l'enquête ont été utilisées pour estimer comment la baisse des taux d'intérêt se traduisait en une diminution de la charge de la dette pour les ménages individuels : les constats qui en ressortent suggèrent que les ratios de service de la dette ont diminué de façon particulièrement prononcée pour les ménages dont les revenus sont les moins élevés (cf. figure 2).

Figure 2

Pourcentage de revenu consacré au service de la dette hypothécaire



Source : BCE.

Le *Wage Dynamics Network* a lancé une troisième vague de son enquête, avec la participation active de 25 BCN. Les données nationales ont été recueillies en 2014 et au début de 2015, et un ensemble de données harmonisées couvrant les différents pays a été compilé. L'étude vise à analyser la façon dont les entreprises se sont ajustées aux différents chocs et changements institutionnels qui se sont opérés depuis la crise financière. Plusieurs projets de recherche en cours utilisent ces données récemment recueillies au niveau des entreprises pour effectuer une analyse de type microéconomique des ajustements sur le marché du travail dans les différents pays de l'UE au cours de la période 2010-2013. Cela comprend l'analyse (a) du calendrier et de la persistance des chocs et (b) de la réaction de l'emploi et des salaires face aux chocs et de leur relation avec les réformes structurelles.

En 2015, se fondant sur un nouvel ensemble de données au niveau des entreprises de l'UE, le Réseau de recherche sur la compétitivité a mené des recherches approfondies sur les moteurs du commerce international et de la compétitivité, la transmission internationale des chocs et l'allocation des ressources au sein de l'UE. L'une des grandes conclusions du réseau était que la compétitivité européenne dépendait fortement d'éléments non prix qui étaient en rapport avec l'innovation, la technologie et les capacités organisationnelles, plutôt qu'exclusivement des prix, des coûts et des salaires. Le réseau a constaté par ailleurs que la dispersion sous-jacente de la productivité des entreprises constituait un déterminant essentiel des résultats agrégés du commerce international, étant donné, par exemple, la forte hétérogénéité des réactions des exportateurs à différents chocs. Au cours de l'année, l'ensemble des données a été mis à jour, ce qui a permis de procéder à une évaluation plus actualisée des variations dans les distributions de la productivité au fil du temps (par exemple avant et après la crise) et d'opérer des distinctions entre

différentes caractéristiques des entreprises, comme la taille et le pays d'établissement.

5.3 Les conférences et les publications

L'organisation de conférences et d'ateliers de recherche favorise un échange et un débat critiques sur les résultats des recherches. La BCE a organisé une série d'événements de ce type en 2015. L'un des points forts a été le forum de la BCE sur l'activité de banque centrale, qui s'est tenu à Sintra, au Portugal, sur la thématique « Inflation et chômage en Europe ». Un autre atelier important, qui s'est tenu en novembre 2015, portait sur « Les défis posés à la politique monétaire dans un environnement de faible inflation ».

Bon nombre des activités de recherche de la BCE ont par ailleurs donné lieu à des publications. Les *Working Paper Series* de la BCE contribuent à communiquer les résultats de ces recherches en temps opportun, et un total de 117 articles ont été publiés dans cette série en 2015. En outre, 67 articles rédigés ou co-rédigés par des membres du personnel de la BCE ont été publiés dans des revues à comité de lecture en 2015. Cela représente une augmentation notable par rapport à 2014 et inclut une plus grande part de publications dans des revues économiques et financières de haute notoriété.

6 Les activités et obligations juridiques

En 2015, la BCE a pris part à plusieurs procédures judiciaires au niveau de l'UE. La BCE 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.

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

S'agissant des opérations monétaires sur titres (OMT), dans la foulée de la première demande de décision préjudicielle de la Cour constitutionnelle fédérale allemande, la Cour de justice de l'Union européenne a suivi, pour l'essentiel, les conclusions de l'[avocat général du 14 janvier 2015](#) et a confirmé la compatibilité des OMT avec les traités dans son arrêt [C-62/14 du 16 juin 2015](#). Elle a reconnu que la BCE disposait d'un large pouvoir discrétionnaire pour définir et exécuter la politique monétaire. Dans leur objectif de préserver l'unicité de la politique monétaire au sein de la zone euro et de maintenir un mécanisme approprié de transmission de la politique monétaire, les OMT relèvent du mandat de la BCE, à savoir le maintien de la stabilité des prix. En particulier, les OMT n'empiètent pas sur la responsabilité des États membres en matière de politique économique. D'après la Cour, cette

conclusion n'a pas été modifiée par le fait que la mise en œuvre des OMT est subordonnée au respect intégral par les États membres concernés d'un programme d'ajustement macroéconomique, dans le cadre du fonds européen de stabilité financière ou du mécanisme européen de stabilité, étant donné que ceci évite le risque de mesures de politique monétaire compromettant l'efficacité de la politique économique menée par les États membres concernés. En outre, les OMT respectent le principe de proportionnalité. De plus, en ce qui concerne l'interdiction du financement monétaire, la Cour a estimé que les acquisitions d'obligations souveraines sur les marchés secondaires ne peuvent pas avoir un effet équivalent à celui de l'acquisition directe de telles obligations sur le marché primaire et que de tels achats ne peuvent être utilisés pour contourner l'objectif de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Un programme d'achats d'obligations souveraines doit dès lors être assorti de garanties suffisantes. La Cour a estimé que les OMT présentaient de telles garanties, notamment en évitant toute garantie que des titres émis soient ensuite acquis par le SEBC. Elle a souligné que les OMT ne diminuaient pas la motivation des États membres concernés à mener une politique budgétaire saine. S'appuyant sur la décision préjudicielle, la Cour constitutionnelle allemande rendra son arrêt définitif sur la compatibilité des OMT avec la constitution allemande.

En octobre 2015, le Tribunal de l'UE a statué en faveur de la BCE dans chacun des quatre litiges en cours avec des détenteurs d'obligations d'État grecques. Les requérants ont fait valoir qu'ils avaient subi une perte financière et été privés de leurs droits fondamentaux à la propriété et à la liberté économique à la suite d'une restructuration partielle de la dette souveraine grecque en 2012. Dans l'affaire [T-79/13](#), le Tribunal a conclu, s'agissant du préjudice allégué, que la BCE n'avait pas commis d'illégalité susceptible d'engager sa responsabilité au titre du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Tribunal a précisé par ailleurs que, si la BCE était engagée dans le suivi de l'évolution économique observée en Grèce, elle ne pouvait être tenue responsable de la participation du secteur privé à la restructuration de la dette, la responsabilité de telles décisions incombant principalement, voire exclusivement, au gouvernement grec. Il a confirmé que le rôle global de la BCE dans le cadre de la participation du secteur privé avait été purement consultatif et qu'il s'était inscrit dans les limites de son mandat conféré par le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et le traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Conformément à l'arrêt de la Cour de justice de l'Union européenne dans l'affaire des opérations monétaires sur titres (cf. ci-dessus), le Tribunal a souligné que la BCE disposait d'un large pouvoir discrétionnaire dans la définition et l'exécution de la politique monétaire et a ajouté que sa responsabilité ne saurait être engagée dans ce domaine que si elle avait méconnu, de manière manifeste et grave, les limites qui s'imposent à l'exercice de ses pouvoirs. Les trois autres affaires, à savoir [T-350/14](#), [T-38/14](#) et [T-413/14](#), ont été rejetées pour cause d'irrecevabilité.

Le 4 mars 2015, le Tribunal a rendu son arrêt [T-496/11](#) sur la validité juridique de la politique de localisation applicable aux contreparties centrales de compensation liée au cadre de surveillance de l'Eurosystème. En 2011, le Royaume-Uni avait déposé une demande en annulation du cadre de surveillance, dans la mesure où il fixait une politique de localisation applicable à certaines contreparties centrales de

compensation établies dans des États membres ne faisant pas partie de la zone euro. Le Tribunal a estimé que le cadre de surveillance contenait des exigences de nature réglementaire et que la compétence de la BCE en matière de surveillance ne s'étendait pas à la fixation de telles exigences relatives aux contreparties centrales de compensation. Le Tribunal a donc annulé le cadre de surveillance, dans la mesure où il fixait des exigences de localisation en ce qui concerne certaines contreparties centrales de compensation. Un [cadre de surveillance](#) provisoire révisé, ne contenant plus les exigences de localisation applicables aux contreparties centrales de compensation, a été adopté par le Conseil des gouverneurs le 10 septembre 2015 et publié sur le site internet de la BCE.

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

Les articles 127 (4) et 282 (5) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne 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 compétence⁵³. 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 2015, la BCE a adopté trois avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE et 55 sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence.

Au niveau de l'UE, la BCE a adopté les avis [CON/2015/10](#) et [CON/2015/18](#) relatifs à l'indice des prix à la consommation harmonisé, ainsi que l'avis [CON/2015/4](#) sur l'évaluation de la mission et l'organisation du Comité européen du risque systémique.

Un grand nombre de consultations par des autorités nationales ont porté sur l'attribution de nouvelles missions aux banques centrales nationales (BCN), notamment en qualité d'autorités nationales de résolution⁵⁴, liées à la mise en œuvre des dispositifs nationaux de résolution⁵⁵, aux systèmes de garantie des dépôts⁵⁶, aux registres des comptes bancaires⁵⁷, à une [centrale des risques](#), à un [médiateur du crédit](#), à la réglementation des sociétés de crédit-bail financier et d'acquisition de crédits⁵⁸, et à la [protection des consommateurs](#). La BCE a adopté des avis sur des modifications aux statuts de BCN, portant notamment sur l'indépendance de la banque centrale et sur la nomination et la révocation des membres des organes de décision des BCN⁵⁹. La BCE a également adopté des avis sur les législations

⁵³ Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, annexé au Traité (JO C 83 du 30.03.2010).

⁵⁴ Cf. [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) et [CON/2015/42](#).

⁵⁵ Cf. [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) et [CON/2015/48](#).

⁵⁶ Cf. [CON/2015/40](#) et [CON/2015/52](#).

⁵⁷ Cf. [CON/2015/36](#) et [CON/2015/46](#).

⁵⁸ Cf. [CON/2015/37](#) et [CON/2015/45](#).

⁵⁹ Cf. [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) et [CON/2015/44](#).

relatives aux paiements, aux billets⁶⁰, au faux monnayage, aux réserves obligatoires, aux statistiques⁶¹, à la restructuration des prêts en devises⁶², à la surveillance prudentielle des établissements de crédit et à la stabilité financière⁶³.

Dix-sept cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE sur des projets de législation nationale ont été recensés, les cas suivants ayant été jugés évidents et importants⁶⁴.

La BCE n'a pas été consultée par l'Assemblée nationale bulgare sur la modification de la loi relative aux établissements de crédit et d'autres lois⁶⁵, suscitant des inquiétudes quant à une éventuelle violation de l'indépendance de la banque centrale.

La BCE n'a pas été consultée par les autorités croates sur une loi fixant le taux de change des mensualités des prêts libellés en francs suisses ou qui y sont liés⁶⁶. La BCE n'a pas davantage été consultée sur une loi de suivi prévoyant la conversion de tels prêts en prêts libellés en euros ou qui y sont liés. Compte tenu de l'importance de cette dernière mesure, la BCE a décidé d'émettre, de sa propre initiative, un avis (CON/2015/32) sur la question, mais la loi a été adoptée par le Parlement croate avant que la BCE n'ait adopté son avis.

La BCE n'a pas été consultée par les autorités grecques sur l'acte de contenu législatif instaurant un congé bancaire de courte durée et des restrictions applicables aux retraits d'espèces et aux transferts en capital. La nature extraordinaire et temporaire de ce texte législatif grec, qui a été adopté en urgence pour des raisons impérieuses d'intérêt général garantissant l'ajustement, le cas échéant, des contrôles des mouvements de capitaux, a été reconnue par la BCE.

La BCE n'a pas été consultée par les autorités hongroises sur de nouveaux actes juridiques relatifs à (a) la création d'un fonds extraordinaire de garantie des investissements⁶⁷, (b) des mesures portant sur l'insolvabilité personnelle⁶⁸ et (c) la conversion en forints hongrois de certains crédits à la consommation libellés en devises⁶⁹.

⁶⁰ Cf. CON/2015/29 et CON/2015/51.

⁶¹ Cf. CON/2015/5, CON/2015/24, CON/2015/27 et CON/2015/30.

⁶² Cf. CON/2015/26 et CON/2015/32.

⁶³ Cf. CON/2015/1, CON/2015/7, CON/2015/11, CON/2015/12, CON/2015/13, CON/2015/14, CON/2015/15, CON/2015/16, CON/2015/23, CON/2015/31, CON/2015/34, CON/2015/38, CON/2015/43, CON/2015/47 et CON/2015/53.

⁶⁴ 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.

⁶⁵ Loi modifiant et complétant la loi relative aux établissements de crédit, publiée au *Darjaven Vestnik* n° 50 du 03.07.2015.

⁶⁶ Publiée au Journal officiel croate n° 9/2015.

⁶⁷ Loi XXXIX de 2015, publiée au *Magyar Közlöny* 2015/53.

⁶⁸ Loi CV de 2015, publiée au *Magyar Közlöny* 2015/100.

⁶⁹ Loi CXLV de 2015, publiée au *Magyar Közlöny* 2015/142.

La BCE a décidé d'émettre, de sa propre initiative, un avis ([CON/2015/55](#)) sur le projet de législation irlandais relatif au droit de timbre sur les retraits d'espèces réalisés à des distributeurs automatiques compte tenu de son importance générale pour le SEBC, dans la mesure où il est susceptible de rendre l'utilisation des billets en euros plus onéreuse que les moyens de paiement électronique, pénalisant ainsi la monnaie ayant cours légal.

Les autorités portugaises ont omis de consulter la BCE sur des modifications à la procédure de nomination des dirigeants du Banco de Portugal.

Les autorités slovaques ont également omis de consulter la BCE sur des modifications au code des sociétés et actes y afférents⁷⁰, qui ont permis au gouvernement de recourir à un prélèvement spécial sur les établissements financiers pour renforcer les fonds propres des entités juridiques détenues intégralement par l'État.

Les autorités slovènes n'ont pas consulté la BCE sur un acte relatif à l'étude systématique de projets d'importance nationale, qui portait notamment sur les garanties visant à préserver l'indépendance de la Banka Slovenije et de ses organes de décision.

La BCE a décidé d'émettre, de sa propre initiative, un avis ([CON/2015/56](#)) sur le projet de loi roumain relatif à l'acquittement de dettes adossées à des créances hypothécaires par le transfert de titres sur des biens immobiliers compte tenu de son importance générale pour le SEBC, eu égard à la stabilité du système financier roumain et aux éventuelles répercussions négatives considérables sur l'économie et le secteur bancaire.

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

6.3 Les évolutions juridiques liées au mécanisme de surveillance unique : la commission administrative de réexamen

La commission administrative de réexamen, composée de cinq membres et de deux suppléants, procède à un réexamen administratif interne des décisions prudentielles de la BCE. Elle a commencé ses activités en septembre 2014 et a depuis lors réexaminé une série de décisions contestées à la demande des destinataires des décisions prudentielles.

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

En vertu de l'article 271 (d) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la BCE a pour mission de vérifier le respect par les banques centrales nationales

⁷⁰ Acte n° 87/2015.

(BCN) de l'UE et par la BCE des interdictions résultant des articles 123 et 124 du Traité et des règlements (CE) n° 3603/93 et n° 3604/93 du Conseil. L'article 123 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou 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 2015 confirme que les dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants ont en général été respectées.

L'exercice de surveillance a révélé que les BCN de l'UE ne disposaient pas toutes, en 2015, de politiques de rémunération en matière de dépôts du secteur public qui respectaient pleinement les plafonds de rémunération. En particulier, un petit nombre de BCN doivent s'assurer que le plafond de la rémunération des dépôts du secteur public est le taux d'intérêt non sécurisé au jour le jour, même lorsque ce dernier est négatif.

La réduction par la Central Bank of Ireland en 2015 d'actifs liés à l'IBRC, notamment par la vente d'obligations à taux variable à long terme, est une étape sur la voie de l'objectif à atteindre de cession intégrale de ces actifs. Toutefois, un programme de cession plus ambitieux atténuerait davantage les préoccupations sérieuses persistant en matière de financement monétaire.

À la suite des inquiétudes soulevées dans le *Rapport annuel* 2014 de la BCE, la BCE a continué à surveiller plusieurs programmes lancés par la Magyar Nemzeti Bank en 2014, qui n'étaient pas liés à la politique monétaire et qui pourraient être perçus comme étant 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 tâches de l'État ou comme un octroi d'avantages financiers à l'État. Ces programmes incluaient des achats d'investissements immobiliers, un programme, géré par un réseau de six fondations, visant à promouvoir la culture financière, 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. Comme les inquiétudes de la BCE ne se sont pas dissipées

en 2015, la BCE continuera de surveiller attentivement ces opérations afin de s'assurer que leur mise en œuvre n'aille pas à l'encontre de l'interdiction du financement monétaire. La Magyar Nemzeti Bank devrait également veiller à ce que les ressources de banque centrale qu'elle a accordées à son réseau de fondations ne soient pas utilisées, directement ou indirectement, à des fins de financement de l'État.

En 2015, la Magyar Nemzeti Bank a acquis une participation majoritaire dans la Bourse de Budapest, ce qui est susceptible de soulever des inquiétudes quant au financement monétaire, la Magyar Nemzeti Bank ayant effectivement utilisé des ressources de banque centrale afin de poursuivre un objectif de politique économique que l'on peut généralement considérer comme étant une compétence du gouvernement. La Magyar Nemzeti Bank a également adopté plusieurs modifications à ses instruments de politique monétaire pour soutenir son programme d'autofinancement. Compte tenu des incitations qui en découlent pour les banques à acheter des obligations d'État libellées en forints, certaines de ces modifications, prises globalement, pourraient être considérées comme un moyen de contourner l'interdiction relative à l'accès privilégié au titre de l'article 124 du Traité. La BCE invite la Magyar Nemzeti Bank à examiner attentivement ces opérations afin d'éviter toute contradiction avec les interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié.

La Banque de Grèce a remboursé une obligation de l'État grec née d'un prêt dans le cadre d'un programme de confirmation du FMI, par le biais d'avoirs en DTS dont la Banque de Grèce supporte les risques et les avantages. Ce remboursement a soulevé de sérieuses inquiétudes quant au financement monétaire, dans la mesure où il a effectivement donné lieu au financement par la Banque de Grèce d'une obligation du secteur public à l'égard d'un tiers. L'accord relatif aux procédures de détention et de gestion des comptes en DTS alloués par le FMI, conclu avec le gouvernement grec en décembre 2015, tend à éviter que de telles situations ne se reproduisent à l'avenir.

7 Les relations internationales et européennes

7.1 Les relations européennes

Sur la base des leçons tirées de la crise, de nouvelles étapes ont été franchies au cours de l'année pour compléter l'union bancaire, résorber la fragmentation du secteur financier et continuer de remettre en état ce secteur dans la zone euro, avec la proposition de la Commission européenne de système européen de garantie des dépôts et de mise en place du mécanisme de résolution unique. La situation économique dans la zone euro et les négociations sur l'assistance financière à la Grèce ont également façonné les ordres du jour des réunions de l'Eurogroupe et du Conseil Ecofin, auxquelles ont participé le président de la BCE et d'autres membres du Directoire. La nécessité d'une stratégie cohérente au niveau des politiques budgétaire, financière et structurelle pour favoriser la reprise en Europe a figuré en

bonne place à l'ordre du jour des réunions du Conseil européen et des sommets de la zone euro, auxquels a été convié le président de la BCE. En 2015, la BCE a continué d'entretenir des contacts étroits avec les institutions et instances européennes, en particulier avec le Parlement européen, le Conseil européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe et la Commission européenne.

7.1.1 Compléter l'Union économique et monétaire européenne

Le président de la BCE - de concert avec le président de la Commission européenne, le président du sommet de la zone euro, le président de l'Eurogroupe et le président du Parlement européen - a contribué à un rapport intitulé « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », qui a été publié le 22 juin 2015. Conformément au mandat adopté par le sommet de la zone euro d'octobre 2014 pour « préparer les nouvelles initiatives visant à améliorer la gouvernance économique dans la zone euro », le rapport comporte une feuille de route en trois étapes devant mener à une véritable et profonde Union économique et monétaire.

Faisant suite à ce rapport, la Commission européenne a adopté le 21 octobre 2015 une série de mesures en vue de la mise en œuvre des propositions à court terme du rapport, notamment en ce qui concerne les [conseils nationaux de la compétitivité](#), la mise en place d'un [Comité budgétaire européen](#) et les avancées en matière de [représentation extérieure unifiée de la zone euro](#) dans les instances internationales, dont le FMI.

Ce sont des premières étapes pour améliorer le cadre de la gouvernance économique. À plus long terme, il conviendra de préciser et de renforcer le mandat et l'indépendance institutionnelle du Comité budgétaire européen pour garantir qu'il puisse jouer un rôle important dans l'amélioration de la transparence et du respect des règles budgétaires⁷¹. Quant aux conseils de la compétitivité, ils pourraient donner un nouvel élan à la mise en œuvre de réformes structurelles dans les pays de la zone euro, mais ils devront être établis de manière à garantir leur indépendance, tant au niveau national qu'en qualité de réseau au niveau de la zone euro⁷². Pour sa part, la BCE a continué de prôner des étapes décisives pour compléter l'union bancaire, qui devraient inclure la création d'un filet de sécurité commun crédible pour le Fonds de résolution unique et le lancement d'un dispositif européen de garantie des dépôts. Dans ce contexte, la BCE a accueilli favorablement le projet de règlement de la Commission sur l'établissement d'un tel dispositif. À côté de l'union bancaire, une union des marchés de capitaux européens peut renforcer l'Union économique et monétaire en améliorant le partage des risques transfrontaliers et en augmentant la résistance du système financier ; elle peut

⁷¹ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé [La création d'un comité budgétaire européen](#), *Bulletin économique*, numéro 7, BCE, 2015.

⁷² Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé [La création de conseils de la compétitivité dans le contexte de la lutte pour une véritable union économique](#), *Bulletin économique*, numéro 8, BCE, 2015.

également favoriser un accès plus large et plus facile au financement ainsi que la poursuite du développement de l'intégration financière européenne⁷³.

Pour la suite, ces étapes à court terme doivent être mises en œuvre rapidement, comme mentionné dans le rapport. Les travaux visant à détailler la vision à long terme pour l'Union économique et monétaire devraient ensuite débiter dès que possible. La BCE a fréquemment souligné la nécessité d'une application cohérente et complète des dispositions du cadre actuel et d'une plus grande souveraineté partagée sur le moyen à long terme, par exemple par une gouvernance accrue reposant sur le passage d'un système réglementaire à un système institutionnel. L'Eurosystème se tient prêt à soutenir ces travaux.

7.1.2 S'acquitter de sa responsabilité démocratique

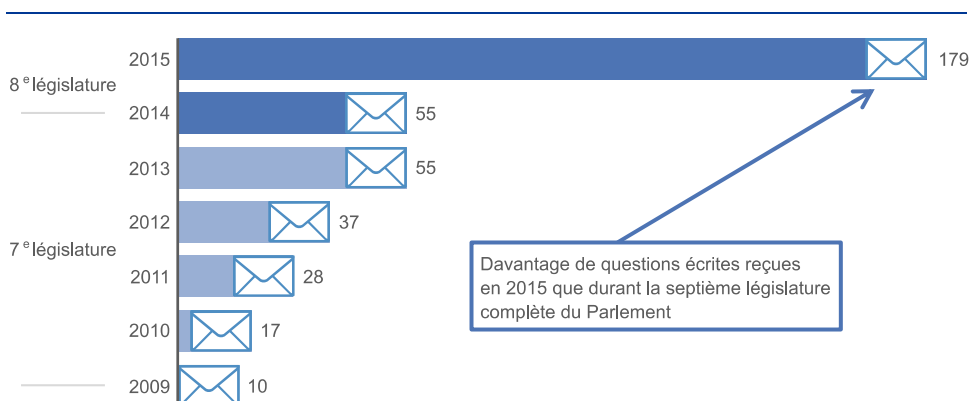
La BCE rend compte de ses actions au Parlement européen en sa qualité d'organe composé des représentants élus des citoyens de l'UE. En 2015, le président de la BCE a participé à quatre auditions régulières de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, qui ont eu lieu les [23 mars](#), [15 juin](#), [23 septembre](#) et [12 novembre](#). Lors de ces auditions, les députés européens ont accordé une attention particulière à la situation économique de la zone euro, au programme étendu d'achats d'actifs par la BCE, aux programmes d'ajustement macroéconomique et à la réforme de la gouvernance de la zone euro. En plus de ces auditions régulières, le président a participé, le [25 février](#), au débat en séance plénière sur la résolution du Parlement européen relative au *Rapport annuel 2013* de la BCE. De surcroît, le vice-président de la BCE a présenté le *Rapport annuel 2014* de la BCE à la Commission le [20 avril](#), et le membre du Directoire Yves Mersch a participé à une audition publique sur TARGET2-Titres devant la même Commission le [16 juin](#).

La BCE s'acquies également de ses obligations en matière de responsabilité en diffusant régulièrement des informations et en répondant aux questions écrites des parlementaires européens, questions dont le nombre a considérablement augmenté : 179 en 2015, soit plus que sur toute la législature parlementaire précédente (cf. figure 3). Les réponses à ces questions sont publiées sur le site internet 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 perspectives économiques et sur les programmes d'ajustement macroéconomique.

⁷³ Cf. la section 3.5 du chapitre 1.

Figure 3

Nombre de lettres émanant de députés européens



Source : BCE.

Comme par le passé, la BCE a contribué aux discussions du Parlement européen et du Conseil sur des propositions législatives relevant de ses compétences.

La BCE rend également compte de ses activités de surveillance bancaire tant au Parlement européen qu'au Conseil de l'UE. Dans ce contexte, la présidente du conseil de surveillance de la BCE s'est présentée devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen à cinq reprises et a assisté à une sélection de réunions du Conseil Ecofin et de l'Eurogroupe. L'on trouvera des informations plus détaillées dans le [Rapport annuel 2015 de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle](#).

7.2 Les relations internationales

Dans un environnement international difficile, la BCE a pris part à des discussions dans des instances internationales, a rassemblé des informations et a communiqué sur sa propre politique, renforçant ainsi ses relations avec ses principales contreparties internationales. Ceci était particulièrement important au cours d'une année où les autorités monétaires du monde entier se préparaient à adapter leur position quant à la politique à mener.

7.2.1 Le G20

Sur fond de reprise économique mondiale morose et de volatilité accrue dans certaines économies de marché émergentes, la BCE a activement contribué aux discussions du G20, qui se sont concentrées sur le soutien à la croissance mondiale et à la résilience économique et ont mis l'accent sur la mise en œuvre rigoureuse des plans de réforme. Dans le contexte de décisions de politique monétaire majeures et d'autres décisions de politique, la question des répercussions mondiales des politiques économiques nationales a également été abordée. Il a été souligné que pour réduire l'incertitude et les effets de contagion négatifs, les décisions et les

mesures à prendre devraient être prudemment calibrées et clairement communiquées.

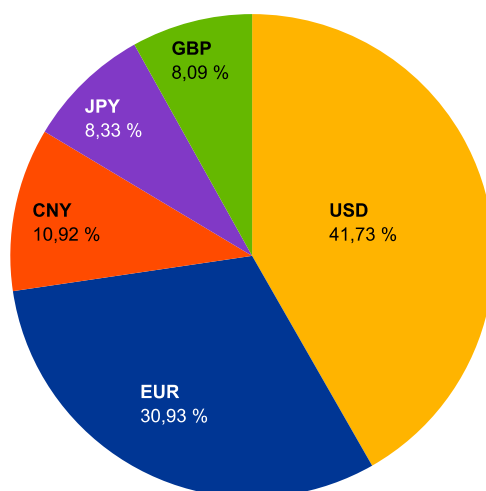
Lors de leur sommet à Antalya, les chefs d'État ou de gouvernement des pays du G20 ont fait état des progrès réalisés dans la mise en œuvre des stratégies de croissance destinées à relever le niveau agrégé de leur PIB de 2 % (au moins) pour 2018. L'achèvement d'éléments principaux du programme de réforme financière a été accueilli favorablement, l'accent étant mis sur la nécessité d'une mise en œuvre cohérente. Les chefs d'État ou de gouvernement des pays du G20 ont également évalué les avancées réalisées dans d'autres initiatives mondiales, et tout particulièrement pour le Projet de lutte contre l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéficiaires, un projet visant à moderniser les règles fiscales internationales. Globalement, les actions du G20 devraient améliorer la croissance effective et potentielle, soutenir la création d'emplois, renforcer la résilience, promouvoir le développement et accroître l'intégration des politiques.

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

La BCE a joué un rôle actif dans les discussions au FMI sur l'architecture financière internationale. Pour aider à renforcer la voix de l'UE et de la zone euro, elle a soutenu la coordination de positions communes. En 2015, le FMI a procédé à sa révision quinquennale de la méthode d'évaluation du droit de tirage spécial (DTS) pour s'assurer que le panier du DTS continue de refléter l'importance relative des principales devises dans les systèmes commerciaux et financiers mondiaux. Un point de discussion fondamental dans la révision 2015 était de savoir s'il fallait ou non étendre le panier de devises composant le DTS pour y inclure le renminbi chinois. Au cours de la période qui a précédé la révision 2015, les autorités chinoises ont entrepris une série de réformes pour accroître l'utilisation libre du renminbi. Le 30 novembre 2015, le Conseil d'administration du FMI a approuvé l'inclusion du renminbi dans le panier du DTS, une décision qui entrera en vigueur le 1^{er} octobre 2016.

Figure 4

Composition du panier de devises du DTS à partir d'octobre 2016



Source : FMI.

La réforme des quotes-parts et de la gouvernance du FMI, approuvée en 2010, est restée en suspens tout au long de 2015 parce qu'elle n'avait pas été ratifiée par les États-Unis, le membre le plus important du FMI. Néanmoins, à la fin de l'année, le Congrès américain a autorisé la ratification des réformes à certaines conditions. Une fois que les réformes seront entrées en vigueur, la gouvernance du FMI sera améliorée par une meilleure prise en compte du rôle des économies de marché émergentes, et les ressources du FMI provenant des quotes-parts seront sensiblement accrues. La BCE soutient le maintien d'un FMI fort, aux ressources appropriées et basé sur des quotes-parts, ce qui le rend moins dépendant des ressources empruntées. Les travaux concernant d'éventuelles réformes pour accroître la flexibilité du cadre de prêts du FMI se sont poursuivis en 2015. Le FMI a également procédé à un examen complet de ses programmes pour 27 pays (en ce compris 23 accords de financement) entre 2008 et 2015. Cet examen a notamment passé en revue la stratégie d'ajustement pour les membres d'une union monétaire et le rôle du financement régional pour les programmes de la zone euro.

7.2.3 La coopération technique

La BCE a continué d'approfondir sa coopération technique avec des banques centrales de pays extérieurs à l'UE. La coopération de la BCE avec des banques centrales de pays ayant une perspective d'adhésion à l'UE a consisté en deux programmes de coopération et des activités faisant partie d'une série d'ateliers régionaux. Les deux programmes de coopération, financés par l'UE, ont été mis en œuvre conjointement avec les BCN, et ont bénéficié à la Banque centrale du Monténégro, à la Banque centrale de la République du Kosovo, à la Banque d'Albanie et à la Banque nationale de la République de Macédoine. Les ateliers régionaux se sont centrés sur les défis institutionnels dans le contexte de l'adhésion à l'UE, sur la surveillance macroprudentielle et microprudentielle et sur le renforcement de l'utilisation de la monnaie locale dans les systèmes financiers

nationaux. La coopération technique vient compléter l'analyse et le suivi réguliers par la BCE des évolutions économiques et financières des pays candidats et potentiellement candidats à l'UE, ainsi que le dialogue mis en place avec leur banque centrale. La BCE a également poursuivi sa coopération avec des banques centrales des économies de marché émergentes du G20 afin de partager l'expertise technique et les meilleures pratiques. Dans ce contexte, la BCE a signé en 2015 un nouveau protocole d'accord avec la Banque de réserve de l'Inde.

8 La communication externe

Explication de la politique monétaire aux citoyens européens

La communication est un outil essentiel sur lequel reposent l'efficacité de la politique monétaire de la BCE et la confiance des citoyens de la zone euro. Dès le départ, la BCE s'est efforcée d'atteindre un haut degré de transparence ; elle a par exemple été la première grande banque centrale à organiser des conférences de presse régulières à l'issue de ses réunions de politique monétaire.

Au cours des années qui ont suivi le déclenchement de la crise financière, il est devenu encore plus important pour la BCE d'expliquer ses décisions de politique monétaire, et notamment une série de mesures non conventionnelles, de manière claire et transparente. Si le grand public et les marchés financiers saisissent la manière dont la BCE va vraisemblablement réagir dans une situation donnée, ils peuvent forger des anticipations raisonnables quant à la politique monétaire à venir. Mieux ils comprennent, plus vite les changements apportés à la politique monétaire se transmettent aux variables financières. Cela permet d'accélérer à la fois la transmission de la politique monétaire aux décisions d'investissement et de consommation et les ajustements économiques nécessaires.

En 2015, les efforts de communication de la BCE ont été guidés par une volonté d'accroître la transparence afin de renforcer la responsabilité de l'institution. La politique monétaire menée par la BCE concerne les citoyens de la zone euro, à savoir 338 millions de personnes qui utilisent 16 langues différentes. La BCE compose avec cette pluralité en exploitant l'avantage y inhérent d'avoir 19 banques centrales nationales au sein de l'Eurosystème. Dans chaque pays, des homologues s'assurent que ses messages sont entendus et compris à l'échelon national.

En 2015, la BCE a dû recourir à de nouvelles mesures non conventionnelles afin de respecter son mandat dans un environnement toujours plus incertain. Elle a dû dès lors s'efforcer d'autant plus d'expliquer au grand public pourquoi telle mesure prise avait été préférée à une autre.

Publication des comptes rendus des réunions de politique monétaire

En 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de publier les comptes rendus de ses réunions de politique monétaire à compter de début 2015. Ces comptes rendus, qui sont généralement publiés quatre semaines après chaque réunion de politique monétaire, permettent de mieux comprendre la manière dont le Conseil des gouverneurs évalue l'économie ainsi que les réponses politiques qu'il apporte. Ils résument, sans citer les noms des intervenants, les discussions consacrées à l'analyse économique et monétaire et à l'orientation de la politique monétaire. La publication des comptes rendus renforce la responsabilité et l'efficacité de la BCE, de même qu'elle contribue à relever le défi de définir la politique monétaire d'une union monétaire multipays, satisfaisant ainsi aux objectifs stratégiques que poursuivent l'Eurosystème et le MSU de responsabilité, d'indépendance, de crédibilité et de proximité des citoyens.

Principes directeurs de la communication externe

Dans un nouvel effort destiné à améliorer la transparence, le Directoire de la BCE a également décidé de publier régulièrement, à partir de novembre 2015, l'agenda de tous ses membres, avec un décalage de trois mois. La publication des agendas souligne également l'engagement de la BCE en matière de responsabilité et de transparence.

En 2015, la communication de la BCE a principalement porté sur l'expansion de sa politique monétaire accommodante, et plus particulièrement sur la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs. En novembre, la BCE a fêté sa première année en tant qu'autorité de contrôle bancaire. Dans leur grande majorité, les allocutions publiques prononcées par les membres du Directoire et du conseil de surveillance, de même que leurs interventions dans les médias, ont porté sur ces sujets.

En outre, les membres du Directoire ont été auditionnés devant le Parlement européen afin d'expliquer leurs actions aux législateurs, renforçant ainsi les connaissances et la compréhension que le public a des missions et des politiques de l'Eurosystème (cf. la section 7 du présent chapitre pour de plus amples détails).

Dans le cadre de leurs allocutions, publiques ou non, et de leurs réunions bilatérales, les membres du Directoire respectent une série de [principes directeurs](#) dont l'objectif est de garantir l'intégrité de l'institution.

Ces récentes décisions constituent des avancées supplémentaires sur la voie d'une plus grande transparence.

Nouveau site internet : explication du fonctionnement de la BCE

L'internet représente l'une des façons d'entrer en contact avec les citoyens de la zone euro. En 2015, la BCE a inauguré un nouveau site internet qui rend la

navigation plus facile et le contenu plus accessible. Une nouvelle section explique les sujets pertinents en termes simples et en s'appuyant sur les multimédias. Ainsi, une [vidéo](#) explique le fonctionnement de la plate-forme T2S pour le règlement-livraison de titres. Les discours, les communiqués de presse et les interviews des membres du Directoire figurent en bonne place sur la page d'accueil du site. Le [compte Twitter](#) de la BCE compte aujourd'hui plus de 300 000 abonnés ; il est utilisé pour attirer l'attention sur les publications et sur les messages-clés des discours, tandis que des vidéos sont publiées sur YouTube et des photos sur Flickr. La BCE est désormais également présente sur LinkedIn.

Deux nouveaux outils rendent les statistiques plus accessibles. Le site internet [Nos statistiques](#) a été élaboré en collaboration avec les banques centrales nationales de l'Eurosystème en vue de faciliter l'accès aux statistiques nationales et à celles de la zone euro. L'application ECBstatsApp donne un accès rapide et aisé aux données publiées dans le Statistical Data Warehouse (Entrepôt de données statistiques) de la BCE.

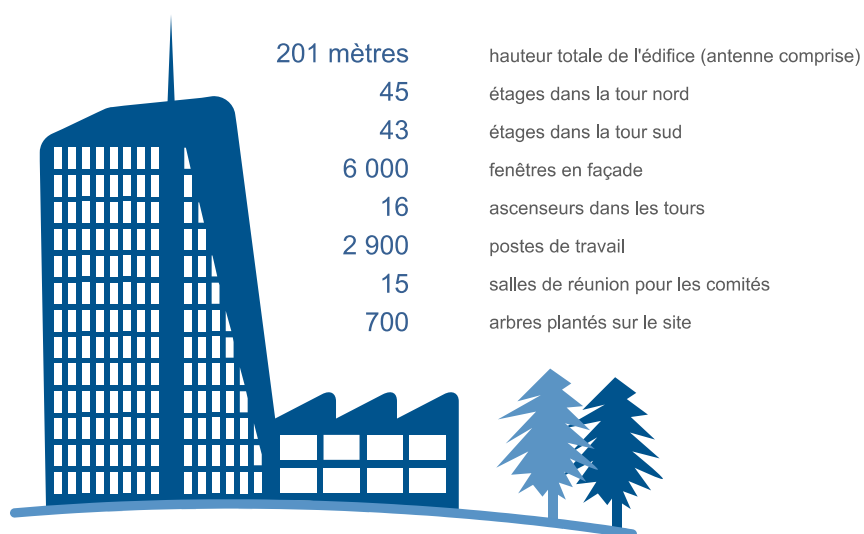
Nouveau bâtiment : inauguration des locaux de la BCE

Le nouveau siège de la BCE, construit sur le site de la *Großmarkthalle*, l'ancien marché de gros de la ville de Francfort, a été inauguré officiellement en mars. La cérémonie d'inauguration a eu lieu en dépit de manifestations anticapitalistes devant le bâtiment principal et dans toute la ville de Francfort. L'édifice peut accueillir jusqu'à 2 900 membres du personnel ; le dernier étage abrite la salle de réunion du Conseil des gouverneurs. La construction du bâtiment et l'inauguration de celui-ci ont été émaillées d'un grand nombre d'activités et d'événements médiatiques ; la BCE a par exemple offert des visites guidées du bâtiment, de même qu'elle a invité les occupants des immeubles voisins à une journée « portes ouvertes ».

Au rez-de-chaussée de l'aile est se dresse un mémorial commémorant la déportation de citoyens juifs entre 1941 et 1945. Ce mémorial, un projet conjoint de la BCE, de la communauté juive de Francfort et de la Ville de Francfort-sur-le-Main, a été dévoilé officiellement en novembre 2015.

Figure 5

Le nouveau bâtiment - faits principaux



Source : BCE.

Annexe 1

Le cadre institutionnel

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

L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales (SEBC) sont dirigés par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, les statuts du SEBC et les règlements intérieurs respectifs⁷⁴. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro contribuent ensemble, sur les plans stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

1.1 Le Conseil des gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs est le principal organe de décision de la BCE. Il est composé des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des BCN des pays participant à la zone euro. L'élargissement de la zone euro à la Lituanie, qui est devenu son dix-neuvième pays membre le 1^{er} janvier 2015, a entraîné la mise en œuvre d'un système de rotation des droits de vote dont disposent les membres du Conseil des gouverneurs.

Depuis janvier 2015, les réunions consacrées à la politique monétaire se tiennent toutes les six semaines. Un compte rendu des réunions de politique monétaire est publié, en général avec un décalage de quatre semaines.

Le Conseil des gouverneurs

Mario Draghi Président de la BCE

Vitor Constâncio Vice-président de la BCE

⁷⁴ S'agissant du règlement intérieur de la BCE, cf. : la décision BCE/2004/1 du 22 janvier modifiant la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne ; la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.3.2004, p. 33 ; la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 portant adoption du règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.6.2004, p. 61 ; et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 8.12.1999, p. 34. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

Josef Bonnici Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Luc Coene Gouverneur, Banque nationale de Belgique (jusqu'au 10 mars 2015)

Benoît Cœuré Membre du Directoire de la BCE

Carlos Costa Gouverneur, Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Gouverneur, Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Gouverneur, Eesti Pank

Patrick Honohan Gouverneur, Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann (jusqu'au 25 novembre 2015)

Boštjan Jazbec Gouverneur, Banka Slovenije

Klaas Knot Président, De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Gouverneur, Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann (à partir du 26 novembre 2015)

Sabine Lautenschläger Membre du Directoire de la BCE

Erkki Liikanen Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Gouverneur, Banco de España

Jozef Makúch Gouverneur, Národná banka Slovenska

Yves Mersch Membre du Directoire de la BCE

Ewald Nowotny Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Gouverneur, Banque de France (jusqu'au 31 octobre 2015)

Peter Praet Membre du Directoire de la BCE

Gaston Reinesch Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Gouverneur, Latvijas Banka

Jan Smets Gouverneur, Banque nationale de Belgique (à partir du 11 mars 2015)

Yannis Stournaras Gouverneur, Banque de Grèce

Vitas Vasiliauskas Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Gouverneur, Banque de France (à partir du 1^{er} novembre 2015)

Ignazio Visco Gouverneur, Banca d'Italia

Jens Weidmann Président, Deutsche Bundesbank



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

Au milieu (de gauche à droite) : Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

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

Note : Jens Weidmann, empêché, ne figure pas sur la photo.

1.2 Le Directoire

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres nommés par le Conseil européen, à l'issue d'un vote à la majorité qualifiée, après consultation du Parlement européen et de la BCE.

Le Directoire

Mario Draghi Président de la BCE

Vítor Constâncio Vice-président de la BCE

Benoît Cœuré Membre du Directoire de la BCE

Sabine Lautenschläger Membre du Directoire de la BCE

Yves Mersch Membre du Directoire de la BCE

Peter Praet Membre du Directoire de la BCE



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

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

1.3 Le Conseil général

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des BCN de l'ensemble des vingt-huit États membres de l'UE.

Le Conseil général

Mario Draghi Président de la BCE

Vítor Constâncio Vice-président de la BCE

Marek Belka Président, Narodowy Bank Polski

Josef Bonnici Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Mark Carney Gouverneur, Bank of England

Luc Coene Gouverneur, Banque nationale de Belgique (jusqu'au 10 mars 2015)

Carlos Costa Gouverneur, Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Gouverneur, Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Gouverneur, Eesti Pank

Patrick Honohan Gouverneur, Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann (jusqu'au 25 novembre 2015)

Stefan Ingves Gouverneur, Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Gouverneur, Banca Națională a României

Ivan Iskrov Gouverneur, Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) (jusqu'au 14 juillet 2015)

Boštjan Jazbec Gouverneur, Banka Slovenije

Klaas Knot Président, De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Gouverneur, Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann (à partir du 26 novembre 2015)

Erkki Liikanen Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Gouverneur, Banco de España

Jozef Makúch Gouverneur, Národná banka Slovenska

György Matolcsy Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

Ewald Nowotny Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Gouverneur, Banque de France (jusqu'au 31 octobre 2015)

Dimitar Radev Gouverneur, Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) (à partir du 15 juillet 2015)

Gaston Reinesch Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Gouverneur, Latvijas Banka

Lars Rohde Gouverneur, Danmarks Nationalbank

Miroslav Singer Gouverneur, Česká národní banka

Jan Smets Gouverneur, Banque nationale de Belgique (à partir du 11 mars 2015)

Yannis Stournaras Gouverneur, Banque de Grèce

Vitas Vasiliauskas Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Gouverneur, Banque de France (à partir du 1^{er} novembre 2015)

Ignazio Visco Gouverneur, Banca d'Italia

Boris Vujčić Gouverneur, Hrvatska narodna banka

Jens Weidmann Président, Deutsche Bundesbank

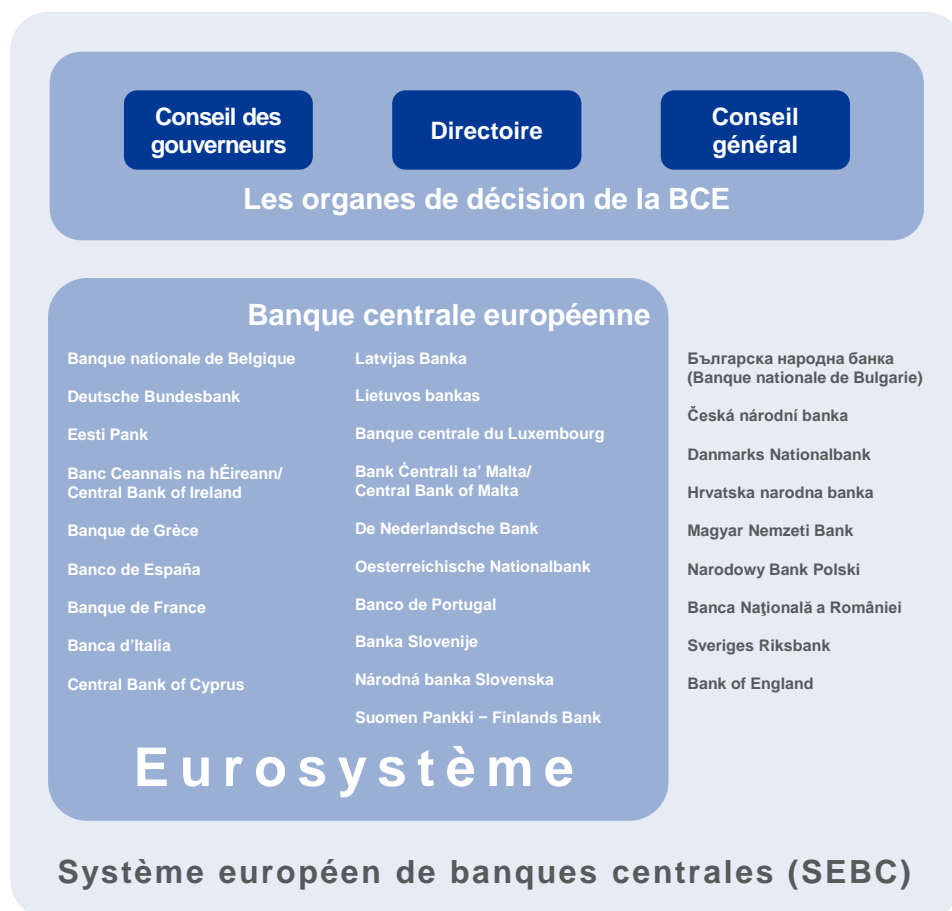


Au premier rang (de gauche à droite) : Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Au milieu (de gauche à droite) : Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Au troisième rang (de gauche à droite) : Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (sous-gouverneur de la Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Note : Mark Carney, Jens Weidmann et György Matolcsy, empêchés, ne figurent pas sur la photo.



1.4 Gouvernement d'entreprise

Outre les organes de décision, la structure du gouvernement d'entreprise de la BCE comprend deux comités de haut niveau, le Comité d'audit et le Comité d'éthique professionnelle, ainsi que plusieurs autres niveaux de contrôle interne et externe. Elle est complétée par le Cadre d'éthique professionnelle, la Décision BCE/2004/11 relative aux conditions et modalités des enquêtes concernant la lutte antifraude et les règles régissant l'accès du public aux documents de la BCE. À la suite de la création du mécanisme de surveillance unique (MSU), les questions relatives au gouvernement d'entreprise revêtent une importance encore plus grande au sein de la BCE.

Le Comité d'audit

Le Comité d'audit de la BCE assiste le Conseil des gouverneurs en formulant des conseils et des avis s'agissant de (a) l'intégrité des informations financières, (b) la surveillance des contrôles internes, (c) la conformité avec les lois, réglementations et codes de conduite applicables et (d) l'exercice des fonctions d'audit. Son [mandat](#) peut être consulté sur le site internet de la BCE. Le Comité d'audit est présidé par Erkki Liikanen et comprenait en 2015 quatre autres membres : Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer et Jean-Claude Trichet.

Le Comité d'éthique professionnelle

Afin d'assurer la mise en œuvre appropriée et cohérente des différents codes de conduite des organes participant aux processus de décision de la BCE, le Comité d'éthique professionnelle, qui est devenu opérationnel après la nomination de ses membres au deuxième trimestre 2015, fournit des conseils et des orientations sur les questions d'éthique professionnelle aux membres du Conseil des gouverneurs, du Directoire et du conseil de surveillance prudentielle. Son [mandat](#) est disponible sur le site internet de la BCE. Le Comité d'éthique professionnelle est présidé par Jean-Claude Trichet et comprend deux autres membres externes : Klaus Liebscher et Hans Tietmeyer.

Les niveaux de contrôle externe et interne

Les niveaux de contrôle externe

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

Les niveaux de contrôle interne

La structure de contrôle interne de la BCE comporte trois niveaux : a) les contrôles de gestion, b) différentes fonctions de surveillance des risques et de la conformité et, c) une assurance de vérification indépendante.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle dans laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) assume la responsabilité première de la gestion de ses risques ainsi que de l'efficacité et de l'efficacité de ses opérations.

Les fonctions de surveillance comprennent des mécanismes de suivi et des processus efficaces permettant un contrôle adéquat des risques financiers et opérationnels. Les fonctions de contrôle du deuxième niveau sont exercées par des fonctions internes de la BCE (ayant trait par exemple au budget et au contrôle de gestion, à la gestion du risque opérationnel et financier, à l'assurance-qualité relative à la surveillance bancaire ou à la conformité) et/ou – le cas échéant – par les comités de l'Eurosystème et du SEBC (par exemple le comité du développement organisationnel, le comité de la gestion des risques et le comité budgétaire).

En outre, et indépendamment de la structure de contrôle interne et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la fonction d'audit interne de la BCE, placée sous la responsabilité directe du Directoire, conformément à la Charte d'audit de la BCE. Les activités d'audit interne de la BCE sont conformes aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne. En outre, le comité des auditeurs internes, qui se compose d'experts de l'audit interne de la BCE, des BCN et des autorités compétentes

nationales (ACN), apporte son soutien dans la réalisation des objectifs de l'Eurosystème et du MSU.

Le Cadre d'éthique professionnelle de la BCE

Le Cadre d'éthique professionnelle de la BCE se compose du Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, du Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire, du Code de conduite des membres du conseil de surveillance prudentielle et du règlement intérieur de la BCE. Le Cadre d'éthique professionnelle fixe les règles d'éthique et les principes directeurs permettant d'assurer les plus hauts niveaux d'intégrité, de compétence, d'efficacité et de transparence dans l'accomplissement des missions de la BCE.

Les mesures antifraude et les mesures relatives à la prévention du blanchiment de capitaux

Le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté un règlement autorisant, notamment, l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, à procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes, organismes et agences de l'UE. En 2004, le Conseil des gouverneurs a approuvé le cadre juridique fixant les conditions et les modalités selon lesquelles devaient être exécutées les enquêtes menées par l'OLAF à la BCE en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale. Par ailleurs, en 2007, la BCE a instauré ses dispositifs internes de prévention du blanchiment de capitaux (*anti-money laundering* - AML) et de lutte contre le financement du terrorisme (*counter-terrorist financing* - CTF). Un système de déclaration interne complète le dispositif AML/CTF de la BCE afin de garantir que toutes les informations pertinentes sont systématiquement collectées et dûment communiquées au Directoire.

L'accès du public aux documents de la BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents ⁷⁵ est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de l'UE dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE. En 2015, le régime applicable à l'accès du public aux documents de la BCE a fait l'objet de nouvelles modifications afin de prendre en compte les nouvelles activités liées au MSU.

Afin de réaffirmer son engagement en faveur de la transparence et de la responsabilité démocratique, la BCE a décidé de rendre publics, à compter de

⁷⁵ Décision BCE/2004/3 du 4 mars 2004 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 80 du 18.3.2004, p. 42, telle que modifiée.

février 2016, les agendas des réunions de chaque membre du Directoire, avec un décalage de trois mois. En outre, les membres du Directoire se sont engagés à se conformer aux principes directeurs régissant la communication externe en vue de garantir l'égalité des conditions de concurrence et de traitement entre les acteurs concernés (pour de plus amples détails, se reporter à la section 8 du chapitre 2).

Le Bureau de conformité et de gouvernance

Pour souligner l'engagement ferme de la BCE en faveur d'une bonne gouvernance et des niveaux les plus élevés d'éthique professionnelle, le Directoire a mis en place un Bureau de conformité et de gouvernance spécifique (*Compliance and Governance Office* - CGO) en janvier 2015. Faisant rapport directement au président de la BCE, le CGO apporte son soutien au Directoire en matière de protection de l'intégrité et de la réputation de la BCE, promeut les normes d'éthique professionnelle et renforce la responsabilité démocratique et la transparence de la BCE. Afin d'améliorer à la fois la cohérence globale et l'efficacité du cadre du gouvernement d'entreprise de la BCE, le CGO assure en outre le secrétariat des Comités d'audit et d'éthique professionnelle de la BCE et agit en tant qu'interface entre la BCE, d'une part, et le médiateur européen et l'OLAF, d'autre part.

Annexe 2

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro participent aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. En outre, certains comités se réunissent dans la composition MSU (comprenant un représentant de la banque centrale et un représentant de l'autorité compétente nationale de chaque État membre participant) lorsqu'ils examinent des questions relatives au contrôle bancaire. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités aux réunions des comités.

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC, le comité budgétaire, la Conférence sur les ressources humaines et leurs présidents (au 1^{er} janvier 2016)

Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO) Werner Studener	Comité des opérations de marché (MOC) Ulrich Bindseil
Comité des billets (BANCO) Ton Roos	Comité de la politique monétaire (MPC) Wolfgang Schill
Comité du contrôle de gestion (COMCO) Joachim Nagel	Comité du développement organisationnel (ODC) Steven Keuning
Comité Eurosystème/SEBC de la communication (ECCO) Christine Graeff	Comité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
Comité de stabilité financière (FSC) Vitor Constâncio	Comité de gestion des risques (RMC) Carlos Bernadell
Comité des systèmes d'information (ITC) Koenraad de Geest	Comité des statistiques (STC) Aurel Schubert
Comité des auditeurs internes (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité budgétaire (BUCOM) Pentti Hakkarainen
Comité des relations internationales (IRC) Frank Moss	Conférence sur les ressources humaines (HRC) Steven Keuning
Comité juridique (LEGCO) Chiara Zilioli	

Il existe deux autres comités. Le comité budgétaire assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions se rapportant au budget de la BCE tandis que la Conférence sur les ressources humaines constitue un forum pour l'échange d'expériences, d'expertise et d'informations entre les banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

Annexe 3

Les évolutions relatives à l'organisation et aux ressources humaines

Organigramme de la BCE (au 1^{er} janvier 2016)



1) Fait rapport au Directoire via le président.

2) Fait rapport au président de la BCE en sa qualité de président du CERS.

3) Y compris les activités liées à la protection des données.

4) Secrétaire du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général.

5) Fait rapport au Directoire via le président sur les questions de conformité.

Les ressources humaines de la BCE

À la suite de l'instauration du mécanisme de surveillance unique (MSU) en 2014, la BCE a procédé, en 2015, à un examen approfondi de ses processus et pratiques organisationnels internes. Les opinions exprimées par les membres du personnel ont été recueillies par le biais d'une enquête auprès du personnel de la BCE. La fonction de secrétaire général des services (*Chief Services Officer*, CSO) a été créée afin d'améliorer la coordination entre les fonctions de soutien et de faciliter l'orientation des services de soutien vers la réalisation des besoins de l'institution dans son ensemble. Le CSO est chargé des questions ayant trait aux services administratifs, aux services informatiques, aux ressources humaines, au budget et aux finances. Il fait rapport au Directoire par l'intermédiaire du président et assiste régulièrement aux réunions du Directoire.

Au 31 décembre 2015, la BCE comptait 2 650 postes en équivalent temps plein, contre 2 622 à fin 2014. Le nombre effectif d'agents en équivalent temps plein titulaires d'un contrat de travail à la BCE se situait à 2 871 (contre 2 577 le 31 décembre 2014)⁷⁶. Au total, 279 nouveaux contrats à durée déterminée (de nature limitée ou convertibles en contrats à durée indéterminée) ont été offerts en 2015 et 246 contrats à court terme ont été conclus au cours de l'année, en plus d'un certain nombre de prolongations de contrat, pour pallier les absences d'une durée inférieure à un an. En 2015, la BCE a continué d'offrir des contrats de courte durée, allant jusqu'à 36 mois, à des agents des BCN et des organisations internationales. Au 31 décembre 2015, 226 agents des BCN et des organisations internationales travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions, soit 50 % de plus qu'à fin 2014. En septembre 2015, la BCE a accueilli les dix participants du dixième contingent de son *Graduate Programme* et au 31 décembre 2015, la BCE comptait 273 stagiaires (76 % de plus qu'en 2014). La BCE a également offert quatre postes de chercheur au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes à de jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

Une enquête auprès du personnel de la BCE a été réalisée en mai 2015, avec un taux de participation de 90 %. En conséquence, des plans d'action ont été élaborés tant à l'échelle de la BCE qu'au niveau des différentes entités organisationnelles. Les principaux domaines bénéficiant d'activités de suivi sont les suivants : « évolution des carrières », « gestion des performances », « collaboration et partage des informations », « ressources humaines et charge de travail », « pression de travail et stress, ouverture et équité ». Le plan d'action mis en place à l'échelle de la BCE était étroitement lié à un réexamen des opérations internes de la BCE visant à optimiser les processus, les procédures et les structures afin de rendre la BCE plus forte et plus réactive, et cherchait à assurer une culture d'entreprise soutenable.

La BCE a continué d'apporter son soutien aux besoins exprimés par le personnel en vue d'établir un équilibre entre vie professionnelle et vie privée. À fin 2015,

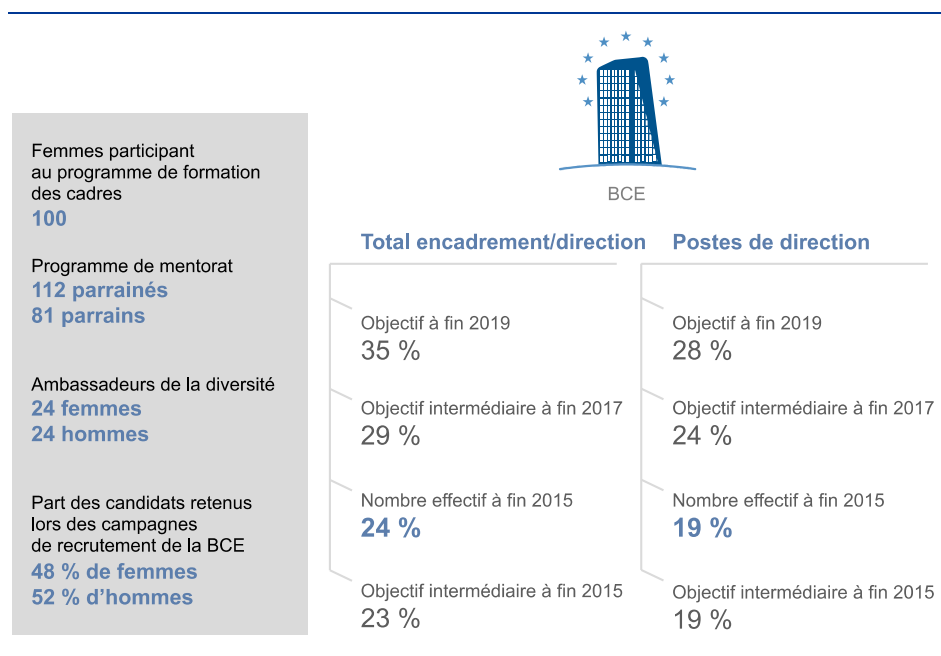
⁷⁶ Outre les contrats relatifs à des postes en équivalent temps plein, ce chiffre inclut les contrats de courte durée offerts aux agents détachés par les BCN et les organisations internationales et les contrats proposés aux participants au *Graduate Programme*.

257 membres du personnel travaillaient à temps partiel (contre 259 à fin 2014). Le nombre d'agents en congé parental sans solde s'élevait à 36 (contre 29 à fin 2014). En 2015, environ 846 membres du personnel, en moyenne, ont télétravaillé au moins une fois par mois.

L'évolution professionnelle des membres du personnel est restée un enjeu important de la politique de la BCE en matière de ressources humaines. L'année 2015 a marqué le lancement du programme de stage MSU, la poursuite du déploiement des programmes de formation relatifs au MSU, et l'engagement en faveur d'un programme de mentorat permanent et participatif en vue de soutenir l'évolution professionnelle des membres du personnel ayant atteint le dernier échelon de leur bande de rémunération et pour aider l'organisation à réaliser ses objectifs concernant la diversité des genres.

Alors qu'à fin 2014, 24 % du total des postes d'encadrement/de direction et 19 % des postes de direction étaient déjà occupés par des femmes, la BCE a atteint ses objectifs intermédiaires à fin 2015 en matière de diversité des genres. Depuis l'introduction de ces objectifs (35 % de femmes pour les postes d'encadrement/de direction et 28 % pour les postes de direction d'ici à la fin de 2019) en juin 2013 et la mise en place d'un plan d'action spécifique, la question de la diversité liée au genre est un enjeu important à la BCE afin d'identifier, de développer et de promouvoir les talents féminins.

Figure 6
Proportion de femmes occupant des postes d'encadrement et de direction



Source : BCE.

Alors que la taille de l'organisation s'est légèrement accrue, 53 membres du personnel bénéficiant de contrats à durée déterminée ou indéterminée ont quitté la BCE en 2015 (soit le même nombre qu'en 2014) par suite d'une démission ou d'un départ en retraite, tandis que 217 contrats à court terme sont arrivés à échéance durant l'année.

Comptes annuels

2015

Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2015	A 2
États financiers de la BCE	A 18
Bilan au 31 décembre 2015	A 18
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2015	A 20
Les règles et méthodes comptables	A 21
Annexe au bilan	A 30
Instruments de hors bilan	A 47
Annexe au compte de résultat	A 50
Rapport des commissaires aux comptes	A 57
Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	A 59

Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2015

1 Objet du rapport de gestion de la BCE

Le présent rapport de gestion fait partie intégrante de l'information financière fournie chaque année par la BCE. Il présente au lecteur des informations contextuelles sur les activités de la BCE, son cadre opérationnel et l'incidence de ses opérations sur ses états financiers.

Il fournit des informations sur les principales procédures encadrant la production des états financiers de la BCE. Étant donné que la BCE conduit ses activités et ses opérations à l'appui de ses objectifs de politique monétaire, il convient d'examiner son résultat financier à l'aune des mesures de politique monétaire prises. Par conséquent, le rapport fournit également des informations sur les principaux risques pour la BCE, et sur les effets de ses opérations sur ces risques, ainsi que sur les ressources financières disponibles et l'incidence des principales activités de la BCE sur ses états financiers.

2 Principaux objectifs et missions

L'objectif principal de la BCE est de maintenir la stabilité des prix. Ses principales missions, décrites dans les statuts du SEBC, comprennent la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Union européenne, la conduite des opérations de change, la gestion des réserves de change des pays de la zone euro et la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement.

De plus, la BCE est chargée d'assurer le fonctionnement efficace et cohérent du mécanisme de surveillance unique (MSU) dans le but d'effectuer une surveillance bancaire intrusive et efficace, contribuant à la sauvegarde et à la solidité du système bancaire et à la stabilité du système financier de l'Union européenne.

3 Principales procédures

La procédure relative aux comptes annuels de la BCE est associée à plusieurs activités principales.

3.1 Contrôles au sein des unités organisationnelles

Dans la structure de contrôle interne de la BCE, chaque entité organisationnelle est responsable de la gestion de ses risques opérationnels propres et de la mise en œuvre de contrôles afin de garantir l'efficacité et l'efficacé de ses opérations et

l'exactitude des informations qui seront incluses dans les états financiers de la BCE. La responsabilité et l'obligation de rendre compte concernant les questions budgétaires incombent aussi essentiellement aux différentes entités organisationnelles.

3.2 Procédures budgétaires

La division Budget, contrôle de gestion et organisation (BCO) de la Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation¹ élabore le cadre de la planification stratégique et assure la préparation et le suivi de cette dernière ainsi que du budget de fonctionnement correspondant, en fonction des ressources de la BCE. Ces missions sont effectuées en collaboration avec les différentes entités organisationnelles, tout en appliquant le principe de séparation², et les résultats sont reflétés dans les programmes de travail annuels des divisions. Cette division assure également un contrôle de la gestion des ressources et de la planification, une analyse coût-avantage et une analyse de l'investissement pour la BCE et les projets du SEBC. Un contrôle des dépenses par rapport aux budgets adoptés est effectué à intervalles réguliers par le Directoire³, en tenant compte de l'avis de la division BCO, et par le Conseil des gouverneurs avec l'assistance du Comité budgétaire (BUCOM). Conformément à l'article 15 du règlement intérieur de la BCE, le BUCOM assiste le Conseil des gouverneurs à travers une évaluation des propositions relatives au budget annuel de la BCE et des demandes de financement budgétaire supplémentaire formulées par le Directoire, avant leur soumission au Conseil des gouverneurs pour approbation.

3.3 Fonctions de surveillance des risques financiers

La Direction de la Gestion des risques de la BCE est chargée de proposer des politiques et des procédures assurant un niveau adéquat de protection contre les risques financiers pour (a) l'Eurosystème, y compris la BCE, dans la conduite des opérations de politique monétaire, et (b) la BCE dans la gestion de ses réserves de change, de ses avoirs en or et de ses portefeuilles de placements libellés en euros. La Direction de la Gestion des risques est aussi chargée d'évaluer, du point de vue de la gestion des risques, les cadres opérationnels de l'Eurosystème pour la politique monétaire et la politique de change, et de proposer des améliorations. Par ailleurs, le Comité de la gestion des risques (RMC), qui se compose d'experts des banques centrales de l'Eurosystème, aide les organes de décision à assurer à l'Eurosystème un niveau de protection approprié. Il gère et contrôle, pour ce faire, les risques financiers résultant des opérations de marché, en ce qui concerne à la

¹ En 2016, la division BCO sera intégrée à la nouvelle Direction générale Budget et finance.

² Une telle séparation est requise par le règlement MSU, aux termes duquel la BCE s'acquitte de ses missions de surveillance prudentielle sans préjudice de ses missions de politique monétaire et de toute autre mission et séparément de celles-ci.

³ À compter de 2016, le secrétaire général des services (fonction nouvellement créée) jouera également un rôle actif dans le suivi des budgets.

fois les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et le portefeuille de réserves de change de la BCE. En ce qui concerne ces activités, le RMC contribue notamment au suivi, à la mesure et à la déclaration des risques financiers au bilan de l'Eurosystème ainsi qu'à la définition et à l'examen des méthodologies et cadres associés.

3.4 Gestion de portefeuille

La BCE détient deux types de portefeuilles de placements, à savoir un portefeuille de réserves de change, libellé en dollars et en yens, et un portefeuille de fonds propres, libellé en euros. Par ailleurs, les fonds liés aux plans de retraite de la BCE sont investis dans un portefeuille géré de façon externe. La BCE détient en outre des titres libellés en euros à des fins de politique monétaire, qu'elle a achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (Securities Markets Programme - SMP), du programme d'achats de titres adossés à des actifs (asset-backed securities purchase programme - ABSPP), du programme d'achats de titres du secteur public (public sector asset purchase programme - PSPP) et des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées (covered bond purchase programmes - CBPP).

3.5 Établissement des comptes financiers de la BCE

Les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire conformément aux règles et méthodes comptables déterminées par le Conseil des gouverneurs⁴.

La Division Information financière et principes comptables de la Direction générale Administration⁵ est chargée d'établir les comptes annuels, en collaboration avec d'autres unités organisationnelles, et de veiller à ce que tous les documents correspondants soient mis en temps voulu à la disposition des commissaires aux comptes extérieurs et des organes de décision. Les processus d'information financière et les comptes annuels de la BCE sont donc susceptibles de faire l'objet d'audits internes. Les activités d'audit interne de la BCE respectent les Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne. Tous les rapports de la Direction de l'Audit interne, qui peuvent comprendre des recommandations d'audit adressées aux entités organisationnelles concernées, sont soumis au Directoire.

De plus, les comptes annuels de la BCE sont vérifiés par des commissaires aux comptes extérieurs indépendants recommandés par le Conseil des gouverneurs et approuvés par le Conseil de l'UE. Ces commissaires aux comptes examinent les livres et les comptes de la BCE et ont accès à toutes les informations sur ses

⁴ Voir les notes relatives aux règles et méthodes comptables.

⁵ En 2016, la division Information financière et principes comptables sera intégrée à la nouvelle Direction générale Budget et finance.

opérations⁶. Leur responsabilité consiste à exprimer un avis évaluant si les comptes annuels donnent une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations et s'ils sont conformes aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs. À cet égard, les commissaires aux comptes évaluent l'adéquation des contrôles internes appliqués à la préparation et à la présentation des comptes annuels et analysent la pertinence des méthodes comptables utilisées.

Composé de représentants des services des opérations de marché, de la comptabilité, de l'information financière, de la gestion des risques et du budget de la BCE, le comité ALCO (Assets and Liabilities Committee) surveille et analyse de façon systématique tous les facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur le bilan et le compte de résultat de la BCE. Il examine par ailleurs les comptes annuels ainsi que la documentation correspondante avant qu'ils ne soient soumis au Directoire pour approbation.

Après avoir reçu l'agrément du Directoire, les comptes annuels ainsi que l'avis des commissaires aux comptes extérieurs et l'ensemble de la documentation correspondante sont soumis au Comité d'audit pour examen avant d'être approuvés par le Conseil des gouverneurs. Le Comité d'audit assiste le Conseil des gouverneurs dans le champ de ses responsabilités concernant, notamment, l'intégrité des informations financières et la surveillance des contrôles internes. Dans ce contexte, il évalue en particulier les comptes annuels de la BCE et examine s'ils donnent une image fidèle et s'ils ont été établis dans le respect des règles comptables approuvées. Le Comité d'audit examine également toute question importante relative aux procédures comptables ou à l'information financière qui pourrait avoir une incidence sur les états financiers de la BCE.

Les comptes annuels de la BCE sont approuvés par le Conseil des gouverneurs en février de chaque année puis immédiatement publiés. Ils seront publiés avec le rapport de gestion et le bilan annuel consolidé de l'Eurosystème.

4 Gestion des risques

La gestion des risques est un élément essentiel des activités de la BCE et est conduite à travers un processus continu d'identification, d'évaluation, de réduction et de suivi des risques. Le tableau ci-dessous présente les principaux risques auxquelles la BCE fait face ainsi que leurs sources et les stratégies de gestion mises en œuvre par la BCE.

⁶ Afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance des commissaires aux comptes extérieurs de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit tous les cinq ans est appliqué.

Risques auxquels la BCE fait face

Risque	Composante	Type de risque	Source de risque	Cadre du contrôle des risques
Risques financiers	Risque de crédit	Risque de défaut de crédit <i>Risque de subir des pertes financières à la suite d'un « événement de défaut » lié au manquement par un débiteur (une contrepartie ou un émetteur) à remplir en temps voulu ses obligations financières.</i>	<ul style="list-style-type: none"> • avoirs de réserves de change • portefeuille de placements libellé en euros • portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ critères d'éligibilité ✓ évaluation en matière de diligence ✓ limites d'expositions ✓ constitution de garanties ✓ diversification ✓ surveillance des risques financiers
		Risque de migration du crédit <i>Risque de subir des pertes financières à la suite d'une revalorisation d'actifs financiers due à une détérioration de leur qualité et de leurs notations de crédit.</i>	<ul style="list-style-type: none"> • avoirs de réserves de change • portefeuille de placements libellé en euros 	
	Risque de marché	Risques de change et sur produits de base <i>Risque de subir des pertes financières sur a) des positions libellées en devises à la suite de fluctuations des cours de change et b) la détention de produits de base à la suite de fluctuations des prix du marché.</i>	<ul style="list-style-type: none"> • avoirs de réserves de change • avoirs en or 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ diversification des avoirs entre différentes monnaies et l'or ✓ comptes de réévaluation de l'or et des devises ✓ surveillance des risques financiers
		Risque de taux d'intérêt <i>Risque de subir des pertes financières dues à des variations défavorables des taux d'intérêt donnant lieu à a) une baisse des prix du marché d'instruments financiers ou b) une incidence négative sur le produit net d'intérêts</i>	<ul style="list-style-type: none"> • avoirs de réserves de change • portefeuille de placements libellés en euros • portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ politiques d'allocation des actifs ✓ comptes de réévaluation ✓ limites en matière de risque de marché ✓ surveillance des risques financiers
	Risque de liquidité	Risque de liquidité <i>Risque de subir des pertes financières en raison de l'incapacité de liquider un actif à la valeur prévalant sur le marché dans des délais appropriés</i>	<ul style="list-style-type: none"> • avoirs de réserves de change 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ politiques d'allocation des actifs ✓ limites de liquidité ✓ surveillance des risques financiers
Risque opérationnel	Risque opérationnel <i>Risque de répercussions négatives financières, en termes d'activité ou d'image résultant d'actions ou d'omissions commises par des personnes, de ressources ou de politiques en matière de personnel déficientes, 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).</i>	<ul style="list-style-type: none"> • personnel, ressources humaines, politiques en matière de personnel • processus opérationnels et de gouvernement d'entreprise • systèmes • événements extérieurs 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ identification, évaluation, déclaration et suivi des risques opérationnels ainsi que réponses à y apporter ✓ orientations relatives à la politique de tolérance au risque ✓ matrice des risques ✓ cadre de gestion de la continuité d'activité 	

4.1 Risques financiers

Les risques financiers résultent des activités essentielles de la BCE et des expositions correspondantes. La BCE décide de l'allocation de ses actifs et s'appuie sur des cadres de gestion des risques et de diligence appropriés, compte tenu des objectifs de ses différents portefeuilles et de ses expositions financières ainsi que des préférences de ses organes de décision en matière de risque.

Les risques financiers peuvent être quantifiés à l'aide de diverses mesures des risques. La BCE applique des techniques d'estimation des risques mises au point en interne et fondées sur un cadre conjoint de simulation du risque de crédit et de marché. Les principaux concepts, techniques et hypothèses de modélisation sous-jacents aux mesures du risque sont inspirés des normes en vigueur sur le marché. Pour comprendre précisément les risques potentiels pouvant survenir et les fréquences et degrés de gravité divers qu'ils peuvent recouvrir, la BCE utilise deux types de mesure statistique, à savoir la mesure du risque potentiel de perte maximale (Value at Risk - VaR) et la mesure du déficit attendu (Expected Shortfall⁷), calculées pour plusieurs niveaux de confiance. Des analyses de sensibilité et de scénarios de crise sont de plus effectuées pour mieux comprendre et compléter les estimations statistiques des risques.

Mesurés selon un risque potentiel de perte maximale correspondant à un seuil de confiance de 95 % sur un horizon d'un an (VaR 95 %), les risques financiers liés aux actifs financiers de la BCE s'élevaient au total à 10 milliards d'euros, au 31 décembre 2015, soit un niveau supérieur de 1,4 milliard d'euros aux estimations arrêtées au 31 décembre 2014. Cette hausse est principalement due à l'augmentation de la valeur de marché des avoirs de réserve de change de la BCE, et donc de l'exposition de la BCE au risque de change, à la suite de l'appréciation du dollar et du yen par rapport à l'euro en 2015.

4.1.1 Risque de crédit

Les contrôles et limites de risque employés par la BCE pour déterminer son exposition au risque de crédit varient en fonction du type d'opération, traduisant ainsi les objectifs de politique monétaire ou d'investissement des différents portefeuilles et les caractéristiques de risque des actifs sous-jacents.

Le risque de crédit lié aux réserves de change de la BCE est minime, car celles-ci sont investies dans des actifs dont la qualité de crédit est élevée.

Les avoirs en or de la BCE ne présentent pas de risque de crédit, l'or n'étant pas prêté à des tierces parties.

Le portefeuille de placements libellés en euros vise à doter la BCE des revenus nécessaires à la couverture de ses charges d'exploitation tout en préservant le capital investi. Aussi la question du rendement est-elle relativement plus importante pour la répartition des actifs et le cadre de contrôle des risques en ce qui concerne ces avoirs qu'elle ne l'est pour les réserves de change de la BCE. Cela étant, le risque de crédit de ces avoirs est maintenu à des niveaux modérés.

⁷ Le risque potentiel de perte maximale (VaR) est défini comme le seuil de perte potentielle maximum pour le portefeuille d'actifs financiers qui, sur la base d'un modèle statistique, ne sera pas dépassé pour un seuil de confiance donné sur un horizon donné. La mesure du déficit attendu est une mesure du risque cohérente plus prudente que celle du modèle VaR pour des horizons et des seuils de confiance identiques, car elle reflète la mesure des pertes moyennes pondérées par les probabilités qui pourraient être enregistrées dans les scénarios les plus défavorables dépassant le seuil VaR. Les pertes, dans ce contexte, sont définies comme les écarts entre la valeur nette des portefeuilles de la BCE apparaissant au bilan au début de l'horizon et les valeurs simulées à la fin de l'horizon.

Grâce aux techniques de gestion des risques mises en œuvre, le risque de crédit lié aux titres détenus à des fins de politique monétaire est en deçà des niveaux de tolérance de la BCE. Le risque de migration du crédit associé aux titres acquis à des fins de politique monétaire n'affecte pas directement les comptes financiers de la BCE, car ces titres sont valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation, et ne font donc pas l'objet d'une réévaluation aux prix du marché. Ils peuvent cependant être soumis au risque de défaut de crédit, une détérioration de leur qualité de crédit pouvant affecter les comptes financiers de la BCE à travers le processus régulier d'analyse et de comptabilisation des dépréciations.

4.1.2 Risque de marché

Pour la gestion de ses avoirs, la BCE est soumise à deux types de risques de marché principaux : le risque de change et le risque sur produits de base (cours de l'or). Elle est également exposée à des risques de taux d'intérêt.

Risques de change et sur produits de base

Les risques de change et sur produits de base dominent le profil de risque financier de la BCE. Cela est dû au montant de ses réserves de change (qui comprennent essentiellement des dollars des États-Unis) et de ses avoirs en or ainsi qu'au degré élevé de volatilité des cours de change et du prix de l'or.

En raison du rôle que jouent les réserves de change et d'or dans la politique monétaire, la BCE ne cherche pas à éliminer les risques de change et sur produits de base. Ces risques sont en fait atténués par la diversification des avoirs entre différentes monnaies et l'or.

Conformément aux règles de l'Eurosystème, les comptes de réévaluation de l'or et du dollar, qui s'établissaient, au 31 décembre 2015, à respectivement 11,9 milliards d'euros (contre 12,1 milliards d'euros en 2014) et 10,6 milliards d'euros (contre 6,2 milliards d'euros en 2014), peuvent être utilisés pour absorber les retombées de futurs mouvements défavorables des prix de l'or et du cours de change du dollar, atténuant ou évitant ainsi que le compte de résultat de la BCE n'en soit affecté.

Risque de taux d'intérêt

La majeure partie des réserves de change et des portefeuilles de placements libellés en euros de la BCE est investie dans des titres à revenu fixe qui sont réévalués aux prix du marché et donc soumis au risque de marché lié aux variations des taux d'intérêt. La gestion de ce risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché est assurée par le biais de politiques d'allocation des actifs et de limites en matière de risque de marché garantissant que le risque de marché reste contenu à des niveaux compatibles avec les préférences de la BCE en termes de ratio rendement/risque de ses différents portefeuilles. En ce qui concerne la duration

modifiée⁸ des portefeuilles à revenu fixe, les diverses préférences en matière de ratio rendement/risque se traduisent par une durée modifiée du portefeuille de placements libellés en euros supérieure à celle des réserves de change.

Le risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché auquel la BCE fait face est resté limité en 2015.

Les titres acquis dans le cadre des programmes d'achats d'actifs (les trois CBPP, le SMP, l'ABSPP et le PSPP) sont valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation, et ne font donc pas l'objet d'une réévaluation aux prix du marché. Les portefeuilles contenant ces titres ne sont donc pas exposés au risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché. Toutefois, l'asymétrie entre la sensibilité au taux d'intérêt des revenus tirés de ces titres et celle des dépenses associées aux engagements correspondants se traduit par un risque de taux d'intérêt susceptible d'avoir un effet négatif sur le produit net d'intérêts de la BCE. Des politiques d'allocation des actifs, y compris les politiques et procédures assurant que les achats sont effectués à des prix adéquats, sont utilisées pour gérer ce type de risque, qui est encore atténué par l'existence d'engagements non rémunérés et la structure globale des avoirs et des engagements au bilan de la BCE. Le risque de taux d'intérêt lié aux titres acquis à des fins de politique monétaire a augmenté en 2015, principalement sous l'effet des achats au titre du PSPP. Le produit net d'intérêts total de la BCE devrait cependant être positif au cours des prochaines années, même dans la situation improbable d'une concrétisation de scénarios de risque de taux d'intérêt extrêmement défavorables.

4.1.3 Risque de liquidité

Étant donné le rôle de l'euro comme monnaie de réserve majeure, le rôle de la BCE en tant que banque centrale et la structure de ses avoirs et engagements, la principale exposition de la BCE au risque de liquidité provient de ses réserves de change puisque de grandes quantités de ces avoirs sont susceptibles de devoir être liquidées rapidement dans le cadre d'interventions de change. Pour gérer ce risque, l'allocation des actifs et les limites garantissent un placement d'une part suffisamment large des avoirs de la BCE dans des actifs pouvant être rapidement liquidés sans incidence notable sur le prix.

Le profil de risque de liquidité des portefeuilles de la BCE est demeuré globalement stable en 2015.

4.2 Risque opérationnel

Les visées principales du cadre de gestion des risques opérationnels de la BCE (operational risk management, ORM) sont (a) de contribuer à ce que la BCE

⁸ La durée modifiée est une mesure de la sensibilité de la valeur des portefeuilles aux variations parallèles des courbes de rendement.

remplisse sa mission et atteigne ses objectifs et (b) de protéger sa réputation et ses autres actifs contre le risque de perte, d'utilisation abusive et de dommages.

Dans le cadre ORM, chaque entité organisationnelle est responsable de l'identification, de l'évaluation, de la déclaration et du suivi des risques et des contrôles opérationnels ainsi que des réponses à y apporter. Les entités organisationnelles exerçant des fonctions transversales assurent certains contrôles au niveau de toute la Banque. Dans ce contexte, la politique de tolérance au risque de la BCE fournit des orientations sur les stratégies de traitement et sur les procédures d'acceptation des risques. Elle est liée à une matrice des risques fondée sur les échelles de la BCE de classification de l'incidence et de la probabilité des risques (qui reposent sur des critères à la fois quantitatifs et qualitatifs).

La fonction ORM/BCM est responsable du suivi des cadres ORM et BCM (business continuity management, gestion de la continuité opérationnelle) et fournit une assistance méthodologique aux responsables du risque et des contrôles dans le cadre des activités ORM et BCM. Elle adresse en outre des rapports annuels et ad hoc sur les risques opérationnels au Comité ORC et au Directoire, et assiste les organes de décision dans leur rôle de surveillance concernant la gestion des risques et des contrôles opérationnels de la BCE. Elle coordonne et met en œuvre le programme BCM, effectue régulièrement des tests de continuité opérationnelle et examine les dispositifs de continuité opérationnelle pour les opérations urgentes de la BCE, et elle assiste l'équipe de gestion des crises, notamment ses structures d'appui et les différentes entités organisationnelles en cas de graves perturbation de l'activité.

5 Ressources financières

Capital

Du fait de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie au 1er janvier 2015, le Lietuvos bankas a versé un montant de 43 millions d'euros à cette date. À la suite de ce versement, le capital libéré de la BCE s'établissait à 7,740 milliards d'euros au 31 décembre 2015. La note 15.1 « Capital » des comptes annuels fournit des informations détaillées sur le capital de la BCE.

Provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or

Eu égard à son exposition considérable aux risques financiers décrite dans la section 4, la BCE maintient une provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or. Le montant et l'adéquation de cette provision sont revus chaque année, en fonction d'une série de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux

risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de Value at Risk (VaR) sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers. Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2014, cette provision s'élevait à 7,575 milliards d'euros. Le Lietuvos bankas a contribué à hauteur de 45 millions d'euros à cette provision à compter du 1^{er} janvier 2015, la portant à 7,620 milliards d'euros. Ce montant correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2015.

Comptes de réévaluation

Les plus-values latentes sur l'or, les devises et les titres soumis à une réévaluation de leurs prix ne sont pas comptabilisées comme des produits dans le compte de résultat, mais enregistrées directement dans des comptes de réévaluation figurant au passif du bilan de la BCE. Ces soldes peuvent être utilisés pour absorber les retombées de toute évolution future défavorable des prix et/ou des taux de change et constituent à ce titre une réserve financière qui renforce la capacité de résistance de la BCE face aux risques sous-jacents.

Le montant total des comptes de réévaluation pour l'or, les devises et les titres s'élevait à 25,0 milliards d'euros⁹ à fin décembre 2015, contre 20,2 milliards en 2014. Des informations complémentaires figurent dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et dans la note 14 « Comptes de réévaluation » de l'Annexe au bilan.

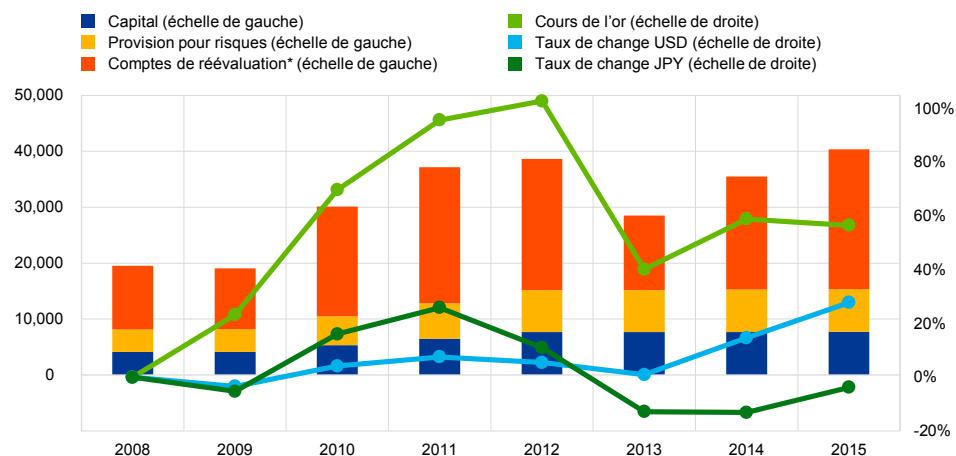
Le graphique 1 présente l'évolution des ressources financières de la BCE mentionnées ci-dessus ainsi que des principaux taux de change et du prix du pétrole au cours de la période 2008-2015. Pendant cette période, (a) le capital libéré de la BCE a pratiquement doublé, essentiellement en raison de la décision prise par le Conseil des gouverneurs en 2010 d'augmenter le capital souscrit ; (b) la provision pour risques a progressé jusqu'à un montant égal au capital libéré par les BCN de la zone euro ; et (c) les comptes de réévaluation ont affiché un fort degré de volatilité, principalement dû aux variations des taux de change et du prix de l'or.

⁹ En outre, le poste du bilan « Comptes de réévaluation » comprend le réajustement concernant les avantages postérieurs à l'emploi.

Graphique 1

Les ressources financières de la BCE, les principaux taux de change et le prix de l'or¹⁰ au cours de la période 2008-2015

(en millions d'euros ; variations en pourcentage par rapport à 2008)



* Y compris les plus-values de réévaluation totales sur les avoirs en or, les devises et les titres.
Source : BCE.

6 Incidence d'activités essentielles sur les états financiers

Le tableau ci-dessous fournit une vue d'ensemble des principales opérations et fonctions de la BCE dans la réalisation de son mandat et leur incidence sur les états financiers de la BCE.

¹⁰ Les variations des principaux taux de change et du prix de l'or sont présentées en pourcentage par rapport aux taux et prix de 2008.

Opération/fonction	Incidence sur les comptes annuels de la BCE
Opérations de politique monétaire	Les opérations conventionnelles de politique monétaire sont mises en œuvre de façon décentralisée par les BCN de l'Eurosystème. Ces opérations n'ont donc pas d'incidence directe sur les comptes annuels de la BCE.
Titres détenus à des fins de politique monétaire (CBPP, SMP, ABSPP, PSPP)	Les titres achetés par la BCE sont comptabilisés dans les « Titres détenus à des fins de politique monétaire ». Les avoirs au titre de ces portefeuilles sont comptabilisés au coût amorti, un test de dépréciation étant mené au moins une fois par an. Les coupons courus et l'amortissement des décotes et des primes sont portés au compte de résultat ¹¹ .
Activités de placement (gestion des réserves de change et des fonds propres)	Les réserves de change de la BCE sont présentées au bilan ¹² ou enregistrées dans des comptes hors bilan jusqu'à la date de règlement. 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 l'amortissement des décotes et des primes, est porté au compte de résultat ¹³ . Les moins-values latentes sur les prix et cours de change supérieures aux plus-values latentes enregistrées précédemment ainsi que les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de titres sont également portées au compte de résultat ¹⁴ , alors que les plus-values latentes sont enregistrées au bilan dans la rubrique « Comptes de réévaluation ».
Systèmes de paiement (TARGET2)	Les soldes intra-Eurosystème des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE constitués lors de l'utilisation de TARGET2 sont présentés dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif. La rémunération de ces soldes est incluse dans le compte de résultat sous les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts ».
Billets en circulation	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 nouveaux billets, 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 supportés de façon centralisée par la BCE. Ces dépenses sont présentées dans le compte de résultat sous la rubrique « Service de production des billets ».
Supervision bancaire	Les coûts annuels de la BCE relatifs à ses missions de surveillance prudentielle sont recouverts grâce aux redevances annuelles de surveillance prudentielle perçues auprès des entités soumises à la supervision. Les redevances prudentielles sont comptabilisées dans le compte de résultat sous la rubrique « Revenus nets de commissions ».

¹¹ Comptabilisés dans les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts ».

¹² Essentiellement comptabilisées dans les rubriques « Avoirs et créances en or », « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro » et « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro ».

¹³ Le revenu tiré des réserves de change de la BCE est présenté sous « Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserves en devises », alors que le revenu et les charges d'intérêts liés à ses fonds propres figurent dans les rubriques « Autres produits d'intérêts » et « Autres charges d'intérêts ».

¹⁴ Respectivement dans les rubriques « Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change » et « Plus/moins-values réalisées sur opérations financières ».

Résultats financiers en 2015

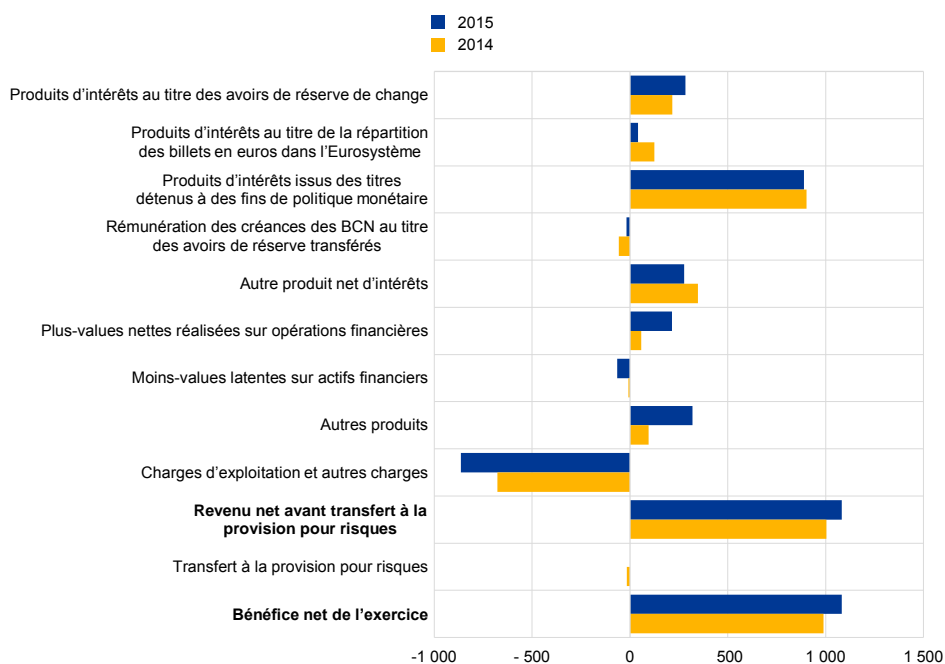
En 2015, le bénéfice net de la BCE s'est élevé à 1 082 millions d'euros, contre 989 millions d'euros en 2014.

Le graphique 2 présente les différents postes du compte de résultat pour 2015, comparés avec l'année 2014.

Graphique 2

Ventilation du compte de résultat de la BCE pour 2015 et 2014

(en millions d'euros)



Source : BCE.

Faits marquants

- En 2015, le produit net d'intérêts est revenu à 1,475 milliard d'euros, contre 1,536 milliard en 2014. Cette baisse s'explique notamment par un recul du produit d'intérêts issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation, en raison du taux moyen plus bas sur les opérations principales de refinancement, et par une diminution du produit d'intérêts tiré du portefeuille de fonds propres. Les effets de ces facteurs n'ont été que partiellement compensés par (a) la hausse du produit d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change, à la suite tant de l'appréciation du dollar par rapport à l'euro que de l'augmentation du produit d'intérêts sur le portefeuille de titres libellés en dollars ; et (b) la baisse de la charge d'intérêts sur les créances des BCN de la zone euro au titre de leurs avoirs de réserve transférés à la BCE.

- Le produit d'intérêts sur les titres acquis à des fins de politique monétaire s'est faiblement réduit, revenant de 903 millions d'euros en 2014 à 890 millions d'euros en 2015. Le recul du produit d'intérêts lié à l'arrivée à échéance de titres acquis dans le cadre du SMP et des premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées a été presque entièrement compensé par les intérêts perçus au titre du programme étendu d'achats d'actifs¹⁵.
- Les moins-values latentes sur les actifs financiers ont augmenté de 56 millions d'euros, à 64 millions d'euros, en 2015, principalement sous l'effet de la baisse globale du prix de marché des titres détenus dans le portefeuille en dollars.
- Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 677 millions d'euros en 2014 à 864 millions d'euros en 2015. Cette hausse tient essentiellement au début de l'amortissement du bâtiment principal de la BCE et à la progression des coûts liés au mécanisme de surveillance unique (MSU). Toutefois, si la BCE n'avait recouvré les coûts engendrés par le MSU à travers les redevances facturées aux entités soumises à la surveillance prudentielle que pour novembre et décembre en 2014, la totalité de ces coûts ont été couverts par ces redevances en 2015. Dès lors, les autres revenus sont passés en 2015 à 320 millions d'euros, contre 96 millions d'euros en 2014.

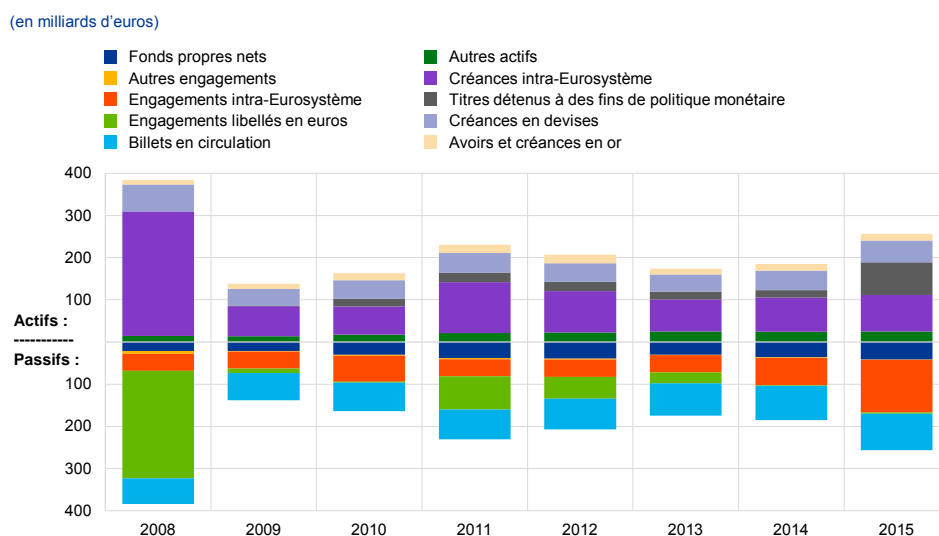
8 Évolution à long terme des états financiers de la BCE

Les graphiques 3 et 4 présentent l'évolution du bilan et du compte de résultat de la BCE, et de leurs composantes, au cours de la période 2008-2015.

¹⁵ Le programme étendu d'achats d'actifs (APP) comprend le CBPP3, l'ABSPP et le PSPP. Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles [sur le site Internet de la BCE](#) à l'adresse suivante :

Graphique 3

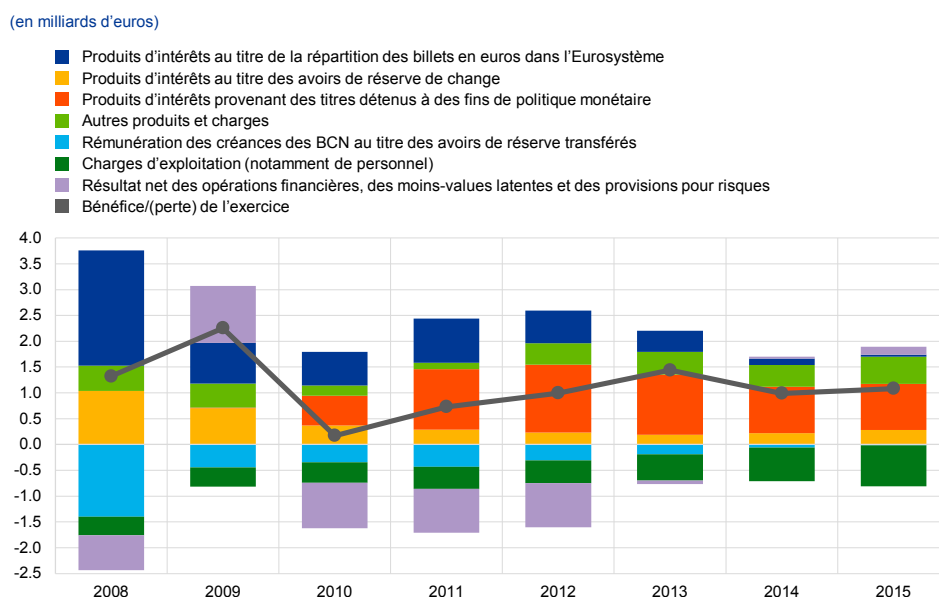
Évolution du bilan de la BCE (2008-2015)¹⁶



Source : BCE.

Graphique 4

Évolution du compte de résultat de la BCE (2008-2015)



Source : BCE.

La contraction du bilan de la BCE par rapport à 2008 a surtout résulté de l'amélioration des conditions de financement en dollars pour les contreparties de l'Eurosystème et de la réduction progressive qui s'en est suivie des opérations d'apport de liquidité en dollars proposées par l'Eurosystème. Cette évolution s'est

¹⁶ Le graphique montre des valeurs en fin d'année.

traduite par une diminution des créances de la BCE au sein de l'Eurosystème et de ses engagements libellés en euros. Au quatrième trimestre 2014, cependant, le bilan de la BCE a recommencé à croître avec les achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs dans le cadre du CBPP3 et de l'ABSPP. Cette expansion du bilan s'est poursuivie en 2015 sous l'effet des achats de titres émis par les administrations centrales des pays de la zone euro à la suite de l'introduction du PSPP. Ces achats de titres, à travers l'ensemble de ces programmes, ont été réglés via des comptes TARGET2 et ont donc résulté en une hausse correspondante des engagements intra-Eurosystème de la BCE.

Le bénéfice net de la BCE sur la même période a été influencé par les facteurs suivants.

- Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a baissé, ce qui a réduit considérablement le revenu de seigniorage de la BCE. Le taux moyen, en 2015, a été de 0,05%, contre 4 % en 2008, le produit d'intérêts sur les billets en circulation diminuant donc de 2,2 milliards d'euros en 2008 à 0,04 milliard en 2015.
- Des transferts ont été opérés à la provision générale pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, particulièrement en 2010-2012. Au cours de cette période, un montant cumulé de 3,5 milliards d'euros a été transféré à la provision pour risques, réduisant le bénéfice déclaré du même montant.
- Les revenus d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change ont diminué progressivement, de 1,0 milliard d'euros en 2008 à 0,2 milliard en 2013, principalement sous l'effet de la baisse des rendements en dollars et de la réduction qui en a résulté des revenus d'intérêts tirés du portefeuille en dollars. Cette tendance a toutefois été inversée ces deux dernières années et, en 2015, ces revenus se sont élevés à 0,3 milliard d'euros.
- Les titres acquis en vertu des programmes d'achats d'actifs ont produit, en moyenne, 54 % des revenus nets d'intérêts totaux de la BCE ces six dernières années.
- La mise en place et le lancement des opérations du MSU au cours des deux années écoulées ont contribué à une forte hausse des charges d'exploitation, notamment de personnel. Les coûts liés au MSU ont cependant été couverts depuis novembre 2014 par les redevances facturées aux entités soumises à la surveillance prudentielle.

États financiers de la BCE

Bilan au 31 décembre 2015

ACTIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2015 euros	2014 euros
Avoirs et créances en or	1	15 794 976 324	15 980 317 601
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI	2.1	714 825 534	669 336 060
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2.2	49 030 207 257	43 730 904 005
		49 745 032 791	44 400 240 065
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2.2	1 862 714 832	1 783 727 949
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	3	52 711 983	2 120 620
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	4		
Titres détenus à des fins de politique monétaire	4.1	77 808 651 858	17 787 948 367
Créances intra-Eurosystème	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème	5.1	86 674 472 505	81 322 848 550
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles et incorporelles	6.1	1 263 646 830	1 249 596 659
Autres actifs financiers	6.2	20 423 917 583	20 626 359 858
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	6.3	518 960 866	319 624 726
Produits à recevoir et charges constatées d'avance	6.4	1 320 068 350	725 224 031
Divers	6.5	1 180 224 603	1 092 627 246
		24 706 818 232	24 013 432 520
Total de l'actif		256 645 378 525	185 290 635 672

PASSIF	Numéro de rubrique de l'annexe	2015 euros	2014 euros
Billets en circulation	7	86 674 472 505	81 322 848 550
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8		
Autres engagements	8.1	1 026 000 000	1 020 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	2 330 804 192	900 216 447
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements	10.1	0	458 168 063
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change	11.1	40 792 608 418	40 553 154 708
Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)	11.2	83 083 520 309	23 579 372 965
		123 876 128 727	64 132 527 673
Autres engagements	12		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	12.1	392 788 148	178 633 615
Charges à payer et produits constatés d'avance	12.2	95 543 989	96 191 651
Divers	12.3	891 555 907	869 549 503
		1 379 888 044	1 144 374 769
Provisions	13	7 703 394 185	7 688 997 634
Comptes de réévaluation	14	24 832 823 174	19 937 644 696
Capital et réserves	15		
Capital	15.1	7 740 076 935	7 697 025 340
Bénéfice de l'exercice		1 081 790 763	988 832 500
Total du passif		256 645 378 525	185 290 635 672

Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2015

	Numéro de rubrique de l'annexe	2015 euros	2014 euros
Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change	22.1	283 205 941	217 003 159
Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	22.2	41 991 105	125 806 228
Autres produits d'intérêts	22.4	2 168 804 955	2 512 243 088
<i>Produits d'intérêts</i>		<i>2 494 002 001</i>	<i>2 855 052 475</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	22.3	(17 576 514)	(57 015 146)
Autres charges d'intérêts	22.4	(1 001 272 846)	(1 262 336 836)
<i>Charges d'intérêts</i>		<i>(1 018 849 360)</i>	<i>(1 319 351 982)</i>
Produits nets d'intérêts	22	1 475 152 641	1 535 700 493
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	23	214 433 730	57 260 415
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	24	(64 053 217)	(7 863 293)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or		0	(15 009 843)
Résultat net des opérations financières, des moins-values latentes et des provisions pour risques		150 380 513	34 387 279
Produits/charges nets de commissions	25, 26	268 332 261	28 158 654
Produits des actions et des titres de participation	27	908 109	780 935
Autres produits	28	51 023 378	67 253 502
Total des produits nets		1 945 796 902	1 666 280 863
Charges de personnel	29	(440 844 142)	(301 142 390)
Autres charges d'exploitation	30	(351 014 617)	(353 579 537)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(64 017 361)	(15 312 728)
Service de production des billets	31	(8 130 019)	(7 413 708)
Bénéfice de l'exercice		1 081 790 763	988 832 500

Francfort-sur-le-Main, le 9 février 2016

Banque centrale européenne

Mario Draghi
président

Les règles et méthodes comptables¹⁷

La forme et la présentation des états financiers

Les états financiers de la BCE ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables¹⁸, que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

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 perte économique futur(e) bénéficiera à ou sera supportée par la BCE, que l'essentiel des risques et avantages associés à l'actif ou au passif a été transféré à la BCE, et que le coût ou la valeur de l'actif ou le montant de la dette peut être mesuré de manière fiable.

La base comptable

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables (autres que ceux détenus à des fins de politique monétaire), l'or ainsi que l'ensemble des autres éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan.

Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

À l'exception des transactions sur titres au comptant, les opérations sur instruments financiers libellés en devises sont enregistrées sur des comptes hors bilan à la date d'opération. À la date de règlement, les inscriptions hors bilan sont contre-passées

¹⁷ Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées de manière détaillée dans la décision BCE/2010/21 du 11 novembre 2010, JO L 35 du 9.2.2011, p. 1. Cette décision a été modifiée pour la dernière fois par la décision BCE/2015/26 du 2 juillet 2015, JO L 193 du 21.7.2015, p. 134.

¹⁸ Ces règles et méthodes comptables sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

et les opérations sont enregistrées dans les comptes de bilan. Les achats et ventes de devises influent sur la position nette en devises à la date d'opération et les plus values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à cette date. Les intérêts, primes et décotes courus relatifs aux instruments financiers libellés en devises sont calculés et comptabilisés quotidiennement. Ainsi, la position en devises est également modifiée quotidiennement lorsque ces intérêts courus sont comptabilisés.

Les actifs et passifs en or et devises

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments financiers inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. 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 2015, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2015.

Le droit de tirage spécial (DTS) est défini comme un panier de devises. Pour la réévaluation des avoirs en DTS de la BCE, la valeur du DTS a été calculée comme la somme pondérée des taux de change en euros de quatre devises majeures (dollar des États-Unis, euro, yen et livre sterling) au 31 décembre 2015.

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 2015, les prix moyens

du marché au 30 décembre 2015 ont été utilisés. Les actions non liquides sont valorisées 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 dus¹⁹. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède, à la fin de l'exercice, les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Ces moins-values latentes sur un titre ou une devise spécifique ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises ou sur l'or. Dans le cas d'une telle moins-value latente sur un poste du bilan porté 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 assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie contractuelle résiduelle de la ligne de titres concernée.

Les opérations de cession temporaire

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

¹⁹ Un seuil minimum de 100 000 euros s'applique aux charges et provisions d'exploitation.

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 automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie sous la forme d'espèces placées sur un compte de la BCE. En 2015, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme pour de telles opérations.

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, de la date 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'UE et réglés en monnaie de banque centrale. La plus grande partie de ces transactions sont effectuées par des entités privées (établissements de crédit, entreprises ou particuliers). Elles sont réglées via le système TARGET2 (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes TARGET2 des banques centrales de l'UE. Ces soldes bilatéraux font l'objet d'une compensation avant d'être affectés, quotidiennement, à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC. Les soldes intra-Eurosystème des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE constitués lors de l'utilisation de TARGET2 ainsi que les autres soldes intra-Eurosystème libellés en euros (comme les acomptes sur dividendes versés aux BCN) sont présentés dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif et figurent dans la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (nettes) » ou « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) ». Les soldes intra-SEBC des BCN hors zone euro vis-à-vis de la BCE, qui découlent de leur participation à TARGET2²⁰, figurent dans le poste « 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 le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les soldes intra-Eurosystème résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE par les BCN rejoignant l'Eurosystème sont libellés en euros et enregistrés sous la rubrique « Engagements au titre du transfert de réserves de change ».

Le traitement des immobilisations

Les immobilisations, dont les actifs incorporels à l'exception des terrains et des œuvres d'art, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains et les œuvres d'art sont enregistrés à leur coût d'acquisition. Concernant l'amortissement du bâtiment principal de la BCE, les coûts sont affectés aux composantes appropriées, qui sont amorties conformément à l'estimation de la durée de vie de ces actifs. La méthode de calcul employée est celle de l'amortissement linéaire, qui s'étale sur la durée de vie estimée des actifs partant du

²⁰ Au 31 décembre 2015, les BCN hors zone euro participant à TARGET2 étaient les suivantes : Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski et Banca Națională a României.

trimestre qui suit le début de l'utilisation. Les durées de vie appliquées aux principales catégories d'actifs sont les suivantes :

Bâtiments	20, 25 ou 50 ans
Équipements	10 ou 15 ans
Matériel technique	4, 10 ou 15 ans
Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Mobilier	10 ans

La période d'amortissement des dépenses immobilisées liées aux locaux loués actuellement par la BCE est corrigée afin de prendre en compte les événements qui ont une incidence sur la durée de vie estimée de l'actif correspondant.

Les immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros sont passées en totalité en charge l'année de leur acquisition.

Les immobilisations conformes aux critères d'immobilisation mais qui sont encore en cours de construction ou de développement sont enregistrées sous la rubrique « Immobilisations en cours ». Les coûts qui y sont liés sont répartis entre les différents comptes d'immobilisations corporelles une fois que les actifs peuvent être utilisés.

Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme

La BCE met en œuvre des plans à prestations définies pour ses employés et les membres du Directoire ainsi que pour les membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE.

Le plan de retraite des employés est financé par des actifs détenus dans un fonds de retraite à long terme. Les cotisations obligatoires versées par la BCE et les employés s'élèvent à respectivement 19,5 % et 6,7 % du salaire de base et figurent au titre du régime à prestations définies. Les membres du personnel peuvent effectuer des versements supplémentaires, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies donnant droit à des prestations complémentaires²¹. 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

²¹ Les fonds accumulés par un membre du personnel à travers des versements volontaires peuvent être utilisés au moment de la retraite pour acheter des droits à pension supplémentaires. Ceux-ci sont inclus dans l'obligation au titre des prestations définies à compter de cette date.

et à d'autres avantages à long terme ne sont pas financées par un mécanisme spécifique.

Engagement net au titre du régime à prestations définies

L'élément figurant au passif du bilan sous la rubrique « Autres engagements » au titre des plans à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, diminuée de la juste valeur des actifs de fonds de pension servant à financer ces engagements.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est calculée par actualisation des flux de trésorerie futurs estimés, à l'aide d'un taux déterminé par référence aux rendements de marché, à la date de clôture du bilan, d'obligations libellées en euros d'entreprises de première catégorie, assorties d'une échéance proche de celle des obligations au titre des retraites.

Des écarts actuariels peuvent apparaître en raison d'un ajustement en fonction de l'expérience (lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

Coût net au titre du régime à prestations définies

Le coût net au titre du régime à prestations définies est enregistré, d'une part, dans le compte de résultat et, d'autre part, au bilan sous la rubrique « Comptes de réévaluation » qui comptabilise le rajustement de l'engagement net au titre des avantages postérieurs à l'emploi.

Le montant net imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations définies ;
- (b) le coût financier net au taux d'actualisation de l'engagement net au titre des prestations définies ;
- (c) le rajustement au titre des autres prestations à long terme, dans leur intégralité.

Le montant net figurant sous la rubrique « Comptes de réévaluation » englobe les éléments suivants :

- (a) les écarts actuariels enregistrés au titre des prestations définies ;
- (b) le rendement réel des actifs du régime, à l'exclusion des montants pris en compte dans le calcul des intérêts nets sur le passif net au titre des prestations définies ;

- (c) toute variation de l'effet du plafond de l'actif, à l'exclusion des montants pris en compte dans le calcul des intérêts nets sur le passif net au titre des prestations définies.

Ces prestations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

Billets en circulation

La BCE et les BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent les billets de banque en euros²². 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 billets²³.

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 rémunérées²⁴, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus, dans le compte de résultat, sous la rubrique « Produits d'intérêt 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 dû aux BCN de la zone euro au cours de l'exercice où ils sont dégagés. Sauf s'il en est décidé autrement par le Conseil des gouverneurs, la BCE distribue ce montant en janvier de l'année suivante sous la forme d'un acompte sur dividendes²⁵. 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

²² Décision BCE/2010/29 du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte), JO L 35 du 9.2.2011, p. 26, modifiée.

²³ 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.

²⁴ Décision BCE/2010/23 du 25 novembre 2010 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro (refonte), JO L 35 du 9.2.2011, p. 17, modifiée.

²⁵ Décision (UE) n° 2015/298 de la BCE du 15 décembre 2014 concernant la distribution provisoire du revenu de la BCE (refonte) (BCE/2014/57), JO L 53 du 25.2.2015, p. 24, modifiée.

crédit et de variation du cours de l'or. Le Conseil des gouverneurs peut également décider d'imputer les charges supportées par la BCE lors de l'émission et du traitement des billets en euros sur le revenu issu des billets en euros en circulation.

Questions diverses

La BCE étant une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet *Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2017.

Annexe au bilan

1 Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2015, la BCE détenait 16 229 522 onces²⁶ d'or fin (16 178 193 onces en 2014). Cette augmentation est attribuable au transfert par le Lietuvos bankas (Banque de Lituanie) à la BCE de 51 329 onces d'or fin²⁷ lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie. En dépit de la progression des avoirs en or de la BCE, la contre-valeur en euros a diminué en raison de la baisse du cours de l'or en 2015 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables ainsi que la note 14 « Comptes de réévaluation »).

2 Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro

2.1 Créances sur le FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2015. 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 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 progression de la contre-valeur en euros des avoirs en DTS de la BCE s'explique principalement par l'appréciation du DTS par rapport à l'euro en 2015.

²⁶ Correspondant à 504,8 tonnes.

²⁷ Le transfert, d'une valeur équivalente à 50,7 millions d'euros, a été effectué avec effet au 1^{er} janvier 2015.

2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ; et Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces deux rubriques sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises et de placements sous la forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens.

Créances sur des non-résidents de la zone euro	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Comptes courants	4 398 616 340	2 618 332 591	1 780 283 749
Dépôts sur le marché monétaire	1 666 345 182	1 035 952 558	630 392 624
Prises en pension	831 266 648	986 131 163	(154 864 515)
Titres	42 133 979 087	39 090 487 693	3 043 491 394
Total	49 030 207 257	43 730 904 005	5 299 303 252

Créances sur des résidents de la zone euro	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Comptes courants	953 098	4 035 172	(3 082 074)
Dépôts sur le marché monétaire	1 861 761 734	1 599 827 033	261 934 701
Prises en pension	0	179 865 744	(179 865 744)
Total	1 862 714 832	1 783 727 949	78 986 883

La progression de ces positions observée en 2015 s'explique principalement par l'appréciation du dollar EU et du yen par rapport à l'euro.

En outre, lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie avec effet au 1^{er} janvier 2015, le Lietuvos bankas a transféré à la BCE des avoirs de réserve libellés en dollars EU d'une valeur totale de 287,9 millions d'euros.

Au 31 décembre 2015, les avoirs nets en devises de la BCE libellés en dollars EU et en yens²⁸ étaient les suivants :

	2015 Devises en millions	2014 Devises en millions
Dollars EU	46 382	45 649
Yens	1 085 596	1 080 094

3 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Au 31 décembre 2015, ce poste était constitué des comptes courants auprès de résidents de la zone euro.

4 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

4.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire

Au 31 décembre 2015, cette rubrique comprenait les titres acquis par la BCE dans le cadre des trois programmes d'achats d'obligations sécurisées, du Programme pour les marchés de titres (SMP), du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP).

Les achats effectués au titre du premier programme d'achat d'obligations sécurisées se sont achevés le 30 juin 2010 et le deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées a pris fin le 31 octobre 2012. Le SMP a été arrêté le 6 septembre 2012.

En 2015, les achats d'actifs dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et du ABSPP ont été étendus pour inclure le PSPP²⁹. Les CBPP3, ABSPP et PSPP constituent ensemble le programme étendu d'achats d'actifs (APP)³⁰. Les achats mensuels cumulés au titre de l'APP réalisés par les BCN et la BCE s'élèvent à 60 milliards d'euros en moyenne et doivent être effectués jusque fin mars 2017, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

²⁸ 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 », « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro », « 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.

²⁹ Dans le cadre de ce programme, la BCE et les BCN peuvent acheter, sur le marché secondaire, des titres libellés en euros émis par des administrations centrales, régionales et locales, des agences reconnues situées dans la zone euro ainsi que des banques multilatérales de développement et des organisations internationales implantées dans la zone euro.

³⁰ Des informations supplémentaires sur l'APP sont disponibles [sur le site Internet de la BCE](#) à l'adresse suivante :

Les titres achetés dans le cadre des six programmes sont valorisés à leur prix d'acquisition amorti et soumis à dépréciation (cf. « Les titres » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les tests de dépréciation annuels sont réalisés, et approuvés par le Conseil des gouverneurs, à partir des montants recouvrables estimés en fin d'année. Sur la base du résultat des tests de dépréciation effectués en 2015, un seul indicateur de dépréciation, concernant le portefeuille SMP, s'est déclenché. Toutefois, cet indicateur n'a pas eu d'incidence sur les flux de trésorerie futurs devant être perçus par la BCE. Par conséquent, aucune perte pour dépréciation n'a été enregistrée en 2015.

Les prix d'acquisition amortis des titres détenus par la BCE ainsi que leurs valeurs de marché³¹ (qui ne sont pas comptabilisées au bilan ou dans le compte de résultat, mais qui sont fournies à des fins de comparaison), sont les suivants :

	2015 euros		2014 euros		Variation euros	
	Coût amorti	Valeur de marché	Coût amorti	Valeur de marché	Coût amorti	Valeur de marché
Premier programme d'achats d'obligations sécurisées	1 786 194 503	1 898 990 705	2 395 178 568	2 576 479 183	(608 984 065)	(677 488 478)
Deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées	933 230 549	1 013 540 352	1 249 397 951	1 367 880 767	(316 167 402)	(354 340 415)
Troisième programme d'achats d'obligations sécurisées	11 457 444 451	11 396 084 370	2 298 798 185	2 314 787 199	9 158 646 266	9 081 297 171
Programme pour les marchés de titres	8 872 443 668	10 045 312 608	10 100 343 269	11 247 795 991	(1 227 899 601)	(1 202 483 383)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	15 321 905 622	15 220 939 054	1 744 230 394	1 742 441 349	13 577 675 228	13 478 497 705
Programme d'achats de titres du secteur public	39 437 433 065	39 372 318 024	-	-	39 437 433 065	39 372 318 024
Total	77 808 651 858	78 947 185 113	17 787 948 367	19 249 384 489	60 020 703 491	59 697 800 624

La baisse des prix d'acquisition amortis des portefeuilles détenus dans le cadre a) des premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées et b) du SMP a été due aux remboursements.

Le Conseil des gouverneurs évalue, à intervalles réguliers, les risques financiers liés aux titres détenus dans le cadre de ces programmes.

5 Créances intra-Eurosystème

5.1 Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). La rémunération de ces créances est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement (cf. la note 22.2

³¹ Les valeurs de marché sont reprises à titre indicatif et sont tirées des cotations relevées sur les marchés. Lorsque ces cotations ne sont pas disponibles, les prix du marché sont estimés à partir des modèles internes de l'Eurosystème.

« 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 2015, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Coût			
Terrains et immeubles	1 027 242 937	997 154 850	30 088 087
Équipements	219 897 386	212 838 181	7 059 205
Matériels informatiques et logiciels	77 350 193	71 812 322	5 537 871
Matériel, mobilier et véhicules	92 000 437	82 854 876	9 145 561
Immobilisations en cours	244 590	16 163 065	(15 918 475)
Autres immobilisations	9 453 181	8 241 408	1 211 773
Coût total	1 426 188 724	1 389 064 702	37 124 022
Amortissement cumulé			
Terrains et immeubles	(79 468 891)	(88 477 513)	9 008 622
Équipements	(15 827 521)	(72 342)	(15 755 179)
Matériels informatiques et logiciels	(45 530 493)	(38 380 961)	(7 149 532)
Matériel, mobilier et véhicules	(20 831 615)	(11 908 686)	(8 922 929)
Autres immobilisations	(883 374)	(628 541)	(254 833)
Total amortissement cumulé	(162 541 894)	(139 468 043)	(23 073 851)
Valeur comptable nette	1 263 646 830	1 249 596 659	14 050 171

En novembre 2014, les nouveaux locaux de la BCE sont devenus utilisables. Dès lors, conformément aux règles et méthodes comptables de la BCE (cf. « Le traitement des immobilisations » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables), l'amortissement du nouveau bâtiment a pris cours en janvier 2015.

La diminution enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » est due principalement à la réalisation des immobilisations liées aux nouveaux locaux de la BCE, qui étaient encore en cours de développement au 31 décembre 2014, et aux transferts ultérieurs des coûts correspondants vers les différents comptes d'immobilisations corporelles en 2015. Ces transferts, ainsi que les autres travaux liés à la construction des nouveaux locaux de la BCE, se sont traduits par une augmentation du coût au titre de la catégorie « Terrains et immeubles » en 2015.

La diminution en 2015 de l'amortissement cumulé au titre de la catégorie « Terrains et immeubles » est attribuable à l'amortissement des dépenses immobilisées liées aux équipements qui n'étaient plus utilisés.

6.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE³² détenus au titre de la contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE ainsi que d'autres actifs financiers qui englobent les 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 :

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	30 000	4 684 410	(4 654 410)
Titres libellés en euros	19 192 975 459	19 091 635 302	101 340 157
Prises en pension en euros	1 188 997 789	1 488 138 078	(299 140 289)
Autres actifs financiers	41 914 335	41 902 068	12 267
Total	20 423 917 583	20 626 359 858	(202 442 275)

Le règlement, en 2015, des opérations de pension comptabilisées au 31 décembre 2014 (cf. la note 12.3 « Divers ») a contribué à la diminution globale de ce poste.

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 2015 (cf. la note 19 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les instruments de hors bilan » et « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les plus-values enregistrées sur l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 18 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

6.4 Produits à recevoir et charges constatées d'avance

En 2015, cette rubrique comprend les intérêts courus sur les coupons des titres, y compris les intérêts versés lors de l'acquisition, d'un montant de 1 186,6 millions d'euros (contre 603,9 millions en 2014) (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 »).

³² Les accords de pension conclus dans le cadre de la gestion du portefeuille de fonds propres sont enregistrés, au passif, sous la rubrique « Divers » (cf. la note 12.3 « Divers »).

Cette rubrique comprend également les intérêts courus sur les soldes TARGET2 pour décembre 2015, d'un montant de 33,2 millions (contre 25,5 millions en 2014), et les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), pour un montant de 10,8 millions d'euros (après 10,0 millions en 2014).

En outre, cette rubrique englobe a) des produits à recevoir sur des projets communs de l'Eurosystème (cf. note 28 « Autres revenus ») ; b) des produits au titre des intérêts courus sur d'autres actifs financiers ; et c) diverses provisions.

6.5 Divers

Cette rubrique recouvre principalement 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 envers l'Eurosystème (nets) »).

Elle inclut également les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au 31 décembre 2015 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 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

8.1 Autres engagements

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements qu'ils opèrent par l'intermédiaire du système TARGET2.

9 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Au 31 décembre 2015, cette rubrique était constituée d'un montant de 1,5 milliard d'euros (contre 0,9 milliard d'euros en 2014) comprenant les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales hors zone euro et provenant de, ou représentant la contrepartie d'opérations traitées par l'intermédiaire du système TARGET2. L'augmentation de ces soldes en 2015 est due aux paiements effectués par des résidents de la zone euro en faveur de non-résidents de la zone euro (cf. la note 11.2 « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) »).

Le reste de cette rubrique est constitué d'un montant de 0,8 milliard d'euros (contre 0 euro en 2014) résultant de la mise en place du dispositif permanent d'échange réciproque de devises avec le Système fédéral de réserve des États-Unis. Dans le cadre de ce dispositif, le Système fédéral de réserve fournit des dollars à la BCE par le biais d'opérations de *swap*, en vue d'offrir des financements à court terme libellés en dollars aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE engage parallèlement des opérations de *swap* adossées avec les BCN de la zone euro, lesquelles 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 »).

10 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

10.1 Dépôts, comptes et autres engagements

Au 31 décembre 2014, cette rubrique était composée d'engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des non-résidents de la zone euro dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

Aucun engagement correspondant n'était comptabilisé au 31 décembre 2015.

11 Engagements intra-Eurosystème

11.1 Engagements au titre du transfert de réserves de change

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles ont rejoint l'Eurosystème.

	Depuis le 1 ^{er} janvier 2015 euros	Au 31 décembre 2014 euros
Banque nationale de Belgique	1 435 910 943	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611	111 729 611
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	672 637 756	672 637 756
Banque de Grèce	1 178 260 606	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710	-
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904	728 096 904
Total	40 792 608 418	40 553 154 708

La créance du Lietuvos bankas a été fixée à 239 453 710 euros afin que le ratio entre le montant de cette créance et le montant total de la créance portée au crédit des autres BCN des États membres dont la monnaie est l'euro soit égal au ratio entre la pondération du Lietuvos bankas dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE et la pondération agrégée des autres BCN de la zone euro. La différence entre la créance et la valeur des avoirs transférés (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or » et 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 ») a été enregistrée comme une partie de la contribution du Lietuvos bankas, due en vertu de l'article 48.2 des statuts du SEBC, aux réserves et aux provisions équivalant à des réserves de la BCE existant en date du 31 décembre 2014 (cf. la note 13 « Provisions » et la note 14 « Comptes de réévaluation »).

La rémunération de ces engagements est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre de ses opérations principales de refinancement, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 22.3 « Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés »).

11.2 Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)

En 2015, cette rubrique comprend essentiellement les soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 par les BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives

aux règles et méthodes comptables). La progression nette de ce poste a résulté, essentiellement, d'achats de titres dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (cf. la note 4 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), qui ont été réglés *via* les comptes TARGET2. L'incidence de ces achats a été partiellement compensée par a) les remboursements de titres acquis dans le cadre du SMP et des deux premiers programmes d'achats d'obligations sécurisées, qui ont été également réglés *via* les comptes TARGET2, b) l'augmentation des montants liés aux opérations de *swap* adossées conduites avec des BCN en liaison avec les opérations d'apport de liquidité en dollars EU et c) le règlement au sein de TARGET2 des paiements effectués par des résidents de la zone euro en faveur de non-résidents de la zone euro (cf. la note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

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).

	2015 euros	2014 euros
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	812 734 808 529	612 892 597 646
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	(730 463 422 714)	(590 153 944 468)
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre des acomptes sur dividendes versés par la BCE	812 134 494	840 719 787
Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)	83 083 520 309	23 579 372 965

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 qui sont comptabilisées au 31 décembre 2015 (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 2015, ce poste comprenait les intérêts dus aux BCN pour l'ensemble de l'année 2015 au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées à la BCE (cf. la note 11.1 « Engagements au titre du transfert de réserves de change ») et les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN relatifs à TARGET2 pour le dernier mois de 2015. Ces montants ont été réglés en janvier 2016.

Cette rubrique englobait aussi a) un produit constaté d'avance en liaison avec le mécanisme de surveillance unique (cf. la note 26 « Produits et charges au titre des missions de surveillance prudentielle ») ; b) les charges d'exploitation ; et c) les intérêts courus sur les instruments financiers.

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Réserves de change transférées à la BCE	17 576 514	57 015 146	(39 438 632)
TARGET2	36 393 921	26 309 091	10 084 830
Autres charges constatées d'avance	41 573 554	12 867 414	28 706 140
Total	95 543 989	96 191 651	(647 662)

12.3 Divers

En 2015, cette rubrique comprend les soldes liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au 31 décembre 2015 (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).

Au 31 décembre 2014, cette rubrique recouvrait les engagements au titre des opérations de pension en cours, pour un montant de 150,1 millions d'euros, menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE. Aucune opération correspondante n'était comptabilisée au 31 décembre 2015.

*Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme*³³

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

³³ Dans tous les tableaux de cette note, les montants relatifs au Directoire et au conseil de surveillance prudentielle figurent dans les colonnes « Directoire et conseil ».

ainsi que des membres du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE, s'élevant à 385,5 millions d'euros (contre 459,7 millions d'euros en 2014).

Bilan

Les montants comptabilisés au bilan concernant les avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme en faveur des employés sont les suivants :

	2015 Personnel (millions d'euros)	2015 Directoire et conseil (millions d'euros)	2015 Total (millions d'euros)	2014 Personnel (millions d'euros)	2014 Directoire et conseil (millions d'euros)	2014 Total (millions d'euros)
Valeur actuelle de l'obligation	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6
Juste valeur des actifs du fonds	(755,3)	-	(755,3)	(651,9)	-	(651,9)
Engagement net au titre du régime à prestations définies figurant au bilan	361,4	24,1	385,5	435,2	24,5	459,7

En 2015, la valeur actuelle des obligations vis-à-vis des membres du personnel, à hauteur de 1 116,7 millions d'euros (1 087,1 millions d'euros en 2014), inclut des prestations non financées par un mécanisme spécifique, d'un montant de 155,9 millions d'euros (contre 170,3 millions d'euros en 2014) au titre des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites et d'autres prestations à long terme. Les dispositions relatives aux prestations postérieures à l'emploi et autres prestations à long terme en faveur des membres du Directoire et des membres du conseil de surveillance prudentielle ne sont pas non plus financées par un mécanisme spécifique.

Compte de résultat

Les montants enregistrés en 2015 dans le compte de résultat sont les suivants :

	2015 Personnel (millions d'euros)	2015 Directoire et conseil (millions d'euros)	2015 Total (millions d'euros)	2014 Personnel (millions d'euros)	2014 Directoire et conseil (millions d'euros)	2014 Total (millions d'euros)
Coût des services rendus	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Intérêt net sur l'engagement net au titre du régime à prestations définies	9,5	0,5	10,0	4,5	0,7	5,2
<i>dont :</i>						
<i>Frais liés aux obligations</i>	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
<i>Produit des actifs du fonds</i>	(13,4)	-	(13,4)	(20,6)	-	(20,6)
Rajustement (plus-values)/moins-values sur les autres prestations à long terme	2,6	(0,1)	2,5	7,8	0,3	8,1
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	132,1	2,3	134,4	54,0	2,2	56,2

Le coût des services rendus au cours de l'exercice s'est accru en 2015, à 121,9 millions d'euros (contre 42,9 millions d'euros en 2014), en raison de a) la

baisse du taux d'actualisation, de 3,75 % en 2013 à 2 % en 2014³⁴ ; et de b) la hausse du nombre moyen des participants au fonds en 2015.

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 :

	2015 Personnel	2015 Directoire et conseil	2015 Total	2014 Personnel	2014 Directoire et conseil	2014 Total
	(millions d'euros)	(millions d'euros)	(millions d'euros)	(millions d'euros)	(millions d'euros)	(millions d'euros)
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	1 087,1	24,5	1 111,6	650,6	17,8	668,4
Coût des services rendus	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Coût financier	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
Cotisations versées par les participants au fonds	21,7	0,2	21,9	14,0	0,1	14,1
Prestations servies	(7,5)	(0,8)	(8,3)	(7,1)	(0,8)	(7,9)
Rajustement (plus-values)/moins-values	(127,5)	(2,2)	(129,7)	362,8	5,5	368,3
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6

Les plus-values totales de rajustement, à hauteur de 129,7 millions d'euros en 2015, relatives à l'obligation au titre des prestations définies sont attribuables essentiellement à la hausse du taux d'actualisation, de 2,0 % en 2014 à 2,5 % en 2015. À titre de comparaison, des moins-values de rajustement avaient été enregistrées en 2014, à hauteur de 368,3 millions d'euros, en raison essentiellement de la baisse du taux d'actualisation, de 3,75 % en 2013 à 2,0 % en 2014.

La juste valeur des actifs du fonds au titre des prestations définies concernant les membres du personnel a enregistré les variations suivantes en 2015 :

	2015 millions d'euros	2014 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	651,9	536,5
Produits d'intérêts des actifs du fonds	13,4	20,6
Plus-values de rajustement	26,8	49,7
Cotisations versées par l'employeur	46,9	36,4
Cotisations versées par les participants au fonds	21,7	14,0
Prestations servies	(5,4)	(5,3)
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	755,3	651,9

Les plus-values de rajustement sur les actifs du fonds enregistrées en 2014 et 2015 s'expliquent par le fait que les rendements actuariels des fonds de placement ont été plus élevés que le produit d'intérêts estimé des actifs du fonds.

³⁴ Le coût des services rendus est estimé à partir du taux d'actualisation utilisé l'année précédente.

L'augmentation des cotisations versées en 2015 à la fois par la BCE et par les participants au fonds s'explique principalement par la progression du nombre des participants au fonds au cours de l'année (cf. la note 29 « Charges de personnel »).

Les résultats des rajustements (cf. la note 14 « Comptes de réévaluation ») ont enregistré les variations suivantes en 2015 :

	2015 millions d'euros	2014 millions d'euros
Plus-values/(moins-values) de rajustement en début d'exercice	(305,6)	4,8
Contributions des BCN adhérent à l'Eurosystème ³⁵	(1,8)	0,0
Plus-values sur les actifs du fonds	26,8	49,7
Plus-values/(moins-values) sur l'obligation	129,7	(368,3)
Moins-values/(plus-values) comptabilisées au compte de résultat	2,5	8,1
Moins-values de rajustement figurant sous la rubrique « Comptes de réévaluation » à la clôture de l'exercice³⁶	(148,4)	(305,6)

Principales hypothèses

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière. Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements au titre du régime de prestations sont présentées ci-après.

	2015 %	2014 %
Taux d'actualisation	2,50	2,00
Taux de rendement attendu des actifs du fonds ³⁷	3,50	3,00
Hausses générales futures des salaires ³⁸	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites ³⁹	1,40	1,40

En outre, les membres du personnel ont effectué des versements supplémentaires, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies, qui se sont élevés en 2015 à 123,3 millions d'euros (110,6 millions d'euros en 2014). Ces contributions sont investies dans les actifs du fonds, mais donnent également lieu à une obligation correspondante de valeur égale.

³⁵ Lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie, le Lietuvos bankas a contribué aux soldes de l'ensemble des comptes de réévaluation de la BCE. Les moins-values des rajustements comptabilisées et comprises dans les comptes de réévaluation au 31 décembre 2014 se sont traduites par une réduction des contributions versées par le Lietuvos bankas.

³⁶ La somme des composantes peut ne pas être égale au total, en raison des écarts d'arrondis.

³⁷ 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.

³⁸ 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.

³⁹ 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.

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 financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values non couvertes par les comptes de réévaluation. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition à ces risques et compte tenu d'un certain nombre de facteurs. Le cumul de ce montant avec ceux détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie, le Lietuvos bankas a contribué à hauteur de 44 728 929 euros à la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or avec effet au 1^{er} janvier 2015⁴⁰, portant son montant à 7 619 884 851 euros. À la suite de l'augmentation du capital libéré de la BCE en 2015 (cf. la note 15 « Capital et réserves »), ce montant correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2015.

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 réajustement de l'engagement net au titre du régime à prestations définies concernant les avantages postérieurs à l'emploi (cf. « Les plans de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 12.3 « Divers »).

⁴⁰ Cette contribution a été versée conformément à l'article 48.2 des statuts du SEBC.

Lors de l'adoption de la monnaie unique par la Lituanie, le Lietuvos bankas a contribué à hauteur de 117,7 millions à ces comptes avec effet au 1^{er} janvier 2015.

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Or	11 900 595 095	12 065 394 836	(164 799 741)
Devises	12 272 562 352	7 046 435 041	5 226 127 311
Titres et autres instruments	808 078 836	1 131 424 399	(323 345 563)
Engagement net au titre des avantages postérieurs à l'emploi	(148 413 109)	(305 609 580)	157 196 471
Total	24 832 823 174	19 937 644 696	4 895 178 478

La progression du montant des comptes de réévaluation s'explique essentiellement par la dépréciation de l'euro par rapport au dollar EU et au yen en 2015.

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2015	2014
Dollar pour 1 euro	1,0887	1,2141
Yens pour 1 euro	131,07	145,23
Euro pour 1 DTS	1,2728	1,1924
Euros par once d'or fin	973,225	987,769

15 Capital et réserves

15.1 Capital

La Lituanie a adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2015. Conformément à l'article 48.1 des statuts du SEBC, le Lietuvos bankas a versé un montant de 43 051 594 euros au 1^{er} janvier 2015⁴¹, représentant le reliquat de sa contribution au capital de la BCE. En conséquence, le capital libéré de la BCE est passé de 7 697 025 340 euros le 31 décembre 2014 à 7 740 076 935 le 1^{er} janvier 2015, comme il ressort du tableau⁴².

⁴¹ Décision (UE) 2015/287 de la BCE du 31 décembre 2014 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par le Lietuvos bankas (BCE/2014/61), JO L 50, 21.2.2015, p. 44.

⁴² Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. En conséquence, la somme des totaux et des sous-totaux indiqués dans le tableau peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

	Clé de répartition du capital à compter du 1 ^{er} janvier 2015 (en %)	Capital libéré à compter du 1 ^{er} janvier 2015 euros	Clé de répartition du capital au 31 décembre 2014 (en %)	Capital libéré au 31 décembre 2014 euros
Banque nationale de Belgique	2,4778	268 222 025	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614	0,1928	20 870 614
Central Bank of Ireland/Banc Ceannais na hÉireann	1,1607	125 645 857	1,1607	125 645 857
Banque de Grèce	2,0332	220 094 044	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929	-	-
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389	1,2564	136 005 389
Sous-total pour les BCN de la zone euro	70,3915	7 619 884 851	69,9783	7 575 155 922
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8590	3 487 005	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963	0,6023	2 444 963
Lietuvos bankas	-	-	0,4132	1 677 335
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124	2,6024	10 564 124
Sveriges Riksbank	2,2729	9 226 559	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148	13,6743	55 509 148
Sous-total pour les BCN hors zone euro	29,6085	120 192 083	30,0217	121 869 418
Total	100,0000	7 740 076 935	100,0000	7 697 025 340

Les BCN hors zone euro sont tenues de libérer 3,75 % du montant de leur capital souscrit à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE. À fin 2015, cette contribution s'élevait, au total, à 120 192 083 euros. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Instruments de hors bilan

16 Programme automatisé de prêt de titres

Pour la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatisé de gestion de prêts de titres. Aux termes de cet accord, un intermédiaire spécialement désigné à cet effet est chargé de conduire des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties désignées reconnues comme éligibles.

En outre, conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs, la BCE a mis à disposition, à des fins de prêt, ses portefeuilles de titres acquis dans le cadre des premier, deuxième et troisième programmes d'achats d'obligations sécurisées ainsi que ses avoirs en titres acquis en vertu du PSPP et ceux achetés dans le cadre du SMP qui sont également éligibles pour le PSPP.

Du fait des dispositifs de prêt de titres de la BCE, il subsistait au 31 décembre 2015 des opérations de cession temporaire pour un montant de 4,5 milliards d'euros (4,8 milliards en 2014). Sur ce montant, 0,3 milliard d'euros (0 euro en 2014) était lié aux prêts de titres détenus à des fins de politique monétaire.

17 Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt

Au 31 décembre 2015, l'encours des transactions en devises, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	2015 Montant du contrat euros	2014 Montant du contrat euros	Variation euros
Achats	694 406 172	911 374 681	(216 968 509)
Ventes	690 554 100	1 001 647 311	(311 093 211)

Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

18 Swaps de taux d'intérêt

Au 31 décembre 2015, l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, représentait une valeur notionnelle de 274,5 millions d'euros (270,8 millions en 2014). 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 2015, 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 transactions, qui étaient comptabilisés au 31 décembre 2015 et devant être réglés en 2016, sont présentés aux taux de marché relevés en fin d'année :

Opérations de <i>swap</i> de change et de change à terme	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Créances	2 467 131 004	1 899 819 430	567 311 574
Engagements	2 484 517 472	1 777 894 537	706 622 935

Opérations d'apport de liquidités

Il subsistait au 31 décembre 2015 des créances et des engagements, devant être réglés en 2016, au titre de la fourniture de liquidité en dollars aux contreparties de l'Eurosystème (cf. la note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

20 Gestion des opérations d'emprunt et de prêt

En 2015, 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 2015, la BCE a traité les paiements liés à ces opérations, ainsi que ceux effectués sous la forme de souscriptions des pays membres au titre du stock de capital autorisé du MES.

21 Engagements conditionnels résultant de litiges en cours

Trois 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'UE a jugé irrecevables douze cas similaires dans leur intégralité en 2014. Appel avait été interjeté contre huit de ces verdicts. La participation de la BCE au processus menant à la conclusion du programme d'assistance financière s'est limitée à la fourniture de conseils techniques, conformément au traité instituant le mécanisme européen de stabilité, agissant en liaison avec la Commission européenne, et à la formulation d'un avis non contraignant sur le projet de loi concernant la résolution des banques

chypriotes. Dès lors, la BCE considère qu'elle ne subira aucune perte à la suite de ces poursuites.

Annexe au compte de résultat

22 Produit net d'intérêts

22.1 Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve de change

Ce poste 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 :

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Produits d'intérêts sur comptes courants	552 459	548 634	3 825
Produits d'intérêts sur dépôts du marché monétaire	6 306 443	4 234 448	2 071 995
Produits d'intérêts sur mises en pension	38 311	208 426	(170 115)
Produits d'intérêts sur prises en pension	2 920 201	867 860	2 052 341
Produits d'intérêts sur titres	261 121 900	206 165 493	54 956 407
Produits/(charges) d'intérêts sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	(861 355)	407 588	(1 268 943)
Produits d'intérêts sur opérations de <i>swap</i> et à terme en devises	13 127 982	4 570 710	8 557 272
Produits d'intérêts au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	283 205 941	217 003 159	66 202 782

La hausse globale du produit net d'intérêts en 2015 s'explique principalement par la progression du produit d'intérêts sur le portefeuille en dollars et l'appréciation du dollar par rapport à l'euro.

22.2 Produits d'intérêts au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Ce poste comprend les produits d'intérêts de la BCE liés à sa part de 8 % dans l'émission totale des billets en euros (cf. la rubrique « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 5.1 « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »). En dépit d'une hausse de 8,1 % de l'encours moyen des billets en circulation, une diminution des produits a été enregistrée en 2015 en raison du fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été moins élevé qu'en 2014 (0,05 % en 2015, contre 0,16 % en 2014).

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 sur la BCE relatives aux avoirs de réserve de change transférés en vertu de l'article 30, paragraphe 1, des statuts du SEBC (cf. la note 11.1 « Engagements au titre du transfert de réserves de change »). La diminution de la rémunération en 2015 reflète le fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été moins élevé qu'en 2014.

22.4 Autres produits d'intérêts et Autres charges d'intérêts

En 2015, ces postes comprennent les produits nets d'intérêts à hauteur de 608,7 millions d'euros (contre 727,7 millions en 2014) sur les titres achetés par la BCE dans le cadre du SMP alors que les revenus nets provenant des autres titres acquis à des fins de politique monétaire se sont élevés à 280,9 millions d'euros (contre 174,9 millions d'euros en 2014).

Ces postes contiennent également les produits d'intérêts de 0,4 milliard d'euros (1,1 milliard en 2014) et les charges d'intérêts (0,4 milliard d'euros, contre 1,1 milliard d'euros en 2014) au titre des soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 (cf. la note 11.2 « Autres engagements intra-Eurosystème (nets) » et la note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »). Les produits et charges d'intérêts relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros figurent également dans ces rubriques.

23 Plus/moins-values réalisées sur opérations financières

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2015 ont été les suivantes :

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées	175 959 137	47 223 558	128 735 579
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	38 474 593	10 036 857	28 437 736
Plus-values nettes réalisées sur opérations financières	214 433 730	57 260 415	157 173 315

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 hausse globale des plus-values nettes réalisées en 2015 s'explique principalement par la progression des plus-values réalisées sur le portefeuille de titres en dollars.

24 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

En 2015, les moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change ont été les suivantes :

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(63 827 424)	(7 664 489)	(56 162 935)
Moins-values latentes sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	(223 892)	(198 804)	(25 088)
Moins-values latentes de change	(1 901)	-	(1 901)
Total	(64 053 217)	(7 863 293)	(56 189 924)

La baisse globale de la valeur de marché des titres détenus dans le portefeuille en dollars s'est traduite par une hausse des moins-values latentes par rapport à 2014.

25 Produits/charges nets de commissions

	2015 euros	2014 euros	Variation euros
Commissions (produits)	277 324 169	30 024 834	247 299 335
Commissions (charges)	(8 991 908)	(1 866 180)	(7 125 728)
Produits nets de commissions	268 332 261	28 158 654	240 173 607

En 2015, les produits figurant dans cette rubrique comprennent principalement les redevances de surveillance prudentielle (cf. la note 26 « Produits et charges au titre des missions de surveillance prudentielle ») ainsi que les pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges englobent principalement les commissions à verser aux gestionnaires d'actifs externes effectuant les achats de titres éligibles adossés à des actifs conformément aux instructions explicites, et pour le compte, de l'Eurosystème. Elles concernent aussi les frais à payer sur comptes courants et relatifs à des opérations sur contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt (cf. la note 17 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

26 Produits et charges liés aux missions de surveillance prudentielle

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. Ces dépenses représentent essentiellement les coûts directement liés aux missions de surveillance prudentielle de la BCE, telles que le contrôle direct des entités importantes, la supervision de la surveillance des entités moins importantes ainsi que l'exécution des tâches horizontales et les services spécialisés. Elles comprennent également les coûts indirectement liés aux missions de surveillance prudentielle, telles que les services fournis par les unités de soutien de la BCE, concernant notamment les locaux, la gestion des ressources humaines et les services informatiques.

Les produits correspondants de la BCE au titre des missions de surveillance prudentielle accomplies en 2015 étaient les suivants :

	2015 euros	2014 ⁴³ euros
Redevances de surveillance prudentielle	277 086 997	29 973 012
<i>dont :</i>		
<i>Redevances prélevées auprès des entités importantes ou des groupes importants</i>	245 620 964	25 622 812
<i>Redevances prélevées auprès des entités moins importantes ou des groupes moins importants</i>	31 466 033	4 350 200
Produit total au titre des missions de contrôle bancaire	277 086 997	29 973 012

Le produit provenant des redevances de surveillance prudentielle figure sous la rubrique « Revenus nets de commissions » (cf. la note 25 « Produit/charge de commissions (montant net) »).

S'appuyant sur l'estimation des dépenses annuelles, la BCE a annoncé en avril 2015 que les redevances annuelles pour 2015 se monteraient à 296,0 millions d'euros⁴⁴. L'excédent de 18,9 millions d'euros par rapport aux dépenses effectives à hauteur de 277,1 millions d'euros 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 »). Les redevances de surveillance prudentielle devant être perçues en 2016 seront réduites d'autant.

À fin 2015, des montants de redevances peu importants et des intérêts facturés aux entités soumises à la surveillance prudentielle en raison de retards de paiement restaient à percevoir. La BCE prend toutes les mesures nécessaires pour collecter les montants exigibles auprès des entités soumises à la surveillance prudentielle.

En outre, la BCE est habilitée à infliger des amendes et des astreintes à des entreprises en cas de manquement aux obligations au titre de ses règlements et de ses décisions. Aucune amende ou astreinte n'a été infligée en 2015.

⁴³ Pour 2014, la BCE a recouvré, en percevant des redevances de surveillance prudentielle, les dépenses engagées au titre du contrôle bancaire à partir de novembre 2014, lorsqu'elle a commencé à assumer ses missions de surveillance prudentielle.

⁴⁴ Ce montant, ajouté aux coûts encourus au cours des deux derniers mois de 2014 qui s'élèvent à 30,0 millions d'euros, a été facturé en 2015, l'échéance étant fixée au 20 novembre 2015.

Les dépenses engagées par la BCE pour 2015 sont les suivantes :

	2015 euros	2014 ⁴⁵ euros
Salaires et prestations	141 262 893	18 456 945
Loyers et coûts d'entretien des bâtiments	25 513 220	2 199 243
Autres charges de fonctionnement	110 310 884	9 316 824
Dépenses totales liées aux missions de contrôle bancaire	277 086 997	29 973 012

27 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.

28 Autres produits

En 2015, 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.

29 Charges de personnel

En 2015, les charges de personnel ont augmenté en raison principalement de la hausse du nombre moyen d'agents employés par la BCE ainsi que de la progression des dépenses nettes au titre des avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme.

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (306,4 millions d'euros, après 244,9 millions d'euros en 2014) figurent sous cette rubrique. Ce poste inclut également un montant de 134,4 millions d'euros (56,2 millions d'euros en 2014) comptabilisé au titre des plans de retraite de la BCE, des autres avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme (cf. la note 12.3 « Divers »). Les charges de personnel liées à la construction des nouveaux locaux de la BCE, d'un montant de 0,8 million d'euros (1,2 million d'euros en 2014), ont été immobilisées et sont exclues de cette rubrique.

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, 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

⁴⁵ Les chiffres indiqués pour 2014 se rapportent aux dépenses engagées pour les deux derniers mois de l'année, étant donné que la BCE a commencé à assumer la responsabilité opérationnelle de la supervision bancaire en novembre 2014.

temps partiel du conseil de surveillance prudentielle employés par la BCE reçoivent également une rémunération, 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. Pour ce qui concerne le président, un logement de fonction appartenant à la BCE est mis à sa disposition, à la place de l'indemnité de résidence. Conformément aux conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, les membres des deux organes ont droit à des allocations scolaires, de foyer et pour enfant à charge, en fonction de leur situation individuelle. Les traitements sont soumis à l'impôt communautaire ainsi qu'à des déductions au titre des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents. Les indemnités et allocations ne sont ni imposables ni soumises à retenue pour pension.

En 2015, 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 suivants⁴⁶ :

	2015 euros	2014 euros
Mario Draghi (président)	385 860	379 608
Vítor Constâncio (vice-président)	330 744	325 392
Peter Praet (membre du Directoire)	275 604	271 140
Jörg Asmussen (membre du Directoire jusqu'en janvier 2014)	-	4 912
Benoît Cœuré (membre du Directoire)	275 604	271 140
Yves Mersch (membre du Directoire)	275 604	271 140
Sabine Lautenschläger (membre du Directoire)	275 604	253 457
Total Directoire	1 819 020	1 776 789
Total conseil de surveillance prudentielle (membres employés par la BCE)⁴⁷	635 385	508 589
dont :		
Danièle Nouy (présidente du conseil de surveillance prudentielle)	275 604	271 140
Total	2 454 405	2 285 378

En outre, la rémunération versée aux membres à temps partiel du conseil de surveillance prudentielle s'est élevée à 352 256 euros (74 776 euros en 2014).

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 625 021 euros (674 470 euros en 2014).

En 2015, aucune prestation n'a été versée aux membres des deux organes lors de la prise ou de la cessation de fonction à la BCE (68 616 euros en 2014).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du directoire et du conseil de surveillance prudentielle pendant une période limitée après la fin de leur

⁴⁶ Il s'agit de montants bruts, c'est-à-dire avant déduction de l'impôt communautaire.

⁴⁷ Ce total ne prend pas en compte le salaire de Sabine Lautenschläger, qui est inclus dans les chiffres relatifs au Directoire.

mandat. En 2015, ces versements ainsi que les allocations familiales correspondantes et les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents des anciens membres se sont élevés à 9 730 euros (contre 243 178 euros en 2014). Les retraites, y compris les indemnités correspondantes, versées aux anciens membres des deux organes ou à leurs ayants droit et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont établies à 783 113 euros (599 589 euros en 2014).

À fin 2015, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 2 871⁴⁸, dont 293 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2015 :

	2015	2014
Total au 1 ^{er} janvier	2 577	1 790
Nouveaux membres du personnel/changement de statut contractuel	648	1 458
Démissions/fin de contrat	(299)	(681)
Hausse/(baisse) nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	(55)	10
Total au 31 décembre	2 871	2 577
Effectif moyen employé	2 722	2 155

30 Autres charges d'exploitation

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

31 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.

⁴⁸ Ce chiffre n'inclut pas le personnel en congé sans solde. Il englobe les personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée et à court terme ainsi que les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Les employés en congé de maternité ou en congé de maladie de longue durée sont également inclus.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

10 February 2016

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts 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. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie 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 10 février 2016

Rapport du commissaire aux comptes indépendant

Nous avons vérifié les comptes annuels ci-joints de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2015, 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 (les « comptes annuels »).

La responsabilité du Directoire de la Banque centrale européenne en matière de comptes annuels

Le Directoire est responsable de la préparation et de la présentation impartiale de ces comptes annuels, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs, qui sont définis dans la décision BCE/2010/21 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne, telle que modifiée, ainsi que du contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre la préparation de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur.

La responsabilité du commissaire aux comptes

Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes. Nos travaux ont été réalisés conformément aux normes internationales de la profession. Ces normes requièrent la conformité aux règles déontologiques et la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit consiste à exécuter des procédures permettant d'obtenir des éléments probants concernant les données contenues dans les comptes annuels. Les procédures d'examen retenues s'appuient sur le jugement du commissaire aux comptes, notamment son évaluation des risques d'anomalies significatives des comptes annuels, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur. En effectuant cette appréciation des risques, le commissaire aux comptes examine le contrôle interne pertinent pour la préparation et la présentation impartiale des comptes annuels par l'entité, afin de définir des procédures d'audit qui soient adaptées aux circonstances et non d'exprimer un avis sur l'efficacité de ce contrôle interne. Un audit consiste également à porter une appréciation sur le caractère approprié des principes comptables suivis et le caractère raisonnable des estimations comptables retenues par le Directoire ainsi que sur la présentation d'ensemble des comptes annuels.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et fournissent une base satisfaisante à l'opinion exprimée ci-après.

Opinion

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2015 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 BCE/2010/21 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne, telle que modifiée.

Le commissaire aux comptes,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

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 2015.

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.

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 SEBC⁴⁹.

Le bénéfice net de la BCE pour 2015 s'établit à 1 081,8 millions d'euros. Conformément à une décision du Conseil des gouverneurs, un acompte sur dividendes, à hauteur de 812,1 millions d'euros, a été versé aux BCN de la zone euro le 29 janvier 2016. Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de distribuer le bénéfice restant, de 269,7 millions d'euros, aux BCN de la zone euro.

Le bénéfice est versé aux BCN proportionnellement aux parts du capital souscrit de la BCE qu'elles ont libérées. Les BCN n'appartenant pas à la zone euro ne peuvent recevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE et ne sont pas tenues de financer les pertes de la BCE.

	2015 euros	2014 euros
Bénéfice de l'exercice	1 081 790 763	988 832 500
Acomptes sur dividendes	(812 134 494)	(840 719 787)
Bénéfice de l'exercice après versement de l'acompte sur dividendes et la rétention	269 656 269	148 112 713
Distribution du bénéfice restant	(269 656 269)	(148 112 713)
Total	0	0

⁴⁹ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2015¹

(en millions d'euros)²

ACTIF	31 décembre 2015	31 décembre 2014
1 Avoirs et créances en or	338 713	343 630
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	307 115	270 250
2.1 Créances sur le FMI	80 384	81 298
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	226 732	188 951
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	31 109	27 940
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	20 242	18 905
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	20 242	18 905
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	558 989	630 341
5.1 Opérations principales de refinancement	88 978	156 129
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	469 543	473 285
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	468	924
5.6 Appels de marge versés	0	2
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	107 863	59 942
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	1 161 159	590 265
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	803 135	217 242
7.2 Autres titres	358 023	373 022
8 Créances en euros sur des administrations publiques	25 145	26 715
9 Autres actifs	230 810	240 252
Total de l'actif	2 781 145	2 208 238

¹ Sur la base de données provisoires non encore certifiées. Les comptes annuels des BCN seront clos d'ici fin mai 2016 et le bilan annuel consolidé final de l'Eurosystème publié par la suite.

² Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 décembre 2015	31 décembre 2014
1 Billets en circulation	1 083 539	1 016 616
2 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	768 419	366 511
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	555 864	318 245
2.2 Facilité de dépôt	212 415	48 266
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	140	0
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	5 202	4 635
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	141 805	64 519
5.1 Administrations publiques	59 295	36 738
5.2 Autres engagements	82 510	27 781
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	54 529	47 927
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	2 803	1 271
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	3 677	4 753
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	3 677	4 753
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	59 179	56 211
10 Autres engagements	218 618	219 328
11 Comptes de réévaluation	346 172	331 398
12 Capital et réserves	97 201	95 070
Total du passif	2 781 145	2 208 238

Section Statistiques

1 Évolutions financières et monétaires	S2
2 Activité économique	S14
3 Prix et coûts	S28
4 Taux de change et balance des paiements	S35
5 Évolutions budgétaires	S40

Informations complémentaires

Statistiques de la BCE :

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Des définitions méthodologiques figurent dans les notes générales annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Les détails des calculs figurent dans les notes techniques annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Les explications des termes et des abréviations figurent dans le glossaire des statistiques :

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Note méthodologique spécifique

Les moyennes pluriannuelles des taux de croissance sont calculées grâce à la moyenne géométrique. Pour tous les autres indicateurs figurant dans la présente section, les moyennes pluriannuelles sont calculées en utilisant la moyenne arithmétique.

Conventions utilisées dans les tableaux

-	données inexistantes/non pertinentes	(p)	provisoire
.	données non encore disponibles	cvs	corrigé des variations saisonnières
...	néant ou négligeable	ncvs	non corrigé des variations saisonnières

1 Évolutions financières et monétaires

1.1 Taux directeurs de la BCE

(niveaux en pourcentage annuel ; variations en points de pourcentage)

	Avec effet à compter du : ¹⁾	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
				Appels d'offres à taux fixe		Appels d'offres à taux variable		
		Niveau 1	Variation 2	Taux fixe	Taux de soumission minimal		Niveau 6	Variation 7
				Niveau 3	Niveau 4	Variation 5		
1999	1 Janv.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 Janv. ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22 Janv.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 Avril	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 Fév.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 Mars	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 Avril	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 Juin	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 Juin ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 Sept.	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 Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 Août	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 Sept.	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 Déc.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 Mars	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 Juin	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 Déc.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 Mars	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 Juin	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 Août	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 Déc.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 Mars	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 Juin	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 Juillet	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 Oct.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 Oct. ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 Oct. ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 Déc.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 Janv.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 Mars	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 Avril	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 Mai	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 Avril	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 Juillet	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 Déc.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 Juillet	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 Mai	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13 Nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11 Juin	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35
	10 Sept.	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10
2015	9 Déc.	-0,30	-0,10	0,05	-	...	0,30	...

Source : BCE.

1) Du 1er janvier 1999 au 9 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal. Pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée. La modification du 18 septembre 2001 a pris effet à cette date. Depuis le 10 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal et aux opérations principales de refinancement (modifications effectives à compter de la première opération principale de refinancement qui suit la décision du Conseil des gouverneurs), sauf indication contraire.

2) Le 22 décembre 1998, la BCE a annoncé que, à titre de mesure exceptionnelle, un corridor étroit de 50 points de base serait appliqué entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pour faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime monétaire.

3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal correspond au taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner.

4) À compter du 9 octobre 2008, la BCE a réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 points de base à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le corridor des facilités permanentes a été rétabli à 200 points de base à compter du 21 janvier 2009.

5) Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seraient effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Cette modification annule la décision précédente (prise le même jour) d'abaisser de 50 points de base le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable.

1 Évolutions financières et monétaires

1.2 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres¹⁾

(montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

1.2.1 Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme^{2), 3)}

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)	
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Opérations principales de refinancement									
2015	21 Oct.	65 908	123	65 908	0,05	-	-	-	7
	28 Oct.	68 451	129	68 451	0,05	-	-	-	7
	4 Nov.	61 468	114	61 468	0,05	-	-	-	7
	11 Nov.	62 532	120	62 532	0,05	-	-	-	7
	18 Nov.	60 527	113	60 527	0,05	-	-	-	7
	25 Nov.	73 774	123	73 774	0,05	-	-	-	7
	9 Déc.	69 094	111	69 094	0,05	-	-	-	7
	16 Déc.	68 571	113	68 571	0,05	-	-	-	7
	23 Déc.	72 908	115	72 908	0,05	-	-	-	7
	30 Déc.	88 978	149	88 978	0,05	-	-	-	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾									
2015	24 Juin ⁶⁾	73 789	128	73 789	0,05	-	-	-	1 190
	25 Juin	17 269	102	17 269	0,05	-	-	-	98
	30 Juillet	21 752	126	21 752	0,05	-	-	-	91
	27 Août	33 127	123	33 127	0,05	-	-	-	91
	30 Sept. ⁶⁾	15 548	88	15 548	0,05	-	-	-	1 092
	1 Oct.	11 842	92	11 842	0,05	-	-	-	77
	29 Oct.	18 125	109	18 125	0,05	-	-	-	91
	26 Nov.	21 777	112	21 777	0,05	-	-	-	91
	16 Déc. ⁶⁾	18 304	55	18 304	0,05	-	-	-	1 015
	17 Déc. ⁷⁾	11 710	84	11 710	-	-	-	-	105

Source : BCE.

1) Ne sont représentées dans chaque catégorie que les dix dernières opérations jusqu'à fin 2015.

2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon des procédures d'appels d'offres normaux parallèlement à une opération principale de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement.

3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seront effectuées selon des procédures d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal est le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions. Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées selon une procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Le 4 mars 2010, la BCE a décidé de revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a eu lieu le 28 avril 2010 et dont le règlement est intervenu le 29 avril 2010.

4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.

5) S'agissant des opérations réglées le 22 décembre 2011 et le 1^{er} mars 2012, après un an les contreparties ont la possibilité de rembourser à leur convenance une partie de la liquidité qui leur a été allouée au cours de ces opérations, à toute date coïncidant avec le jour de règlement d'une opération principale de refinancement.

6) Opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Pour plus d'informations, cf. la section « Monetary policy » du site internet de la BCE (<https://www.ecb.europa.eu>), à la rubrique « Instruments » puis « Open market operations ».

7) Lors de cette opération de refinancement à plus long terme, le taux auquel la totalité des soumissions a été servie était indexé à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement sur toute la durée de l'opération. Les taux d'intérêt correspondant à ces opérations de refinancement à plus long terme indexés ont été arrondis à deux décimales. Pour plus de précisions sur la méthode de calcul, se reporter aux notes techniques

1.2.2 Autres opérations par voie d'appels d'offres

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable				Durée (en nombre de jours)	
					Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ²⁾	Taux moyen pondéré		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	9 Avr.	Reprises de liquidité en blanc	192 515	156	172 500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
	16 Avr.	Reprises de liquidité en blanc	153 364	139	153 364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	23 Avr.	Reprises de liquidité en blanc	166 780	139	166 780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	30 Avr.	Reprises de liquidité en blanc	103 946	121	103 946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	7 Mai	Reprises de liquidité en blanc	165 533	158	165 533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	14 Mai	Reprises de liquidité en blanc	144 281	141	144 281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	21 Mai	Reprises de liquidité en blanc	137 465	148	137 465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	28 Mai	Reprises de liquidité en blanc	102 878	119	102 878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
	4 Juin	Reprises de liquidité en blanc	119 200	140	119 200	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	11 Juin	Reprises de liquidité en blanc	108 650	122	108 650	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Source : BCE.

1) Ne sont représentées dans chaque catégorie que les dix dernières opérations jusqu'à fin 2015.

2) Dans les opérations d'apport (ou de retrait) de liquidité, le taux marginal correspond au taux minimal (ou maximal) auquel les soumissions ont été acceptées.

1 Évolutions financières et monétaires

1.3 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,8	4,5	2,8	3,0	2,4	1,7	0,8
Allemagne	3,3	4,3	1,9	1,5	1,6	1,2	0,5
Estonie ²⁾
Irlande	4,6	4,4	4,9	6,2	3,8	2,4	1,2
Grèce	7,5	4,8	11,3	22,5	10,1	6,9	9,7
Espagne	4,3	4,4	4,1	5,8	4,6	2,7	1,7
France	3,6	4,4	2,5	2,5	2,2	1,7	0,8
Italie	4,4	4,6	4,0	5,5	4,3	2,9	1,7
Chypre	5,4	5,3	5,6	7,0	6,5	6,0	4,5
Lettonie	5,5	5,3	5,7	4,6	3,3	2,5	1,0
Lituanie	5,3	5,2	5,4	4,8	3,8	2,8	1,4
Luxembourg	3,3	4,1	2,2	1,8	1,9	1,3	0,4
Malte	4,3	5,0	3,5	4,1	3,4	2,6	1,5
Pays-Bas	3,5	4,4	2,2	1,9	2,0	1,5	0,7
Autriche	3,6	4,4	2,4	2,4	2,0	1,5	0,7
Portugal	5,2	4,5	6,1	10,5	6,3	3,8	2,4
Slovénie	4,7	5,1	4,3	5,8	5,8	3,3	1,7
Slovaquie	4,4	5,3	3,4	4,6	3,2	2,1	0,9
Finlande	3,5	4,4	2,2	1,9	1,9	1,4	0,7
Zone euro	3,9	4,4	3,1	3,9	3,0	2,0	1,2
Bulgarie	4,8	5,0	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5
République tchèque	3,7	4,6	2,8	2,8	2,1	1,6	0,6
Danemark	3,5	4,5	2,1	1,4	1,7	1,3	0,7
Croatie	5,4	5,1	5,6	6,1	4,7	4,1	3,6
Hongrie	7,0	7,3	6,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Pologne	5,7	6,6	4,7	5,0	4,0	3,5	2,7
Roumanie	6,7	7,3	6,3	6,7	5,4	4,5	3,5
Suède	3,5	4,5	2,1	1,6	2,1	1,7	0,7
Royaume-Uni	3,9	4,8	2,5	1,7	2,0	2,1	1,8
Union européenne	4,0	4,6	3,2	3,7	3,0	2,2	1,4
États-Unis	3,8	4,7	2,6	1,8	2,3	2,5	2,1
Japon	1,2	1,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4

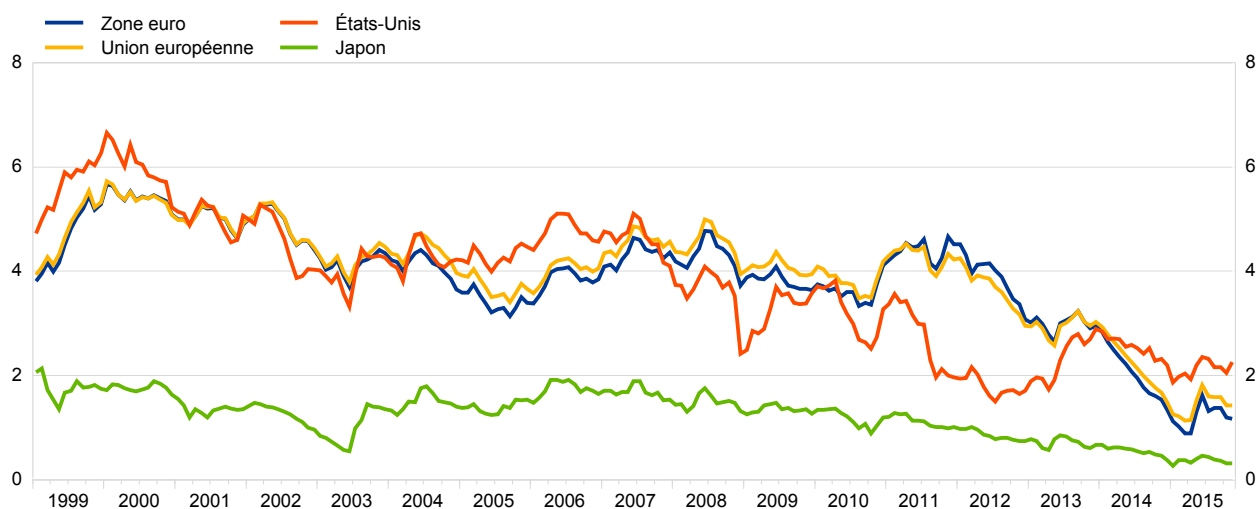
Source : Calculs de la BCE à partir de données quotidiennes fournies par les banques centrales nationales. Données Thomson Reuters pour les États-Unis et le Japon.

1) Les données relatives à Chypre, à la Lettonie, à la Lituanie, à Malte, à la Slovénie, à la Slovaquie, à la République tchèque, à la Hongrie et à la Pologne sont disponibles à partir de janvier 2001. Les données de la Bulgarie sont disponibles à partir de janvier 2003, celles de la Croatie et de la Roumanie depuis décembre et avril 2005, respectivement.

2) Il n'existe pas de titres de créance souverains estoniens répondant à la définition des taux d'intérêt à long terme retenue pour la convergence. Aucun indicateur suffisamment proche n'a été identifié.

Graphique 1.3 Rendements des emprunts publics à long terme ¹⁾

(en pourcentage annuel ; moyennes mensuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir de données quotidiennes fournies par les banques centrales nationales. Données Thomson Reuters pour les États-Unis et le Japon.

1) Les données relatives à Chypre, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Slovénie, la Slovaquie, la République tchèque, la Hongrie et la Pologne sont disponibles à partir de janvier 2001. Les données de la Bulgarie sont disponibles à partir de janvier 2003, celles de la Croatie et de la Roumanie depuis décembre et avril 2005, respectivement.

1 Évolutions financières et monétaires

1.4 Sélection d'indices boursiers

(variations en pourcentage)

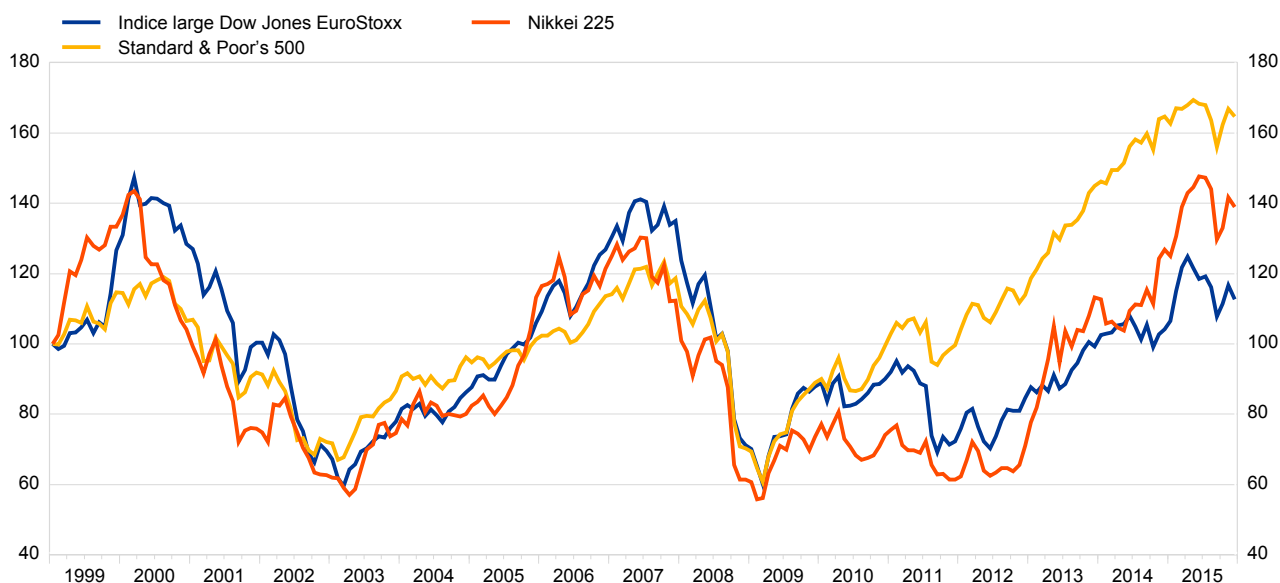
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique – Indice BEL 20	10,8	-42,9	47,3	18,8	18,1	12,4	12,6
Allemagne – Indice DAX 30	54,4	-30,9	80,3	29,1	25,5	2,7	9,6
Estonie – Indice OMXT	616,3	119,0	122,2	38,2	11,4	-7,7	19,1
Irlande – Indice ISEQ	35,4	-53,3	128,3	17,1	33,6	15,1	30,0
Grèce – Indice ASE	-88,9	-68,7	-71,3	33,4	28,1	-28,9	-23,6
Espagne – Indice IBEX 35	-18,0	-21,0	-20,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2
France – Indice CAC 40	-22,2	-46,0	17,8	15,2	18,0	-0,5	8,5
Italie – Indice FTSEMIB	-49,7	-54,3	-7,9	7,8	16,6	0,2	12,7
Chypre – Indice CSE	-93,3	9,4	-95,8	-61,2	-10,1	-17,0	-20,9
Lettonie – Indice OMXR	281,5	74,1	113,1	6,7	16,2	-11,3	45,7
Lituanie – Indice OMXV	386,0	79,3	85,7	18,8	18,7	7,3	7,4
Luxembourg – Indice LuxX	-0,5	-29,8	1,4	9,9	16,1	4,9	-8,5
Malte – Indice MSE	35,2	-2,1	28,0	3,8	14,8	-9,6	33,0
Pays-Bas – Indice AEX	-34,2	-63,4	31,8	9,7	17,2	5,6	4,1
Autriche – Indice ATX	100,1	46,2	-4,0	26,9	6,1	-15,2	11,0
Portugal – Indice PSI 20	-55,6	-47,0	-37,2	2,9	16,0	-26,8	10,7
Slovénie – Indice SBITOP	-52,7	-42,0	-29,2	7,8	3,2	19,6	-11,2
Slovaquie – Indice SAX	279,3	366,0	9,5	-10,8	2,9	12,4	31,5
Finlande – Indice OMXH	-41,0	-62,9	33,1	8,3	26,5	5,7	10,8
Zone euro – Indice large Dow Jones EuroStoxx	-17,1	-46,5	25,6	15,5	20,5	1,7	8,0
Bulgarie – Indice SOFIX	331,8	236,0	7,9	7,2	42,3	6,2	-11,7
République tchèque – Indice PX 50	95,3	75,3	-14,4	14,0	-4,8	-4,3	1,0
Danemark – Indice OMXC 20	296,6	-3,1	201,2	27,2	24,1	20,9	36,2
Croatie – Indice CROBEX	44,1	46,9	-15,7	0,0	3,1	-2,7	-3,2
Hongrie – Indice BUX	171,2	38,8	12,7	7,1	2,2	-10,4	43,8
Pologne – Indice WIG	157,0	50,6	16,2	26,2	8,1	0,3	-9,6
Roumanie – Indice BET	1 461,6	546,8	49,3	18,7	26,1	9,1	-1,1
Suède – Indice OMXS 30	20,7	-44,8	52,0	11,8	20,7	9,9	-1,2
Royaume-Uni – Indice FTSE 100	-9,9	-36,0	15,3	5,8	14,4	-2,7	-4,9
États-Unis – Indice Standard & Poor's 500	39,1	-38,5	83,3	13,4	29,6	11,4	-0,7
Japon – Indice Nikkei 225	0,5	-53,2	80,5	22,9	56,7	7,1	9,1

Source : Calculs de la BCE reposant sur des données quotidiennes de Thomson Reuters Datastream et Bloomberg.

1) Les données sont disponibles à partir de 2000 pour la Bulgarie et la Lettonie, de 2004 pour Chypre, de 2002 pour la Croatie et de 2007 pour la Slovénie.

Graphique 1.4 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(indice : janvier 1999 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir des données quotidiennes de Thomson Reuters Datastream et Bloomberg.

1 Évolutions financières et monétaires

1.5 Marchés monétaires : taux interbancaires offerts à 3 mois¹⁾

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Zone euro - EURIBOR	2,23	3,35	0,63	0,57	0,22	0,21	-0,02
Bulgarie - SOFIBOR	3,44	4,57	2,61	2,26	1,14	0,78	0,54
République tchèque - PRIBOR	2,58	3,70	0,97	1,00	0,46	0,36	0,31
Danemark - CIBOR	2,52	3,64	0,90	0,62	0,27	0,31	-0,12
Croatie - ZIBOR	5,71	7,54	3,09	3,42	1,52	0,97	1,23
Hongrie - BUBOR	7,80	9,70	5,10	7,00	4,32	2,41	1,61
Pologne - WIBOR	6,83	9,11	3,58	4,91	3,03	2,52	1,75
Roumanie - ROBOR	16,36	24,65	5,40	5,34	4,23	2,54	1,33
Suède - STIBOR	2,52	3,44	1,14	2,00	1,19	0,66	-0,20
Royaume-Uni - LIBOR	2,22	3,36	0,59	0,49	0,15	0,18	-0,02
États-Unis - LIBOR	2,35	3,73	0,37	0,43	0,27	0,23	0,31
Japon - LIBOR	0,26	0,29	0,21	0,19	0,15	0,13	0,09

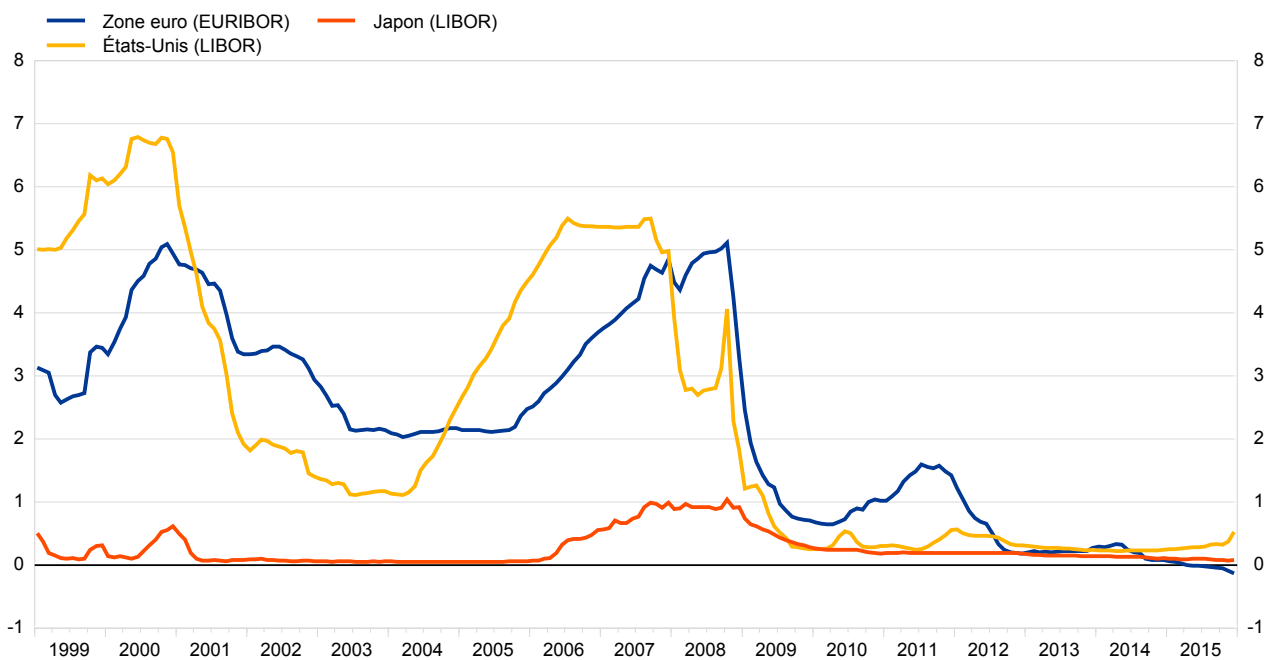
Source : Calculs de la BCE à partir des données quotidiennes de Thomson Reuters et de Thomson Reuters Datastream.

1) Taux interbancaires offerts pour la devise de chaque zone de référence.

2) Les données pour la Bulgarie sont disponibles depuis 2003.

Graphique 1.5 Marchés monétaires : taux interbancaires offerts à 3 mois

(en pourcentage annuel ; moyennes mensuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir des données quotidiennes de Thomson Reuters.

1 Évolutions financières et monétaires

1.6 Indicateur composite du coût d'emprunt

(en pourcentage annuel ; contrats nouveaux ; valeur moyenne sur la période)

1.6.1 Sociétés non financières¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,24	4,24	2,38	2,40	2,28	2,26	2,00
Allemagne	3,76	4,75	2,91	2,94	2,57	2,48	2,09
Estonie	-	-	3,77	3,71	3,16	2,97	2,51
Irlande	4,27	5,10	3,55	3,68	3,60	3,69	3,06
Grèce	5,77	5,78	5,77	6,57	6,25	5,83	5,13
Espagne	3,69	4,21	3,24	3,59	3,58	3,36	2,63
France	3,21	4,11	2,43	2,59	2,17	2,10	1,74
Italie	4,14	4,90	3,50	4,13	4,00	3,56	2,59
Chypre	-	-	6,17	6,95	6,30	5,82	4,78
Lettonie	-	-	-	-	-	3,51	3,33
Lituanie	-	-	-	-	-	-	2,49
Luxembourg	2,99	4,03	2,09	1,99	1,77	1,65	1,38
Malte	-	-	4,52	4,50	4,48	4,26	3,94
Pays-Bas	3,34	4,30	2,52	2,52	2,36	2,32	1,84
Autriche	3,19	4,26	2,27	2,27	2,01	1,97	1,82
Portugal	5,25	5,34	5,17	6,25	5,64	5,00	3,96
Slovénie	4,56	4,36	4,74	4,97	4,85	4,39	3,12
Slovaquie	-	-	2,96	2,82	2,62	2,66	2,41
Finlande	3,06	4,05	2,21	2,22	2,08	2,13	1,85
Zone euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,21	2,97	2,78	2,23

Source : Statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM de la BCE.

1) L'indicateur composite du coût d'emprunt pour les sociétés non financières combine les taux d'intérêt de tous les prêts aux entreprises, y compris les découverts. Cet indicateur est tiré des statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

1.6.2 Prêts au logement des ménages¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,24	4,24	2,38	3,63	3,45	3,17	2,51
Allemagne	3,76	4,75	2,91	3,07	2,76	2,50	1,96
Estonie	-	-	3,77	2,96	2,72	2,52	2,30
Irlande	4,27	5,10	3,55	3,36	3,42	3,44	3,42
Grèce	5,77	5,78	5,77	3,21	2,81	2,93	2,63
Espagne	3,69	4,21	3,24	3,27	2,99	2,93	2,23
France	3,21	4,11	2,43	3,76	3,18	2,95	2,31
Italie	4,14	4,90	3,50	3,96	3,69	3,20	2,51
Chypre	-	-	6,17	5,18	4,88	4,42	3,63
Lettonie	-	-	-	-	-	3,33	3,08
Lituanie	-	-	-	-	-	-	1,87
Luxembourg	2,99	4,03	2,09	2,23	2,13	2,02	1,86
Malte	-	-	4,52	3,38	3,22	2,93	2,78
Pays-Bas	3,34	4,30	2,52	4,29	3,78	3,35	2,90
Autriche	3,19	4,26	2,27	2,72	2,39	2,29	2,01
Portugal	5,25	5,34	5,17	3,89	3,25	3,19	2,38
Slovénie	4,56	4,36	4,74	3,37	3,20	3,21	2,53
Slovaquie	-	-	2,96	4,74	4,10	3,42	2,74
Finlande	3,06	4,05	2,21	1,97	2,01	1,81	1,36
Zone euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,47	3,07	2,80	2,26

Source : Statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM de la BCE.

1) L'indicateur du coût d'emprunt pour les nouveaux prêts consentis aux ménages combine les taux d'intérêt des prêts au logement des ménages. Cet indicateur est tiré des statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

1 Évolutions financières et monétaires

1.7 Taux d'intérêt agrégés appliqués aux dépôts

(en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période)

1.7.1 Sociétés non financières¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,53	2,79	0,46	0,42	0,34	0,35	0,15
Allemagne	1,61	2,86	0,53	0,49	0,24	0,24	0,16
Estonie	-	-	0,72	0,57	0,30	0,31	0,23
Irlande	1,80	2,75	0,99	1,38	0,57	0,41	0,15
Grèce	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	2,13	2,90	1,48	1,90	1,55	0,80	0,36
France	1,88	2,89	1,02	1,35	0,81	0,74	0,31
Italie	2,07	2,88	1,37	1,81	1,80	1,22	0,88
Chypre	-	-	2,93	3,93	2,68	2,44	1,72
Lettonie	-	-	-	-	-	-	-
Lituanie	-	-	0,68	0,65	0,36	0,22	0,17
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malte	-	-	-	-	-	-	-
Pays-Bas	-	-	-	0,46	0,19	0,17	0,06
Autriche	1,78	2,92	0,80	0,85	0,45	0,44	0,32
Portugal	2,25	2,97	1,63	1,79	1,57	0,96	0,46
Slovénie	-	-	1,46	2,21	1,66	0,72	0,27
Slovaquie	-	-	0,61	0,64	0,44	0,39	0,24
Finlande	1,57	2,80	0,51	0,45	0,29	0,42	0,30
Zone euro ²⁾	1,84	2,86	0,97	1,21	0,94	0,61	0,32

Source : Statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM de la BCE.

1) Nouveaux dépôts à terme hors dépôts à vue et dépôts remboursables avec un préavis.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

1.7.2 Ménages¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,94	2,75	1,24	1,25	1,30	1,17	1,00
Allemagne	1,90	2,80	1,13	1,33	0,86	0,69	0,47
Estonie	1,79	2,75	0,97	0,92	0,53	0,55	0,58
Irlande	1,93	2,64	1,32	1,90	0,94	0,64	0,33
Grèce	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	2,38	2,89	1,94	2,60	1,83	0,99	0,46
France	2,48	2,89	2,12	2,44	2,18	2,19	1,68
Italie	1,94	2,07	1,83	2,98	2,14	1,59	1,20
Chypre	-	-	3,45	4,39	2,95	2,56	1,77
Lettonie	-	-	1,33	0,90	0,49	0,50	0,56
Lituanie	-	-	1,12	0,96	0,54	0,43	0,28
Luxembourg	-	-	-	0,68	-	-	-
Malte	-	-	2,13	2,42	2,26	1,83	1,33
Pays-Bas	-	-	-	3,01	2,33	2,09	1,92
Autriche	1,99	2,89	1,22	1,45	0,89	0,74	0,45
Portugal	2,40	2,67	2,16	3,13	2,16	1,59	0,75
Slovénie	-	-	2,01	2,70	2,25	1,25	0,58
Slovaquie	-	-	1,94	2,40	1,71	1,67	1,68
Finlande	2,14	2,97	1,43	1,56	1,10	1,09	0,96
Zone euro ²⁾	2,37	2,81	1,98	2,76	1,99	1,35	0,82

Source : Statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM de la BCE.

1) Nouveaux dépôts à terme hors dépôts à vue et dépôts remboursables avec un préavis.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

1 Évolutions financières et monétaires

1.8 Émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro toutes devises confondues

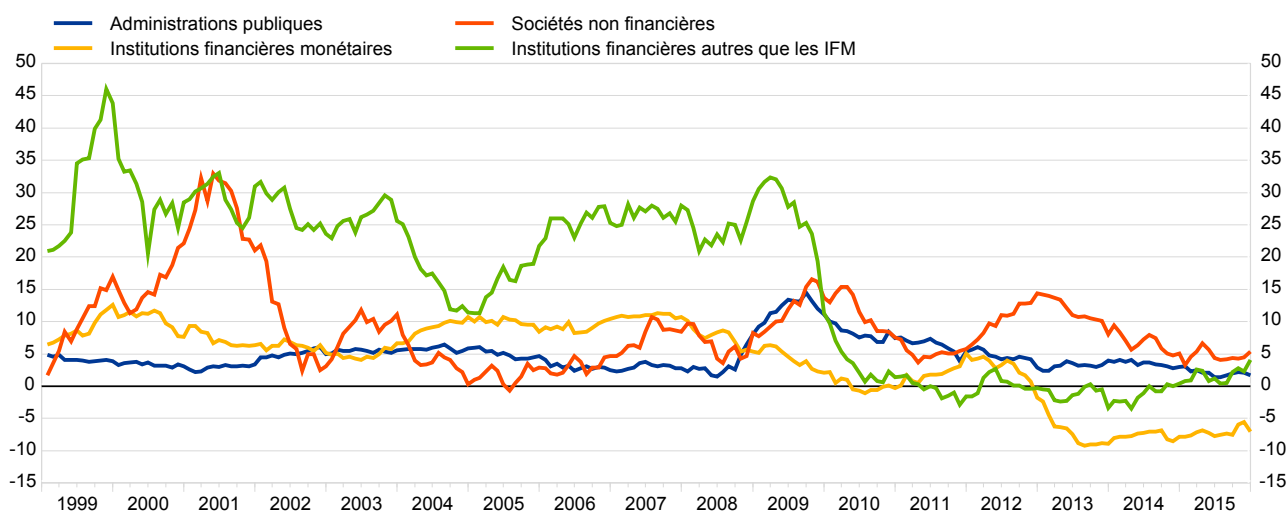
(variations annuelles en pourcentage ; moyennes sur la période)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,3	2,6	2,5	5,6	1,4	1,4	1,3
Allemagne	2,2	4,8	-1,5	-1,1	-4,1	-2,6	-0,6
Estonie	-	-	7,8	30,8	9,9	10,4	-0,6
Irlande	5,8	9,9	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,5
Grèce	4,9	12,6	-7,2	-9,0	-25,6	-11,4	-4,6
Espagne	9,0	15,6	-0,7	5,1	-4,1	-6,9	-4,5
France	6,4	8,4	3,4	6,7	0,1	2,7	0,7
Italie	4,4	6,4	0,7	6,5	1,5	-1,3	-3,8
Chypre	-	-	-2,9	-0,3	2,5	-5,6	-2,9
Lettonie	-	-	22,1	48,0	34,4	34,9	9,1
Lituanie	-	-	1,9	-	-	3,7	-2,1
Luxembourg	6,4	0,2	14,7	33,6	20,8	13,3	16,1
Malte	-	-	10,2	7,4	6,8	14,3	13,1
Pays-Bas	7,6	12,6	0,8	0,2	-0,8	-0,4	1,6
Autriche	5,0	9,6	-1,3	-0,3	-2,1	-1,8	-3,1
Portugal	7,2	10,4	0,1	-1,8	-2,0	-7,4	-6,5
Slovénie	-	-	10,5	-1,6	11,9	29,6	3,6
Slovaquie	12,3	13,7	10,4	17,5	13,7	7,7	1,6
Finlande	5,2	3,6	6,6	11,4	8,5	7,2	-1,3
Zone euro	5,2	7,7	1,1	3,6	-0,6	-0,7	-0,5

Source : BCE.

Graphique 1.8 Émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro, par secteurs

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

1 Évolutions financières et monétaires

1.9 Émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro

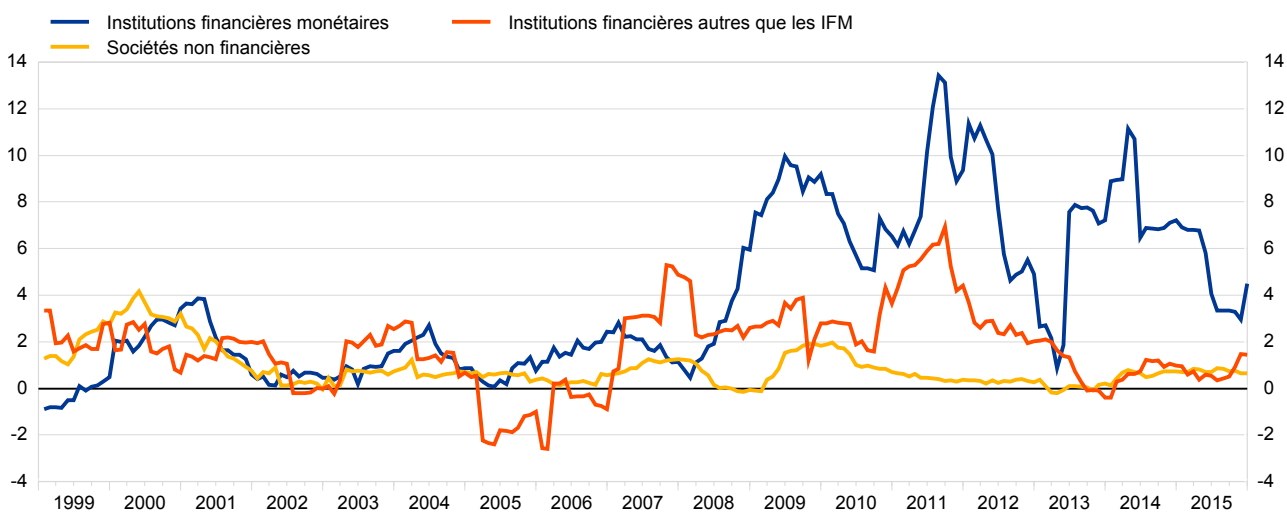
(variations annuelles en pourcentage ; moyennes sur la période)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	-0,3	-0,9	0,4	-0,7	1,0	1,3	1,0
Allemagne	1,3	1,4	1,0	0,9	0,3	0,7	0,9
Estonie	-	-	-8,0	-5,8	-4,5	-3,8	-4,8
Irlande	2,8	1,0	0,8	5,2	-6,1	-0,7	0,3
Grèce	8,1	1,5	19,5	1,8	39,6	35,1	6,8
Espagne	1,2	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	2,5
France	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Italie	1,6	1,1	1,9	3,7	0,7	1,4	1,8
Chypre	-	-	16,0	13,8	9,3	13,8	23,1
Lettonie	-	-	0,3	0,0	0,0	0,1	0,6
Lituanie	-	-	-0,5	-	-	-0,7	-3,9
Luxembourg	5,3	5,7	5,5	4,7	1,2	5,8	4,2
Malte	-	-	4,1	0,4	2,2	5,1	8,0
Pays-Bas	0,3	0,3	0,3	-0,7	-0,6	0,7	0,0
Autriche	5,9	8,7	2,4	1,4	1,2	5,2	2,3
Portugal	2,4	2,3	2,5	4,0	2,3	3,2	3,4
Slovénie	-	-	1,0	0,6	2,8	1,1	0,5
Slovaquie	-	-	0,6	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Finlande	0,1	-0,5	1,1	0,9	1,4	2,3	0,9
Zone euro	1,2	1,0	1,2	1,2	0,6	1,3	1,2

Source : BCE.

Graphique 1.9 Émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro, par secteurs

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

1 Évolutions financières et monétaires

1.10 Agrégats monétaires, composantes et contreparties¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque année ; moyennes sur la période ; données cvs)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Composantes de M3							
M3	5,3	7,5	2,2	3,5	1,0	3,8	4,7
M2	5,6	7,3	3,1	4,5	2,5	3,8	5,2
M1	7,5	7,8	7,1	6,5	5,8	8,1	10,7
Billets et pièces en circulation	7,5	9,0	5,5	2,4	5,3	6,4	6,7
Dépôts à vue	7,5	7,6	7,4	7,4	5,9	8,4	11,5
M2-M1 (autres dépôts à court terme)	3,3	7,1	-1,9	2,0	-1,8	-2,3	-3,5
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	2,5	10,3	-7,7	-2,1	-6,4	-5,4	-9,1
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	3,8	3,3	4,5	5,9	2,2	0,1	0,5
M3-M2 (instruments négociables)	2,3	8,8	-6,2	-6,5	-16,1	4,0	-2,8
Pensions	0,1	6,2	-8,2	-11,4	-9,2	0,8	-35,1
Parts de fonds d'investissement monétaires	3,9	9,4	-3,5	-3,9	-10,4	2,6	11,9
Titres de créance d'une durée initiale ≤ à deux ans	-1,2	11,9	-17,2	-9,7	-38,0	18,7	-25,5
Contreparties de M3²⁾							
Passif des IFM :							
Avoirs des administrations centrales	3,4	7,2	-1,8	-1,2	-14,7	-2,2	3,0
Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro							
Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	3,3	5,8	-0,2	-6,1	-0,8	-5,2	-4,6
Dépôts remboursables avec un préavis > à 3 mois	-2,7	-0,9	-5,3	-8,8	-13,5	2,2	-14,5
Titres de créance d'une durée initiale > à 2 ans	3,1	7,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,9	-8,4
Capital et réserves	6,7	7,4	5,7	7,1	3,4	4,6	4,3
Actif des IFM :							
Créances sur les résidents de la zone euro	4,5	6,9	1,0	0,5	-2,0	-0,2	2,3
Créances sur les administrations publiques	2,8	0,6	5,9	5,8	-0,7	2,1	7,8
dont : prêts	0,5	-0,1	1,3	-0,3	-6,3	1,5	-1,9
Concours au secteur privé ³⁾	5,0	8,7	-0,1	-0,7	-2,3	-0,8	0,8
dont : prêts ⁴⁾	4,8	8,4	0,0	-0,5	-2,4	-0,3	0,4

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

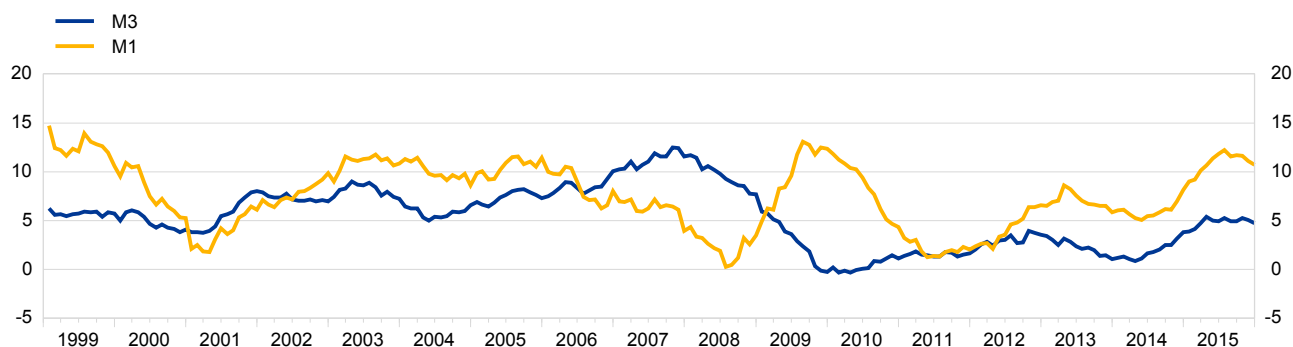
2) Le tableau présente seulement une sélection de contreparties de M3 : les créances nettes sur les non-résidents et les « autres contreparties » (reliquat) n'y figurent pas.

3) Le secteur privé fait référence aux non-IFM de la zone euro hors administrations publiques.

4) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation.

Graphique 1.10 Agrégats monétaires¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque mois ; données cvs)



Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

1 Évolutions financières et monétaires

1.11 Prêts des IFM aux sociétés non financières¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque année ; moyennes sur la période ; données brutes)

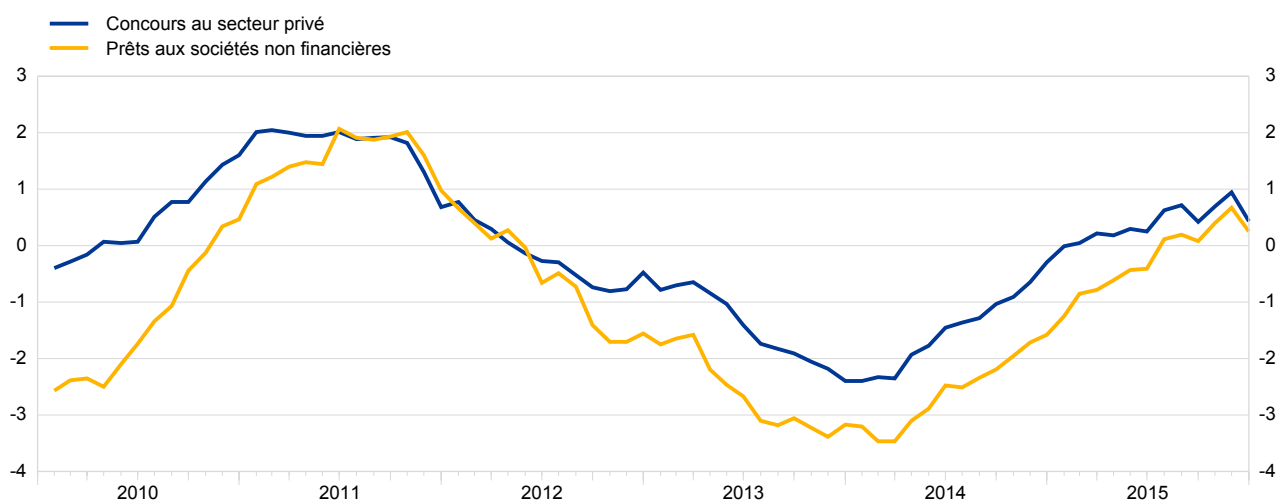
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgique	2,2	4,9	2,1	1,3	1,1	0,6	3,0
Allemagne	-0,2	-0,8	0,3	0,6	-1,9	-0,5	0,8
Estonie	1,0	-5,1	-4,9	3,1	3,6	3,6	6,4
Irlande	-5,2	-6,4	-2,4	-4,0	-5,7	-6,6	-6,0
Grèce	-2,7	0,0	-2,4	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3
Espagne	-5,0	-0,9	-4,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
France	2,2	1,5	4,7	1,3	-0,2	2,9	3,2
Italie	-1,0	2,1	2,5	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Chypre	1,5	2,6	8,2	4,6	-5,7	-0,8	0,7
Lettonie	-1,7	-	-5,3	3,3	-0,6	-6,7	1,1
Lituanie	-1,4	-9,5	0,3	2,5	-3,2	-1,2	3,3
Luxembourg	-2,0	-6,8	-5,4	-7,5	-3,0	2,9	9,1
Malte	-3,5	-2,0	2,8	-1,7	-9,1	4,9	-14,7
Pays-Bas	-0,1	1,7	3,7	2,8	1,7	-5,0	-5,1
Autriche	1,3	1,9	3,8	0,5	-0,2	1,0	0,8
Portugal	-2,9	1,7	-2,7	-5,2	-3,0	-6,8	-1,3
Slovénie	-6,4	-0,1	-3,4	-4,8	-7,8	-13,9	-7,5
Slovaquie	2,9	1,6	7,6	-2,3	1,7	1,9	7,3
Finlande	5,8	4,2	9,9	4,7	5,7	5,0	5,2
Zone euro	-0,8	0,5	1,0	-1,6	-3,2	-1,6	0,2
Bulgarie	2,9	2,7	6,0	5,4	1,4	2,4	-0,5
République tchèque	3,4	1,7	6,3	2,4	2,4	1,7	6,3
Danemark	-1,2	-1,9	-4,5	-2,0	1,1	0,5	-0,2
Croatie	-4,7	-	-	-12,3	0,5	-3,4	-3,1
Hongrie	-3,2	-3,0	-5,9	-3,6	-1,3	1,8	-7,1
Pologne	5,4	-1,2	14,0	5,8	1,5	5,1	7,9
Roumanie	1,3	9,4	9,9	1,2	-5,7	-3,5	-2,6
Suède	3,1	3,4	6,6	2,3	1,0	2,6	2,8
Royaume-Uni	-4,6	-7,1	-5,7	-5,1	-5,6	-3,4	-0,4

Source : BCE.

1) Les données relatives aux pays de la zone euro concernent les prêts accordés par d'autres IFM aux sociétés non financières de la zone euro, tandis que les données relatives aux pays de l'UE hors zone euro concernent les prêts accordés aux sociétés non financières nationales. Les données relatives aux pays de la zone euro sont corrigées des cessions de prêts et de la titrisation.

Graphique 1.11 Prêts des IFM au secteur privé et aux sociétés non financières¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque mois ; données corrigées des variations saisonnières ainsi que des cessions de prêts et de la titrisation)



Source : BCE.

1) Le secteur privé fait référence aux non-IFM de la zone euro hors administrations publiques.

1 Évolutions financières et monétaires

1.12 Prêts des IFM aux ménages¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque année ; moyennes sur la période ; données brutes)

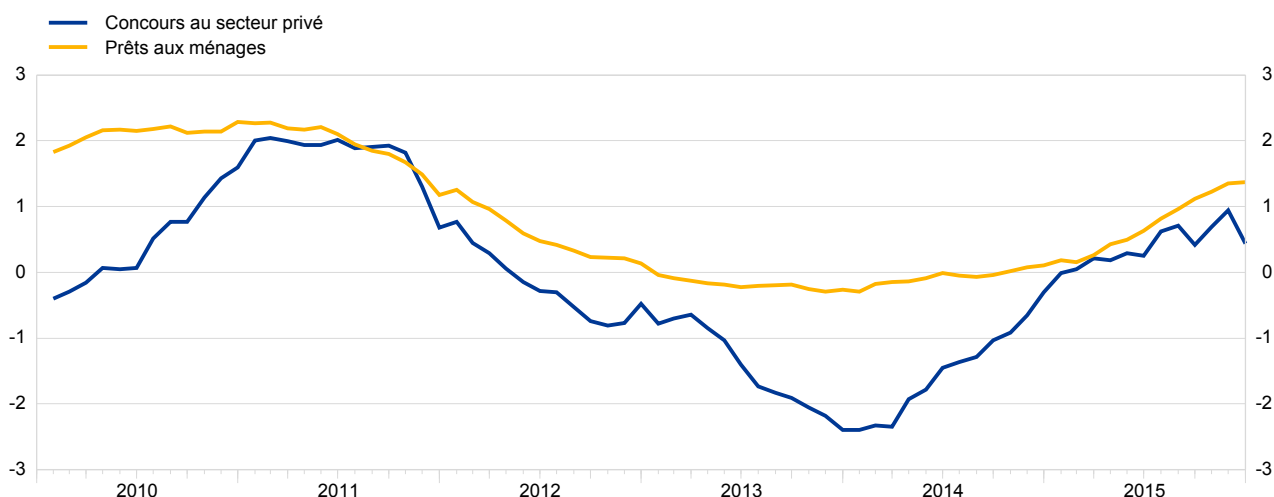
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgique	4,3	6,3	5,3	4,1	2,2	3,8	4,3
Allemagne	1,3	0,7	0,7	1,3	1,2	1,5	2,8
Estonie	-0,1	-3,0	-2,2	-2,3	0,4	2,5	3,9
Irlande	-4,0	-5,4	-3,8	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6
Grèce	-3,0	-0,6	-4,3	-4,2	-3,0	-3,0	-2,8
Espagne	-2,9	-0,1	-2,7	-3,8	-4,7	-3,8	-2,2
France	3,5	6,1	4,5	2,5	2,6	1,9	3,5
Italie	1,1	5,0	3,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,8
Chypre	1,1	9,1	4,7	1,7	-4,6	-2,7	-1,0
Lettonie	-4,5	-	-6,2	-5,3	-4,8	-3,9	-2,5
Lituanie	-0,4	-5,2	-1,7	-1,5	0,0	1,5	4,9
Luxembourg	4,3	2,2	5,2	5,6	3,9	4,1	4,9
Malte	5,8	6,5	6,2	4,4	4,3	6,8	6,5
Pays-Bas	-0,3	1,6	0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-0,7
Autriche	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Portugal	-2,5	2,1	-2,2	-4,4	-4,1	-3,5	-2,6
Slovénie	0,7	8,0	1,7	-1,7	-2,8	-1,5	0,6
Slovaquie	11,7	12,5	11,1	10,3	10,3	13,2	13,1
Finlande	3,9	6,1	5,6	4,9	2,1	1,9	2,7
Zone euro	0,8	2,3	1,2	0,1	-0,3	0,1	1,4
Bulgarie	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-0,3
République tchèque	5,7	7,2	6,4	4,5	5,0	4,5	6,8
Danemark	0,4	1,4	0,8	0,6	-1,6	0,2	0,8
Croatie	-1,4	-	-	-1,5	-1,3	-1,0	-1,7
Hongrie	-8,7	-4,4	-16,7	-6,0	-5,8	-7,1	-12,0
Pologne	5,4	10,3	2,7	7,0	3,9	4,1	4,6
Roumanie	1,5	3,6	4,6	-2,0	-1,4	0,3	4,1
Suède	6,0	8,0	5,3	4,4	4,9	5,8	7,5
Royaume-Uni	0,2	-5,6	-0,2	0,6	0,6	2,8	3,3

Source : BCE.

1) Les données relatives aux pays de la zone euro concernent les prêts accordés par d'autres IFM aux ménages de la zone euro, tandis que les données relatives aux pays de l'UE hors zone euro concernent les prêts accordés aux ménages nationaux. Les données relatives aux pays de la zone euro sont corrigées des cessions de prêts et de la titrisation.

Graphique 1.12 Prêts des IFM au secteur privé et aux ménages¹⁾

(variations annuelles en pourcentage à la fin de chaque mois ; données corrigées des variations saisonnières ainsi que des cessions de prêts et de la titrisation)



Source : BCE.

1) Le secteur privé fait référence aux non-IFM de la zone euro hors administrations publiques.

2 Activité économique

2.1 PIB

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,7	2,3	0,6	0,2	0,0	1,3	.
Allemagne	1,3	1,6	0,8	0,4	0,3	1,6	1,7
Estonie	3,7	5,7	0,5	5,2	1,6	2,9	.
Irlande	3,7	5,6	0,6	0,2	1,4	5,2	.
Grèce	0,3	3,5	-4,8	-7,3	-3,2	0,7	.
Espagne	1,7	3,6	-1,3	-2,6	-1,7	1,4	.
France	1,4	2,0	0,5	0,2	0,7	0,2	1,1
Italie	0,2	1,2	-1,4	-2,8	-1,7	-0,4	.
Chypre	1,9	4,2	-1,9	-2,4	-5,9	-2,5	.
Lettonie	3,8	6,6	-0,7	4,0	3,0	2,4	.
Lituanie	3,8	6,1	0,5	3,8	3,5	3,0	1,6
Luxembourg	2,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	4,1	.
Malte	2,4	2,4	2,3	2,9	4,0	4,1	.
Pays-Bas	1,5	2,5	0,1	-1,1	-0,5	1,0	1,9
Autriche	1,6	2,4	0,4	0,8	0,3	0,4	0,9
Portugal	0,5	1,6	-1,2	-4,0	-1,1	0,9	.
Slovénie	2,2	4,3	-1,2	-2,7	-1,1	3,0	.
Slovaquie	3,6	5,0	1,3	1,5	1,4	2,5	.
Finlande	1,7	3,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,7	.
Zone euro	1,2	2,1	-0,2	-0,9	-0,3	0,9	.
Bulgarie	3,0	4,8	0,1	0,2	1,3	1,5	.
République tchèque	2,5	4,0	0,0	-0,9	-0,5	2,0	.
Danemark	1,0	1,7	-0,3	-0,1	-0,2	1,3	.
Croatie	1,5	3,7	-2,2	-2,2	-1,1	-0,4	.
Hongrie	2,1	3,4	-0,1	-1,7	1,9	3,7	.
Pologne	3,7	4,2	2,9	1,6	1,3	3,3	.
Roumanie	3,3	5,4	0,0	0,6	3,5	3,0	.
Suède	2,3	3,0	1,1	-0,3	1,2	2,3	.
Royaume-Uni	2,0	2,6	1,1	1,2	2,2	2,9	2,2
Union européenne	1,5	2,3	0,1	-0,5	0,2	1,4	.
États-Unis	2,1	2,6	1,4	2,2	1,5	2,4	2,4
Japon	0,8	1,1	0,3	1,7	1,4	0,0	.

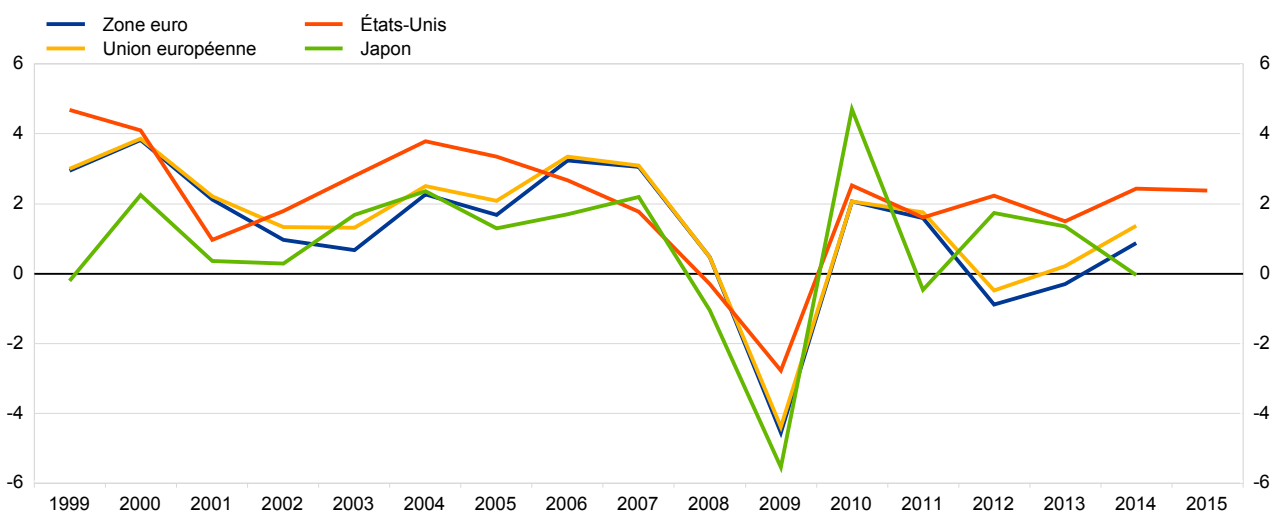
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.1 PIB

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.2 Consommation privée

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,2	1,4	0,9	0,6	0,9	0,4	.
Allemagne	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6	0,9	1,9
Estonie	3,9	6,6	-0,5	4,4	3,8	3,5	.
Irlande	3,1	5,5	-0,8	-1,0	0,1	2,1	.
Grèce	0,4	3,7	-4,7	-8,0	-2,3	0,5	.
Espagne	1,3	3,3	-1,9	-3,5	-3,1	1,2	.
France	1,6	2,3	0,7	-0,2	0,4	0,6	1,4
Italie	0,2	1,0	-1,1	-3,9	-2,7	0,4	.
Chypre	2,7	5,4	-1,6	-0,8	-5,9	0,6	.
Lettonie	3,9	6,5	-0,3	3,2	5,1	2,3	.
Lituanie	4,6	8,1	-1,0	3,6	4,3	4,1	.
Luxembourg	2,2	2,3	2,0	2,7	0,9	3,7	.
Malte	1,6	1,7	1,5	-0,2	2,0	2,8	.
Pays-Bas	0,8	1,6	-0,4	-1,2	-1,4	0,0	1,6
Autriche	1,3	1,8	0,6	0,6	0,1	0,0	0,4
Portugal	0,7	2,0	-1,4	-5,5	-1,2	2,2	.
Slovénie	1,7	3,1	-0,7	-2,5	-4,1	0,7	.
Slovaquie	2,9	4,6	0,1	-0,4	-0,8	2,3	.
Finlande	2,2	3,2	0,6	0,3	-0,5	0,6	.
Zone euro	1,0	1,8	-0,3	-1,2	-0,7	0,8	.
Bulgarie	4,6	7,3	0,2	3,3	-1,4	2,7	.
République tchèque	2,1	3,3	0,2	-1,5	0,7	1,5	.
Danemark	0,9	1,7	-0,3	0,4	-0,1	0,5	.
Croatie	1,2	3,5	-2,4	-3,0	-1,8	-0,7	.
Hongrie	1,7	3,7	-1,5	-2,2	0,3	1,8	.
Pologne	3,3	4,0	2,1	0,7	0,2	2,5	.
Roumanie	4,7	7,9	-0,5	1,2	0,7	3,8	.
Suède	2,4	2,7	1,8	0,8	1,9	2,2	.
Royaume-Uni	2,2	3,2	0,5	1,8	1,9	2,5	.
Union européenne	1,4	2,2	0,0	-0,6	-0,1	1,3	.
États-Unis	2,5	3,1	1,6	1,5	1,7	2,7	3,1
Japon	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	-0,9	.

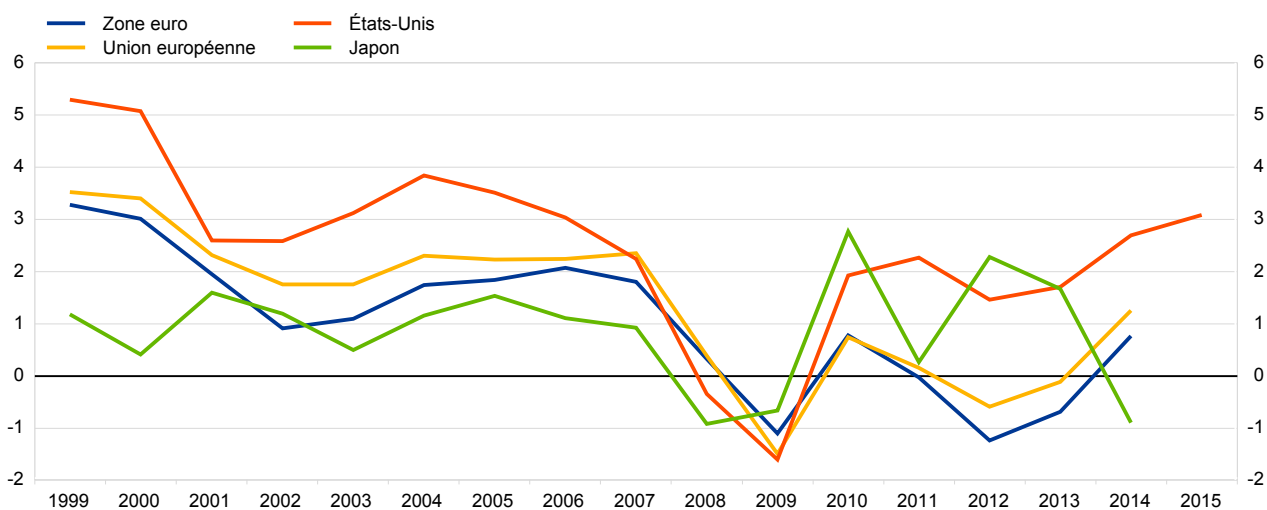
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.2 Consommation privée

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.3 Consommation publique

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,5	1,9	0,9	1,5	-0,1	0,6	.
Allemagne	1,3	1,0	1,7	1,3	0,8	1,7	2,8
Estonie	2,2	3,0	1,0	3,6	1,5	3,0	.
Irlande	2,8	5,3	-1,1	-1,2	0,0	4,0	.
Grèce	0,6	3,5	-4,1	-6,0	-6,5	-2,6	.
Espagne	2,9	5,0	-0,4	-4,5	-2,8	0,0	.
France	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
Italie	0,7	1,4	-0,5	-1,4	-0,3	-0,7	.
Chypre	1,6	3,8	-2,0	-3,7	-4,1	-9,0	.
Lettonie	1,1	2,8	-1,7	0,3	1,6	4,9	.
Lituanie	0,8	1,4	-0,2	1,3	1,0	1,3	.
Luxembourg	3,4	3,3	3,4	3,6	3,9	4,5	.
Malte	2,7	2,8	2,7	6,3	0,2	7,8	.
Pays-Bas	2,3	3,4	0,6	-1,3	0,1	0,3	0,0
Autriche	1,3	1,7	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0
Portugal	0,8	2,2	-1,4	-3,3	-2,0	-0,5	.
Slovénie	1,8	3,2	-0,5	-2,3	-1,5	-0,1	.
Slovaquie	2,6	3,0	1,9	-2,6	2,2	5,9	.
Finlande	1,2	1,6	0,4	0,5	1,1	-0,3	.
Zone euro	1,5	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,9	.
Bulgarie	2,2	4,5	-1,5	-0,5	2,3	0,1	.
République tchèque	1,4	2,1	0,5	-1,8	2,4	1,8	.
Danemark	1,4	2,0	0,4	0,0	-0,7	0,2	.
Croatie	1,1	2,0	-0,4	-1,0	0,3	-1,9	.
Hongrie	1,5	1,9	0,8	-1,5	2,4	2,9	.
Pologne	3,3	4,1	1,9	-0,4	2,2	4,9	.
Roumanie	0,4	1,2	-0,8	0,4	-4,6	0,3	.
Suède	1,0	0,7	1,4	1,1	1,3	1,3	.
Royaume-Uni	2,2	2,9	1,0	1,8	0,5	2,5	.
Union européenne	1,6	2,1	0,7	0,1	0,3	1,1	.
États-Unis	1,1	2,1	-0,3	-0,9	-2,5	-0,5	0,4
Japon	1,8	2,0	1,5	1,7	1,9	0,1	.

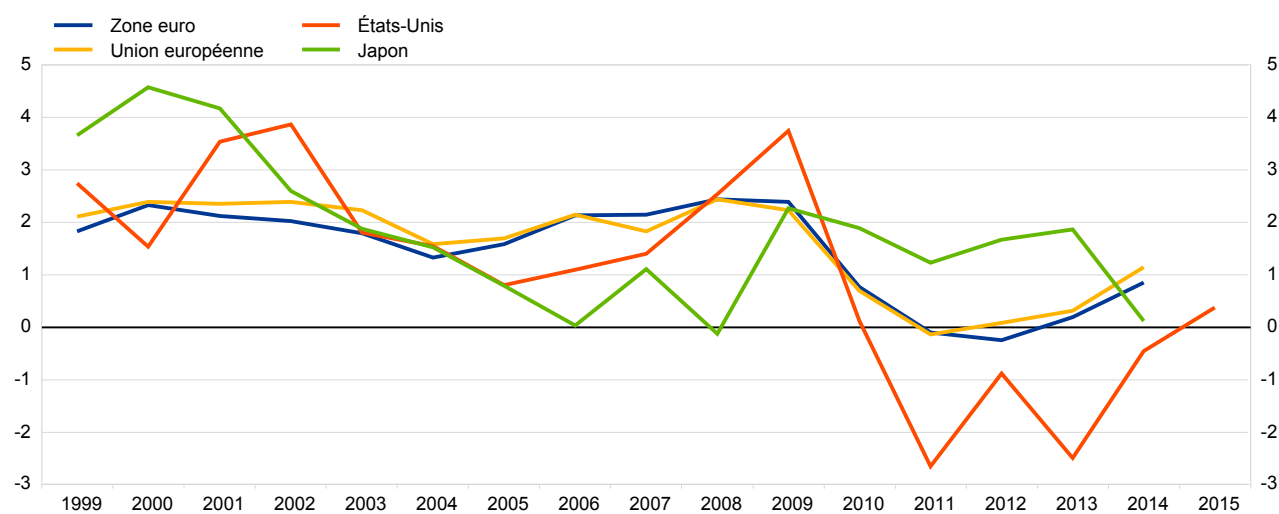
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.3 Consommation publique

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.4 Formation brute de capital fixe

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,9	3,6	-0,7	-3,5	-4,7	6,2	.
Allemagne	0,2	0,8	-0,5	-8,2	1,5	2,0	-0,5
Estonie	4,7	7,7	-0,1	18,5	-0,8	5,9	.
Irlande	2,4	5,1	-2,0	6,8	-5,1	16,5	.
Grèce	-3,3	4,4	-14,9	-24,0	-10,8	9,9	.
Espagne	0,9	5,3	-6,1	-8,1	-3,6	4,8	.
France	1,6	3,4	-0,8	-2,5	0,4	-0,3	1,1
Italie	-0,9	2,4	-6,2	-14,9	-5,3	-4,1	.
Chypre	-0,1	8,3	-12,7	-16,2	-23,5	1,5	.
Lettonie	3,8	11,1	-7,3	-1,1	-4,3	-5,5	.
Lituanie	2,7	8,9	-6,7	-12,2	1,8	0,4	.
Luxembourg	2,9	4,3	1,2	-2,1	-3,0	10,0	.
Malte	0,0	0,9	-1,1	-4,4	1,1	4,9	.
Pays-Bas	0,6	2,3	-1,7	-6,2	-5,2	2,7	6,8
Autriche	0,6	1,7	-1,0	-0,3	-2,2	-1,6	-0,8
Portugal	-2,5	0,4	-7,2	-18,1	-5,1	5,5	.
Slovénie	0,5	6,9	-9,2	-17,5	2,7	5,7	.
Slovaquie	0,9	3,6	-3,4	-14,0	1,5	2,6	.
Finlande	0,9	3,2	-2,8	-6,4	-4,9	-0,4	.
Zone euro	0,5	2,6	-3,0	-7,5	-1,8	1,3	.
Bulgarie	5,8	14,7	-7,6	2,5	-3,3	4,4	.
République tchèque	2,2	5,4	-3,1	-4,1	-5,0	4,4	.
Danemark	0,8	2,5	-2,0	1,6	0,4	4,6	.
Croatie	1,3	7,9	-8,9	-6,5	-0,4	-4,7	.
Hongrie	0,2	2,2	-3,1	-7,2	3,8	11,3	.
Pologne	3,5	4,7	1,6	-3,9	-5,8	12,6	.
Roumanie	5,5	12,2	-4,7	-4,8	0,5	3,2	.
Suède	3,0	4,3	0,8	-5,0	1,6	8,0	.
Royaume-Uni	1,7	1,1	2,8	2,1	8,4	6,7	.
Union européenne	0,8	2,6	-2,1	-6,0	-0,4	2,7	.
États-Unis	1,6	1,9	1,6	6,9	2,7	4,3	4,4
Japon	-0,8	-0,7	-1,1	4,5	1,4	2,4	.

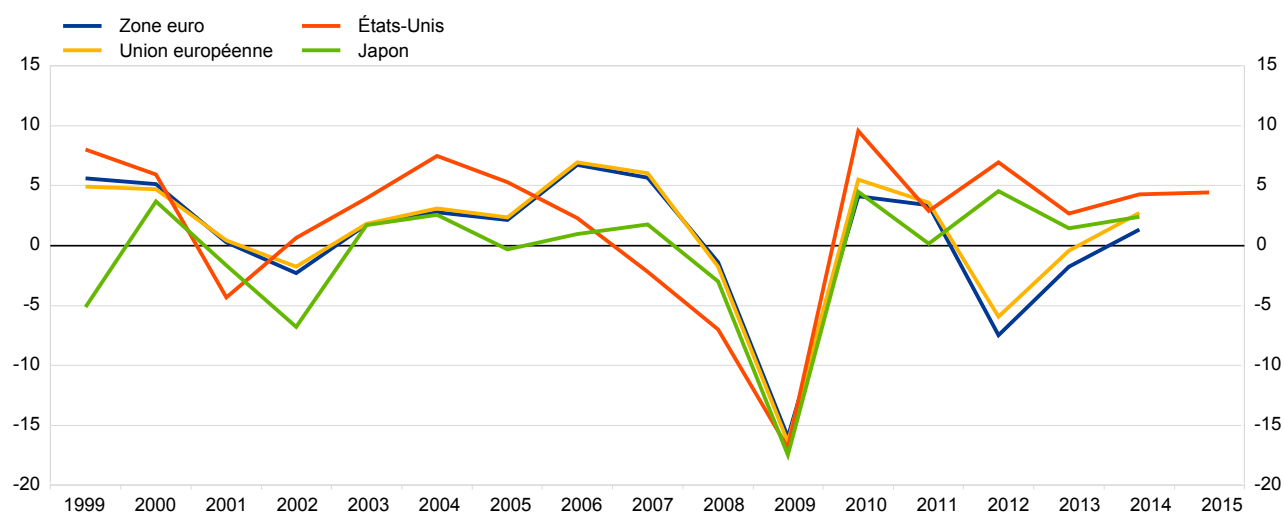
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.4 Formation brute de capital fixe

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.5 Exportations de biens et services

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,8	4,6	2,5	1,8	1,6	5,4	.
Allemagne	5,4	7,2	2,8	2,8	1,6	4,0	5,4
Estonie	6,5	7,0	5,6	6,2	4,7	1,8	.
Irlande	6,5	8,0	3,9	2,1	2,5	12,1	.
Grèce	4,3	7,5	-0,9	1,2	2,2	7,5	.
Espagne	3,7	4,5	2,5	1,1	4,3	5,1	.
France	3,2	3,8	2,3	2,5	1,7	2,4	5,9
Italie	2,0	2,9	0,4	2,3	0,8	3,1	.
Chypre	1,4	1,8	0,7	-1,1	1,8	-0,5	.
Lettonie	6,7	8,4	4,0	9,8	1,1	3,1	.
Lituanie	8,7	9,6	7,1	12,2	9,6	3,0	.
Luxembourg	4,8	6,8	2,3	0,2	6,9	6,8	.
Malte	4,7	6,2	2,7	6,7	0,8	0,0	.
Pays-Bas	4,3	5,3	2,7	3,8	2,1	4,0	4,2
Autriche	4,1	6,2	1,3	1,7	0,8	2,1	1,8
Portugal	4,0	4,4	3,2	3,4	7,0	3,9	.
Slovénie	5,9	8,8	1,2	0,6	3,1	5,8	.
Slovaquie	9,5	12,6	4,4	9,3	6,2	3,6	.
Finlande	3,6	7,1	-2,1	1,2	1,1	-0,9	.
Zone euro	4,2	5,5	2,1	2,6	2,1	4,1	.
Bulgarie	3,8	3,7	4,0	0,8	9,2	-0,1	.
République tchèque	8,7	11,4	4,3	4,3	0,0	8,9	.
Danemark	3,7	5,7	0,6	0,6	0,9	3,1	.
Croatie	4,2	6,5	0,5	-0,1	3,1	7,3	.
Hongrie	9,0	13,0	2,8	-1,8	6,4	7,6	.
Pologne	7,4	8,8	5,1	4,6	6,1	6,4	.
Roumanie	9,8	10,9	8,2	1,0	19,7	8,6	.
Suède	3,9	5,7	0,9	1,0	-0,8	3,5	.
Royaume-Uni	3,1	4,4	0,9	0,7	1,2	1,2	.
Union européenne	4,3	5,7	2,1	2,3	2,2	4,1	.
États-Unis	3,7	4,4	2,8	3,4	2,8	3,4	1,1
Japon	4,1	6,3	0,5	-0,2	1,2	8,3	.

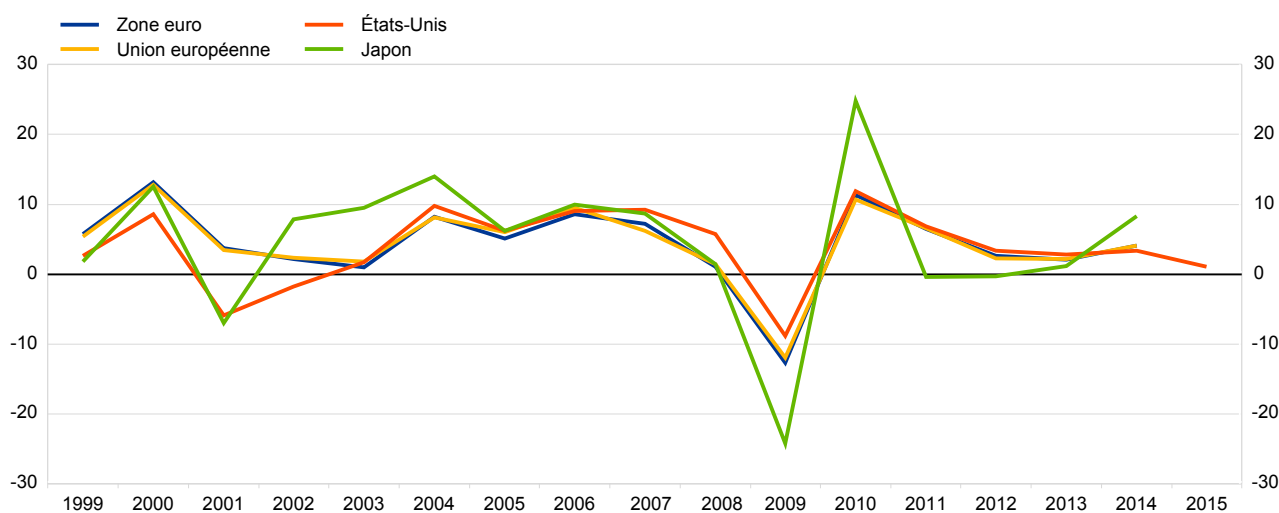
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.5 Exportations de biens et services

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.6 Importations de biens et services

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	3,7	4,4	2,5	1,4	0,8	5,9	.
Allemagne	4,5	5,6	3,0	-0,3	3,1	3,7	5,7
Estonie	6,8	8,4	4,0	11,7	4,5	1,4	.
Irlande	5,7	7,5	2,6	2,9	0,0	14,7	.
Grèce	1,9	7,2	-6,5	-9,1	-1,9	7,7	.
Espagne	3,0	6,3	-2,4	-6,2	-0,3	6,4	.
France	4,1	5,2	2,5	0,7	1,7	3,8	6,4
Italie	1,6	3,5	-1,6	-8,1	-2,5	2,9	.
Chypre	1,7	4,6	-3,1	-4,4	-3,0	2,0	.
Lettonie	5,4	8,8	-0,1	5,4	-0,2	0,8	.
Lituanie	7,8	11,0	2,6	6,6	9,3	2,9	.
Luxembourg	5,3	7,2	2,7	1,5	5,7	8,0	.
Malte	4,0	5,6	1,9	5,2	-0,8	-0,1	.
Pays-Bas	4,1	5,3	2,4	2,7	0,9	4,0	4,9
Autriche	3,4	4,9	1,2	1,1	0,0	1,3	1,6
Portugal	2,2	4,0	-0,7	-6,3	4,7	7,2	.
Slovénie	4,7	8,4	-1,3	-3,7	1,7	4,0	.
Slovaquie	7,2	10,2	2,3	2,5	5,1	4,3	.
Finlande	4,0	7,0	-0,7	1,6	0,5	0,0	.
Zone euro	3,8	5,4	1,1	-1,0	1,3	4,5	.
Bulgarie	7,3	12,0	-0,2	4,5	4,9	1,5	.
République tchèque	8,0	10,9	3,5	2,7	0,1	9,8	.
Danemark	4,1	6,5	0,1	1,8	1,1	3,3	.
Croatie	3,3	7,3	-3,1	-3,0	3,1	4,3	.
Hongrie	7,9	12,0	1,5	-3,5	6,3	8,5	.
Pologne	6,0	7,9	2,8	-0,3	1,7	10,0	.
Roumanie	10,6	16,0	2,3	-1,8	8,8	8,9	.
Suède	3,8	5,0	1,7	0,5	-0,1	6,3	.
Royaume-Uni	3,5	5,0	1,2	2,9	2,8	2,4	.
Union européenne	4,0	5,7	1,2	-0,3	1,6	4,7	.
États-Unis	3,9	5,1	2,1	2,2	1,1	3,8	5,0
Japon	3,3	3,8	2,4	5,3	3,1	7,2	.

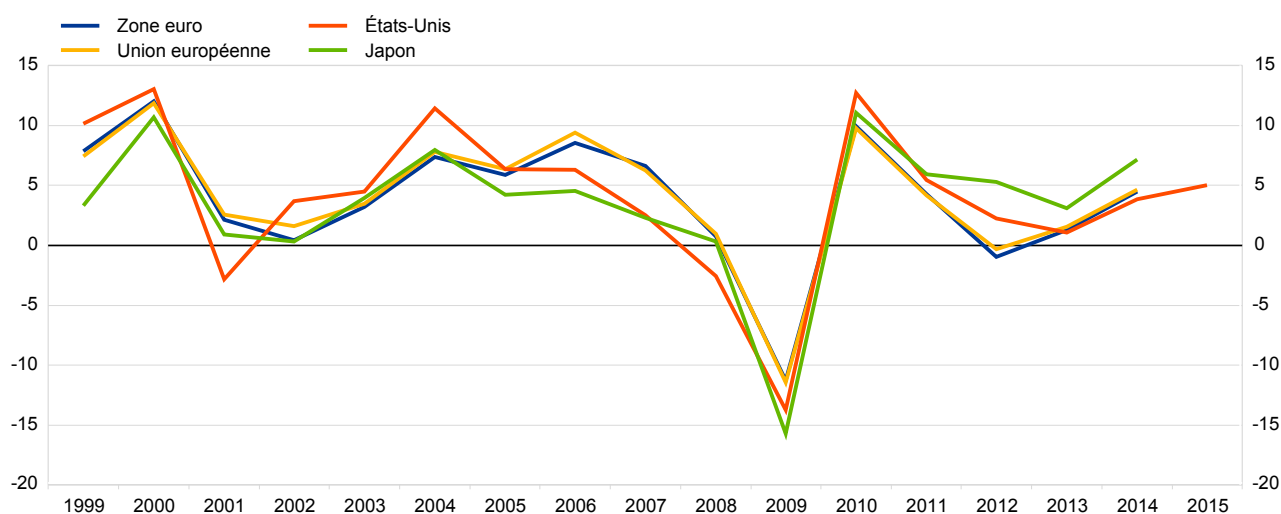
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.6 Importations de biens et services

(volumes chaînés ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.7 PIB nominal

(prix courants ; montants en milliards d'euros)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	327,2	296,2	379,0	387,4	392,7	400,6	.
Allemagne	2 476,0	2 283,0	2 751,6	2 754,9	2 820,8	2 915,7	3 026,6
Estonie	12,8	10,2	17,1	18,0	19,0	20,0	.
Irlande	159,6	150,0	175,5	174,8	179,4	189,0	.
Grèce	192,7	186,3	203,3	191,2	180,4	177,6	.
Espagne	927,2	849,0	1 057,6	1 042,9	1 031,3	1 041,2	.
France	1 850,8	1 694,7	2 073,7	2 086,9	2 116,6	2 132,4	2 183,3
Italie	1 489,7	1 418,1	1 608,9	1 614,7	1 606,9	1 613,9	.
Chypre	15,6	13,8	18,7	19,5	18,1	17,4	.
Lettonie	16,3	13,5	20,8	22,0	22,8	23,6	.
Lituanie	24,8	19,3	32,6	33,3	35,0	36,4	37,2
Luxembourg	34,6	29,2	42,8	43,6	46,5	48,9	.
Malte	5,9	5,1	7,1	7,2	7,7	8,1	.
Pays-Bas	574,7	524,2	646,9	645,2	650,9	662,8	677,8
Autriche	272,1	242,9	313,7	317,1	322,9	329,3	337,1
Portugal	159,2	150,4	173,9	168,4	170,3	173,4	.
Slovénie	31,1	27,9	36,4	36,0	35,9	37,3	.
Slovaquie	49,2	36,4	70,6	72,4	73,8	75,6	.
Finlande	172,2	158,3	195,5	199,8	202,7	205,2	.
Zone euro	8 724,2	8 107,7	9 751,8	9 835,2	9 933,5	10 108,1	.
Bulgarie	29,0	22,1	40,4	41,7	41,9	42,8	.
République tchèque	121,7	100,6	156,8	160,7	156,9	154,7	.
Danemark	219,6	202,8	247,8	252,9	255,2	260,6	.
Croatie	38,4	34,6	44,2	43,9	43,5	43,0	.
Hongrie	86,0	77,9	99,6	99,1	101,3	104,2	.
Pologne	312,1	257,9	375,3	389,6	394,7	410,8	.
Roumanie	96,0	72,8	134,6	133,5	144,2	150,2	.
Suède	338,6	304,3	395,7	423,4	435,8	430,7	.
Royaume-Uni	1 876,1	1 831,7	1 950,1	2 054,3	2 043,2	2 254,7	.
Union européenne	11 816,0	10 988,4	13 195,4	13 433,2	13 549,9	13 958,4	.
États-Unis	11 049,8	10 584,4	11 825,5	12 574,2	12 546,4	13 058,4	16 167,3
Japon	3 947,7	3 934,3	3 970,1	4 637,8	3 694,8	3 470,5	.

Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour la Croatie, le Luxembourg et Malte sont disponibles depuis 2000 ; et pour la Pologne, depuis 2002.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

2 Activité économique

2.8 PIB par habitant

(prix courants ; PPA¹⁾ en milliers d'euros)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	28,5	26,7	31,7	32,2	32,4	32,4	33,0
Allemagne	28,7	26,3	32,9	33,5	34,0	34,3	35,3
Estonie	14,4	12,1	18,6	18,7	19,6	20,4	20,7
Irlande	32,3	30,6	35,4	35,6	35,6	36,5	37,6
Grèce	20,7	20,4	21,8	20,8	19,8	19,9	20,0
Espagne	23,3	22,1	25,8	25,4	25,2	25,4	25,6
France	26,2	24,7	28,8	29,1	29,1	29,3	30,0
Italie	25,6	24,8	27,3	27,7	27,3	27,1	27,0
Chypre	23,0	21,6	25,9	25,8	25,4	24,2	23,7
Lettonie	12,8	11,3	15,6	15,1	16,3	17,2	17,6
Lituanie	13,2	10,6	17,7	17,6	18,8	20,0	20,6
Luxembourg	62,4	57,3	69,8	70,9	71,1	72,7	75,0
Malte	19,9	18,3	22,8	22,6	23,0	23,9	24,1
Pays-Bas	32,3	30,3	36,2	36,2	36,2	36,4	36,7
Autriche	30,3	28,2	34,1	34,4	35,0	35,2	35,6
Portugal	18,8	17,5	21,2	21,0	20,6	21,6	21,9
Slovénie	20,7	19,8	22,5	22,2	22,2	22,4	23,1
Slovaquie	13,6	10,2	19,7	19,6	20,1	20,7	21,4
Finlande	27,6	25,8	31,0	31,4	31,3	31,3	30,8
Zone euro	25,9	24,3	28,9	29,1	29,1	29,3	29,8
Bulgarie	9,3	7,7	12,1	12,2	12,4	12,5	12,8
République tchèque	19,0	17,3	22,1	22,3	22,3	22,6	23,4
Danemark	30,0	27,9	33,5	33,8	34,3	34,5	35,0
Croatie	14,3	13,1	16,2	16,0	16,4	16,6	16,4
Hongrie	14,8	13,2	17,6	17,6	17,6	18,3	19,0
Pologne	13,2	11,0	16,9	17,4	18,0	18,4	18,8
Roumanie	9,7	7,5	13,8	13,7	14,3	14,9	15,0
Suède	30,1	28,1	33,7	34,1	34,2	34,8	34,8
Royaume-Uni	27,8	26,9	29,5	28,5	29,3	30,2	30,6
Union européenne	23,9	22,2	26,9	26,9	27,1	27,5	28,0
États-Unis	36,4	34,7	39,4	38,8	40,0	41,0	41,9
Japon	25,4	24,4	27,1	26,8	27,8	28,2	28,0

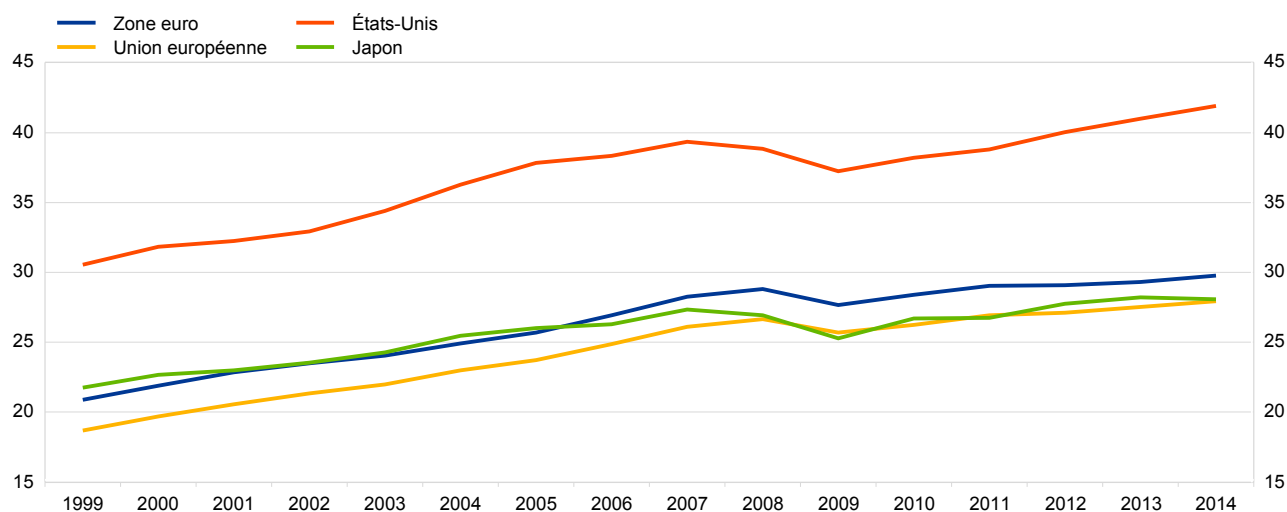
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) PIB en standards de pouvoir d'achat (SPA) exprimés en euros et calculés à partir des taux de PPA par rapport à la zone euro (Euro 19 = 1)

2) Les données pour le Luxembourg et la Croatie sont disponibles depuis 2000.

Graphique 2.8 PIB par habitant

(prix courants ; PPA¹⁾ en milliers d'euros)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) PIB en standards de pouvoir d'achat (SPA) exprimés en euros et calculés à partir des taux de PPA par rapport à la zone euro (Euro 19 = 1)

2 Activité économique

2.9 Emploi

(personnes employées ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	0,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	0,3	.
Allemagne	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,9	0,8
Estonie	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	0,8	.
Irlande	1,4	3,4	-1,8	-0,6	2,4	1,7	.
Grèce	-0,5	1,2	-3,3	-6,3	-3,6	0,1	.
Espagne	1,0	3,4	-2,8	-4,1	-2,9	0,9	.
France	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,3	.
Italie	0,5	1,3	-0,7	-0,3	-1,8	0,1	.
Chypre	1,1	2,7	-1,5	-3,2	-6,0	-1,1	.
Lettonie	-0,4	1,7	-3,0	1,4	2,3	-1,3	.
Lituanie	-0,8	-0,5	-1,3	1,8	1,3	2,0	.
Luxembourg	2,9	3,6	2,1	2,4	1,8	2,5	.
Malte	1,6	0,9	2,7	2,5	3,7	5,0	.
Pays-Bas	0,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
Autriche	1,0	1,1	0,7	1,1	0,5	0,9	.
Portugal	-0,5	0,4	-2,0	-4,1	-2,9	1,4	.
Slovénie	0,3	1,2	-1,2	-0,9	-1,4	0,6	.
Slovaquie	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,8	1,4	.
Finlande	0,8	1,6	-0,4	0,9	-0,7	-0,9	.
Zone euro	0,4	1,1	-0,5	-0,4	-0,7	0,6	.
Bulgarie	-0,1	1,0	-1,7	-2,5	-0,4	0,4	.
République tchèque	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,6	.
Danemark	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,8	.
Croatie	0,8	3,0	-2,0	-3,7	-2,6	2,7	.
Hongrie	0,2	0,1	0,5	0,1	0,9	4,6	.
Pologne	0,6	1,0	0,0	0,1	-0,1	1,7	.
Roumanie	-1,5	-1,6	-1,3	-4,8	-0,9	0,8	.
Suède	0,9	1,1	0,6	0,7	1,0	1,4	.
Royaume-Uni	0,9	1,0	0,6	1,1	1,2	2,3	.
Union européenne	0,4	0,9	-0,3	-0,4	-0,3	1,0	.
États-Unis	0,7	1,0	0,1	1,8	1,0	1,6	.
Japon	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,6	0,6	.

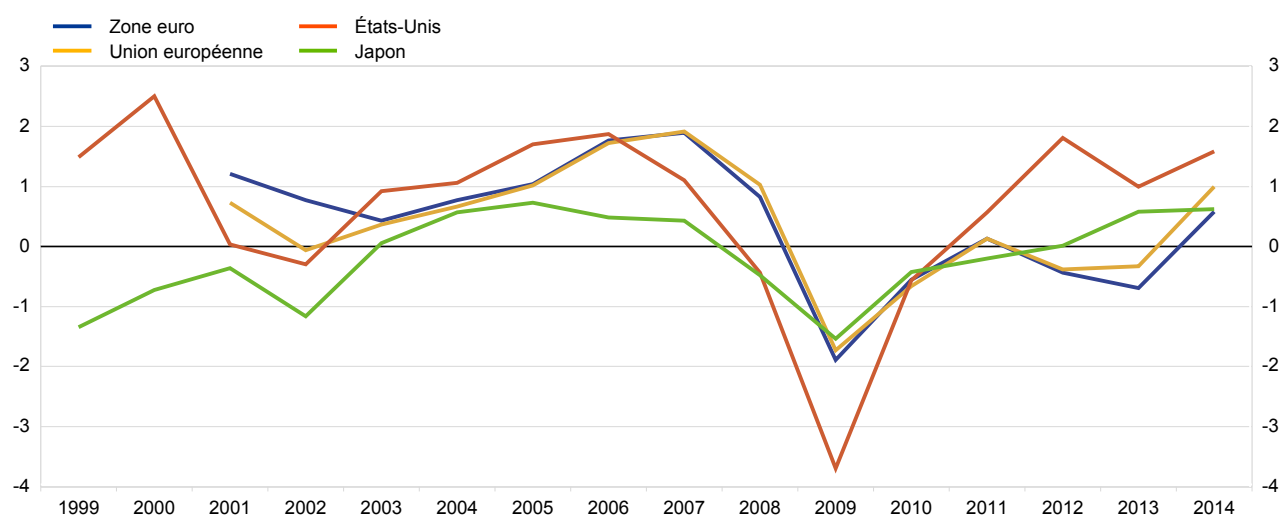
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour la zone euro, l'Union européenne, la Hongrie, la Lettonie, le Luxembourg et la Pologne sont disponibles depuis 2001.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.9 Emploi

(personnes employées ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.10 Productivité du travail

(par personne employée ; variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1, 2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	0,8	1,1	0,2	-0,2	0,4	1,0	.
Allemagne	0,6	1,0	0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,9
Estonie	3,7	5,1	1,5	3,4	0,3	2,1	.
Irlande	2,3	2,2	2,4	0,7	-0,9	3,4	.
Grèce	0,8	2,2	-1,6	-1,1	0,4	0,5	.
Espagne	0,7	0,1	1,6	1,5	1,3	0,4	.
France	0,7	1,0	0,3	-0,1	0,7	-0,2	.
Italie	-0,3	0,0	-0,7	-2,5	0,0	-0,5	.
Chypre	0,7	1,4	-0,4	0,8	0,1	-1,4	.
Lettonie	4,2	5,5	2,4	2,5	0,7	3,8	.
Lituanie	4,7	6,6	1,6	2,0	2,2	1,0	.
Luxembourg	-0,3	-0,2	-0,4	-3,2	2,5	1,5	.
Malte	0,6	1,2	-0,3	0,4	0,2	-0,9	.
Pays-Bas	0,8	1,2	0,2	-0,9	0,4	1,2	1,1
Autriche	0,7	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	.
Portugal	1,0	1,2	0,8	0,1	1,8	-0,5	.
Slovénie	1,9	3,1	0,1	-1,8	0,3	2,5	.
Slovaquie	3,3	4,4	1,4	1,5	2,2	1,1	.
Finlande	0,8	1,7	-0,6	-2,3	-0,4	0,4	.
Zone euro	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,4	0,3	.
Bulgarie	3,0	3,8	1,8	2,8	1,7	1,2	.
République tchèque	2,4	3,6	0,3	-1,3	-0,8	1,4	.
Danemark	0,8	0,9	0,6	0,6	-0,4	0,4	.
Croatie	0,6	1,2	-0,2	1,5	1,6	-3,0	.
Hongrie	1,8	3,3	-0,6	-1,8	0,9	-1,1	.
Pologne	2,8	2,6	2,9	1,4	1,3	1,6	.
Roumanie	4,9	7,1	1,3	5,7	4,4	2,2	.
Suède	1,4	1,9	0,4	-1,0	0,3	0,9	.
Royaume-Uni	1,1	1,5	0,3	0,1	1,0	0,6	.
Union européenne	0,8	1,1	0,4	-0,1	0,6	0,4	.
États-Unis	1,4	1,5	1,1	0,4	0,5	0,8	.
Japon	0,9	1,3	0,4	1,7	0,8	-0,6	.

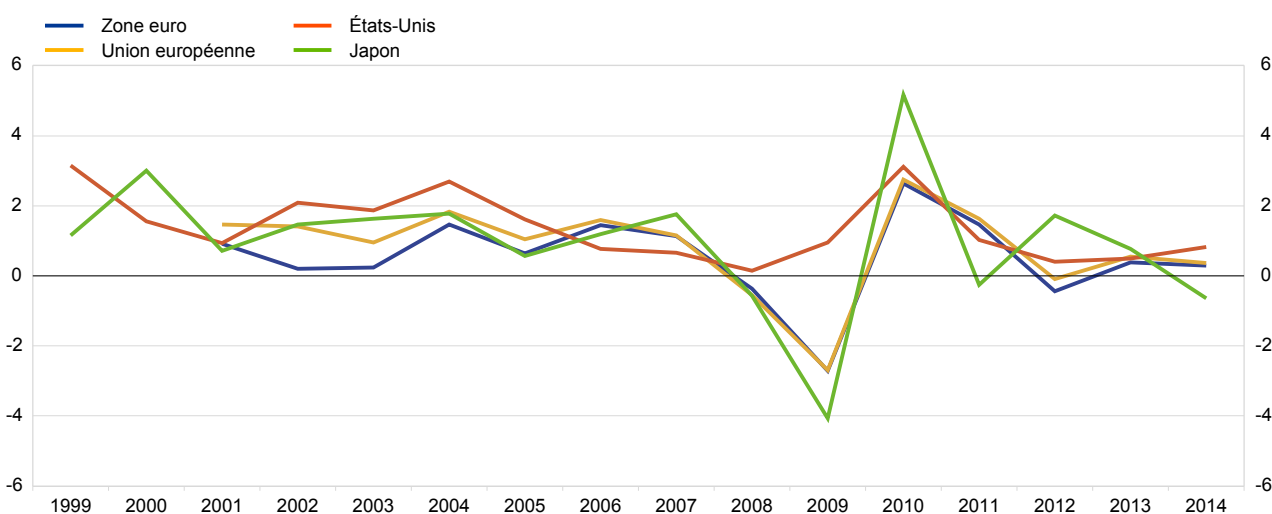
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2001 pour la Croatie, la zone euro, l'Union européenne, le Luxembourg et Malte et depuis 2003 pour la Pologne.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.10 Productivité du travail

(par personne employée ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

2 Activité économique

2.11 Chômage

(en pourcentage de la population active)

	1999-2015 ^(1, 2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	7,8	7,7	8,0	7,6	8,4	8,5	8,3
Allemagne	7,7	9,1	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Estonie	10,1	9,3	11,4	10,0	8,6	7,4	.
Irlande	8,0	4,7	12,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Grèce	13,7	10,0	19,8	24,5	27,5	26,5	.
Espagne	15,5	10,7	22,4	24,8	26,1	24,5	22,1
France	9,2	8,9	9,8	9,8	10,3	10,3	10,4
Italie	9,0	8,2	10,3	10,7	12,1	12,7	11,9
Chypre	7,4	4,3	11,3	11,8	15,9	16,1	15,6
Lettonie	12,3	10,9	14,4	15,1	11,9	10,8	9,9
Lituanie	11,9	11,0	13,2	13,4	11,8	10,7	9,1
Luxembourg	4,3	3,6	5,4	5,1	5,9	6,0	6,1
Malte	6,7	7,0	6,3	6,3	6,4	5,8	5,3
Pays-Bas	5,0	4,4	6,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Autriche	4,9	4,7	5,2	4,9	5,4	5,6	5,7
Portugal	9,8	7,3	13,5	15,8	16,4	14,1	12,6
Slovénie	7,1	6,1	8,5	8,9	10,1	9,7	9,1
Slovaquie	14,9	16,0	13,3	14,0	14,2	13,2	11,5
Finlande	8,4	8,5	8,3	7,7	8,2	8,7	9,4
Zone euro	9,5	8,6	10,8	11,4	12,0	11,6	10,9
Bulgarie	11,6	12,4	10,6	12,3	13,0	11,4	9,4
République tchèque	7,0	7,3	6,5	7,0	7,0	6,1	5,1
Danemark	5,5	4,5	6,9	7,5	7,0	6,5	6,1
Croatie	13,7	13,1	14,6	16,0	17,3	17,3	16,6
Hongrie	7,9	6,6	10,2	11,0	10,1	7,7	.
Pologne	12,9	15,5	9,2	10,1	10,4	9,0	7,5
Roumanie	7,1	7,2	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Suède	7,1	6,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,4
Royaume-Uni	6,1	5,2	7,5	7,9	7,6	6,1	.
Union européenne	9,1	8,5	9,9	10,5	10,9	10,2	9,4
États-Unis	6,2	5,0	7,8	8,1	7,4	6,2	5,3
Japon	4,5	4,6	4,3	4,3	4,0	3,6	3,4

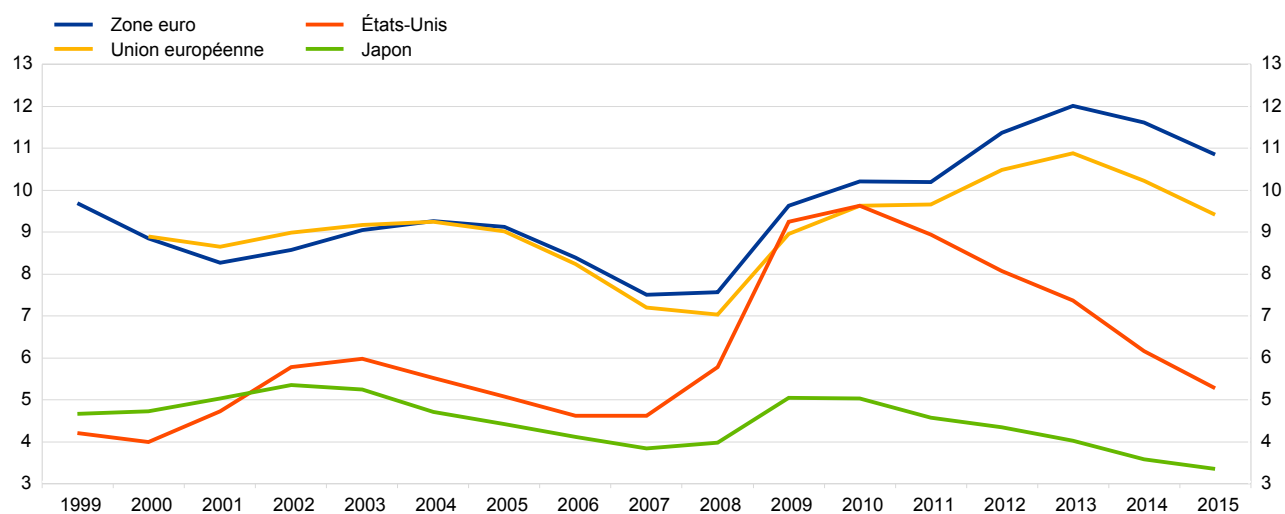
Source : Eurostat.

1) Les données pour la Bulgarie, la Croatie, Chypre, l'Estonie, Malte et l'Union européenne sont disponibles depuis 2000.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 2.11 Chômage

(en pourcentage de la population active)



Source : Eurostat.

2 Activité économique

2.12 Dette des ménages¹⁾ (en pourcentage du PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	46,3	41,4	54,5	54,1	55,2	56,2	58,4
Allemagne	63,5	67,3	57,3	56,9	56,4	55,5	54,4
Estonie	33,2	25,4	46,1	45,6	42,1	39,8	38,9
Irlande	87,2	76,6	101,3	102,7	99,3	93,8	83,8
Grèce	40,8	28,3	61,6	63,7	64,6	65,2	63,5
Espagne	68,3	61,4	79,8	81,8	80,4	76,7	72,4
France	45,1	39,4	54,7	54,8	55,2	55,6	56,1
Italie	34,8	29,7	43,4	43,8	43,9	43,5	42,9
Chypre	97,8	83,0	122,4	122,4	124,8	125,8	128,6
Lettonie	36,7	34,6	38,4	40,5	33,3	29,8	26,6
Lituanie	23,1	19,6	25,9	25,8	23,7	22,4	21,5
Luxembourg	49,5	44,3	55,7	54,3	56,1	55,3	56,7
Malte	54,4	48,3	59,4	59,5	59,8	59,0	59,3
Pays-Bas	106,3	100,0	116,8	118,3	118,3	114,8	112,5
Autriche	50,2	48,6	52,8	53,5	52,1	51,2	51,4
Portugal	78,8	72,9	88,6	90,5	90,7	86,0	81,5
Slovénie	25,9	21,3	29,7	30,0	30,9	30,0	28,5
Slovaquie	16,5	10,0	27,4	26,5	27,8	29,7	31,6
Finlande	49,2	41,2	62,5	61,3	63,6	64,2	65,5
Zone euro	58,3	55,1	63,8	64,2	63,9	62,7	61,9
Bulgarie	16,8	11,8	24,4	24,0	23,3	23,2	22,6
République tchèque	20,4	14,4	30,3	30,1	31,1	31,5	31,3
Danemark	117,6	105,9	137,2	138,8	136,6	134,6	132,3
Croatie	34,1	29,0	40,9	41,5	41,2	40,4	40,4
Hongrie	24,0	18,3	33,5	37,6	31,8	28,2	25,9
Pologne	26,6	18,8	34,3	35,1	34,1	35,1	35,6
Roumanie	12,7	7,9	20,7	21,5	20,6	19,2	18,1
Suède	65,2	56,6	79,7	78,0	80,5	82,3	83,6
Royaume-Uni	86,4	83,2	91,7	91,7	90,6	87,8	86,0
Union européenne	-	-	-	-	-	-	-
États-Unis	84,8	84,2	85,8	85,7	82,7	81,0	80,0
Japon	68,3	69,5	66,3	66,4	65,7	66,2	66,0

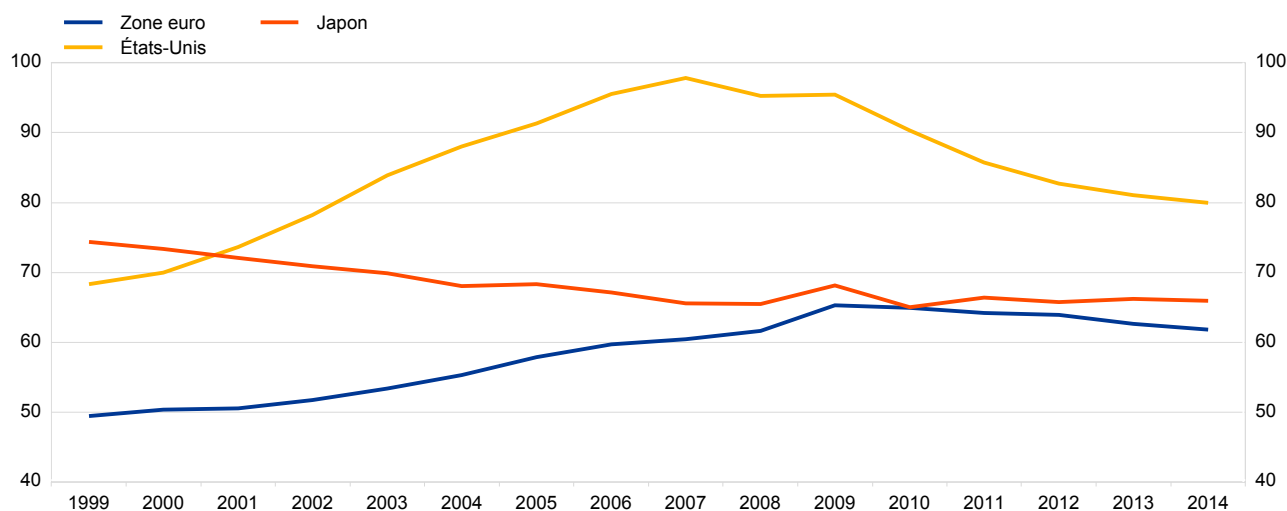
Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

1) Définie comme les encours de prêts reçus par les ménages.

2) Les données relatives à l'Union européenne ne sont pas disponibles. Les données pour la Bulgarie sont disponibles depuis 2000 ; pour la Grèce, depuis 1999 ; pour la Croatie, depuis 2001 ; pour l'Irlande, depuis 2001 ; pour la Lituanie, depuis 2004 ; pour le Luxembourg, depuis 2002 ; pour Malte, depuis 2004 ; pour la Lettonie, depuis 2004 ; pour la Pologne, depuis 2003 ; et pour la Slovénie, depuis 2004.

Graphique 2.12 Dette des ménages

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

2 Activité économique

2.13 Taux d'épargne des ménages

(en pourcentage du revenu disponible corrigé¹⁾).

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	15,3	16,0	14,1	13,6	13,5	12,3	12,6
Allemagne	16,3	16,1	16,6	16,5	16,4	16,4	16,8
Estonie	4,3	1,1	9,5	10,2	7,1	8,9	8,2
Irlande	7,5	6,8	8,8	8,4	8,3	6,1	5,0
Grèce	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	9,8	9,5	10,4	10,8	8,8	10,0	9,6
France	15,0	14,9	15,1	15,2	14,7	14,3	14,8
Italie	13,0	14,2	11,1	10,7	9,4	11,3	10,8
Chypre	5,4	7,9	1,3	5,4	0,6	-4,1	-10,8
Lettonie	2,0	2,3	1,6	-3,2	-3,8	-3,0	-0,8
Lituanie	3,3	2,8	3,6	4,8	1,6	1,8	0,1
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malte	-	-	-	-	-	-	-
Pays-Bas	13,0	12,4	13,8	13,1	13,8	14,2	14,8
Autriche	15,0	15,6	14,1	13,3	14,5	12,9	13,3
Portugal	8,9	9,5	8,1	7,5	7,7	7,8	5,9
Slovénie	14,3	16,0	13,1	12,7	10,9	13,4	14,1
Slovaquie	8,1	7,9	8,3	8,1	7,1	8,3	9,3
Finlande	8,5	8,5	8,6	8,1	7,8	8,4	7,0
Zone euro	13,5	13,8	13,0	12,8	12,4	12,7	12,7
Bulgarie	-8,4	-10,8	-3,7	-3,0	-8,2	-0,2	-
République tchèque	11,4	11,3	11,6	11,1	11,3	10,8	10,9
Danemark	6,1	5,3	7,4	7,8	7,5	7,9	4,4
Croatie	9,6	7,9	11,6	11,7	12,1	10,5	11,8
Hongrie	9,5	9,6	9,4	9,7	8,2	9,3	10,2
Pologne	5,0	6,8	3,0	1,5	1,5	2,5	1,9
Roumanie	-	-	-	-	-	-	-
Suède	12,1	9,6	16,2	15,4	17,9	17,6	17,7
Royaume-Uni	8,3	8,2	8,5	9,1	8,7	6,3	5,4
Union européenne	11,6	11,7	11,4	11,1	11,0	11,0	10,3
États-Unis	7,9	7,2	9,0	9,2	10,7	7,9	8,1
Japon	9,2	10,1	7,9	9,2	7,7	6,5	5,8

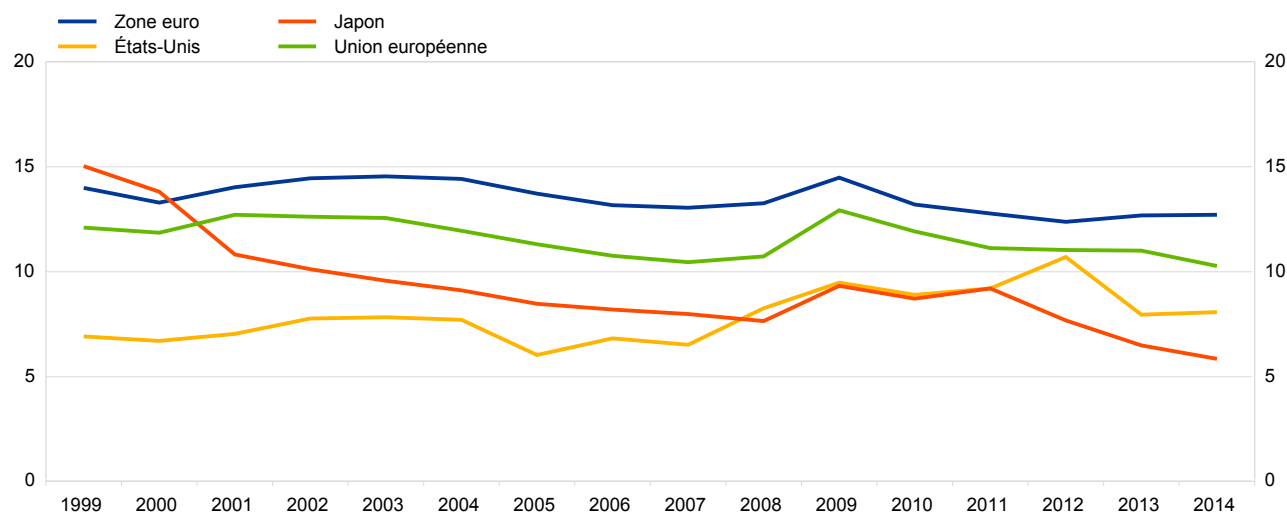
Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

1) Revenu disponible corrigé de la variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension.

2) Les données pour la Grèce, Malte, le Luxembourg et la Roumanie ne sont pas disponibles. Les données pour la Croatie sont disponibles depuis 1999 ; pour l'Irlande, depuis 1999 ; pour la Lituanie, depuis 1999 ; pour la Pologne, depuis 2002 ; et pour la Slovénie, depuis 2005.

Graphique 2.13 Épargne des ménages

(en pourcentage du revenu disponible corrigé)



Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

2 Activité économique

2.14 Dette des sociétés non financières¹⁾ (en pourcentage du PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	125,8	114,2	145,2	143,1	148,0	148,8	147,8
Allemagne	64,9	65,8	63,3	61,3	61,5	63,7	62,1
Estonie	90,3	85,0	99,1	95,7	99,1	94,1	96,3
Irlande	137,2	97,7	189,8	194,6	208,4	197,6	200,4
Grèce	55,1	47,9	67,0	67,4	68,0	66,0	67,0
Espagne	106,1	94,4	125,6	132,4	125,8	119,9	112,3
France	107,4	101,1	117,9	116,8	120,8	120,5	124,8
Italie	76,4	70,5	86,3	85,4	87,7	85,5	84,4
Chypre	200,2	195,1	208,7	207,9	203,5	215,1	221,2
Lettonie	78,2	66,7	87,8	91,3	84,9	79,6	73,9
Lituanie	43,8	44,2	43,4	42,7	41,6	38,3	35,2
Luxembourg	310,8	266,0	363,1	354,9	368,4	364,6	346,9
Malte	140,4	121,5	156,2	160,9	159,3	153,8	157,4
Pays-Bas	121,6	119,2	125,6	127,0	125,3	123,8	128,2
Autriche	93,2	90,9	97,2	95,8	96,8	99,1	98,7
Portugal	112,5	101,3	131,3	131,9	139,6	135,2	127,0
Slovénie	82,7	71,8	91,8	95,3	93,7	89,4	81,6
Slovaquie	44,7	43,4	47,0	47,5	46,6	48,2	46,5
Finlande	96,8	89,4	109,1	107,5	109,0	113,4	110,3
Zone euro	100,1	95,4	107,1	106,4	108,1	106,2	107,1
Bulgarie	85,9	66,3	115,5	110,7	112,3	119,7	114,8
République tchèque	45,6	44,7	47,3	44,6	46,2	52,7	53,8
Danemark	86,1	80,5	95,3	94,8	98,1	93,4	92,1
Croatie	79,6	63,9	100,6	101,3	102,0	103,5	101,8
Hongrie	74,4	62,2	94,8	97,0	94,0	91,9	90,7
Pologne	37,4	33,1	41,7	41,5	42,5	43,7	45,9
Roumanie	49,6	44,5	58,2	52,4	52,1	48,5	45,1
Suède	133,5	122,5	151,8	150,2	149,9	150,5	152,3
Royaume-Uni	117,8	114,9	122,6	129,1	130,1	109,8	123,6
Union européenne	-	-	-	-	-	-	-
États-Unis ³⁾	66,0	64,9	67,8	66,1	66,7	67,8	69,2
Japon ⁴⁾	109,3	111,7	105,3	105,2	103,7	103,9	104,9

Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

1) Définie comme les encours de prêts contractés, de titres de créance émis et d'engagements au titre de la retraite.

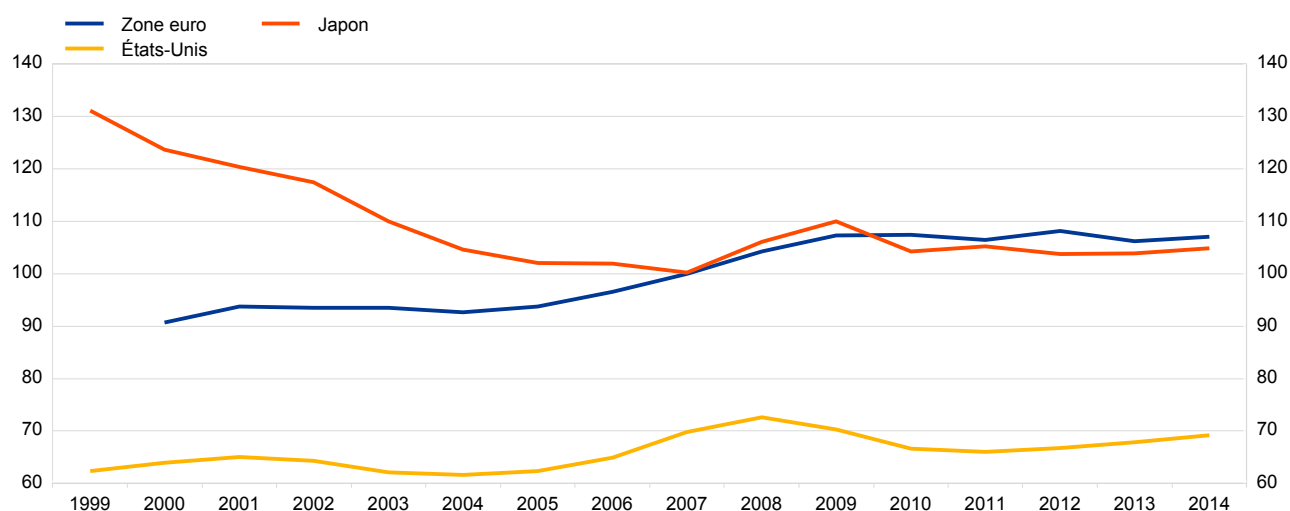
2) Les données relatives à l'Union européenne ne sont pas disponibles. Les données pour l'Autriche sont disponibles depuis 1999 ; pour la Bulgarie, depuis 2000 ; pour le Danemark, depuis 1999 ; pour la Croatie, depuis 2001 ; pour l'Irlande, depuis 2001 ; pour la Lituanie, depuis 2004 ; pour le Luxembourg, depuis 2002 ; pour la Lettonie, depuis 2004 ; pour Malte, depuis 2004 ; pour la Pologne, depuis 2003 ; et pour la Slovénie, depuis 2004.

3) Les données relatives aux États-Unis ne tiennent compte ni des prêts intragroupes ni des engagements au titre de la retraite.

4) Les données relatives au Japon ne tiennent pas compte des engagements au titre de la retraite.

Graphique 2.14 Dette des sociétés non financières

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Federal Reserve Board et Banque du Japon.

3 Prix et coûts

3.1 IPCH

(variations annuelles en pourcentage)

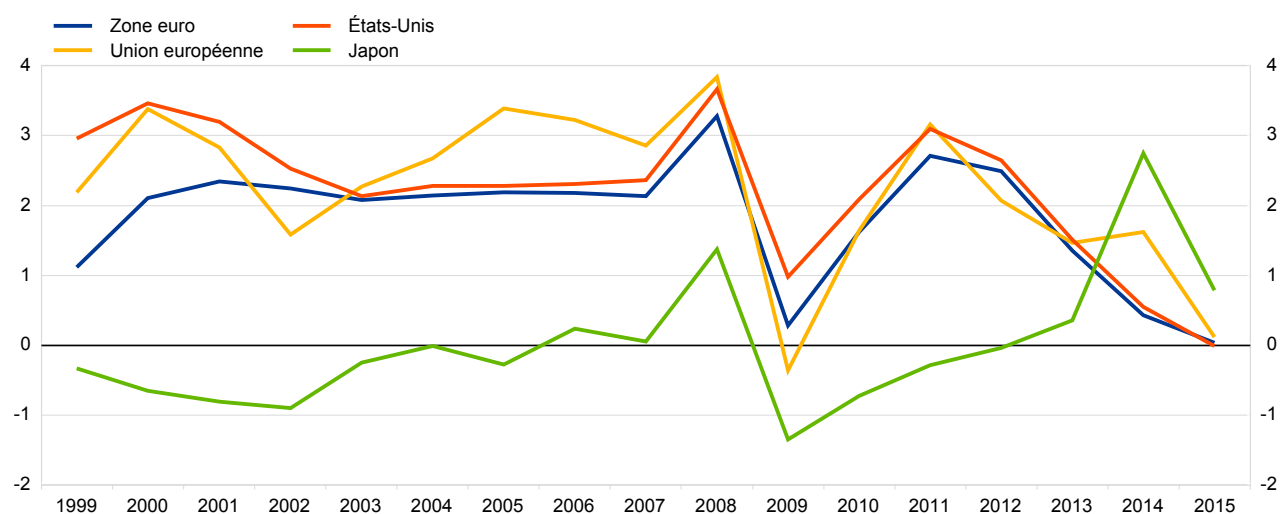
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,9	2,2	1,5	2,6	1,2	0,5	0,6
Allemagne	1,5	1,7	1,2	2,1	1,6	0,8	0,1
Estonie	3,7	4,6	2,3	4,2	3,2	0,5	0,1
Irlande	2,0	3,4	0,1	1,9	0,5	0,3	0,0
Grèce	2,3	3,3	1,0	1,0	-0,9	-1,4	-1,1
Espagne	2,4	3,2	1,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6
France	1,6	1,9	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1
Italie	2,0	2,4	1,5	3,3	1,3	0,2	0,1
Chypre	2,1	2,7	1,1	3,1	0,4	-0,3	-1,6
Lettonie	3,8	5,6	1,3	2,3	0,0	0,7	0,2
Lituanie	2,4	2,7	1,9	3,2	1,2	0,2	-0,7
Luxembourg	2,4	2,8	1,7	2,9	1,7	0,7	0,1
Malte	2,2	2,6	1,8	3,2	1,0	0,8	1,2
Pays-Bas	2,0	2,4	1,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Autriche	1,9	1,9	1,8	2,6	2,1	1,5	0,8
Portugal	2,1	2,9	1,1	2,8	0,4	-0,2	0,5
Slovénie	3,7	5,4	1,3	2,8	1,9	0,4	-0,8
Slovaquie	4,2	6,2	1,5	3,7	1,5	-0,1	-0,3
Finlande	1,8	1,8	1,9	3,2	2,2	1,2	-0,2
Zone euro	1,8	2,2	1,3	2,5	1,4	0,4	0,0
Bulgarie	4,4	6,7	1,3	2,4	0,4	-1,6	-1,1
République tchèque	2,1	2,7	1,4	3,5	1,4	0,4	0,3
Danemark	1,8	2,1	1,3	2,4	0,5	0,3	0,2
Croatie	2,7	3,4	1,6	3,4	2,3	0,2	-0,3
Hongrie	5,1	6,7	2,9	5,7	1,7	0,0	0,1
Pologne	3,1	3,9	2,0	3,7	0,8	0,1	-0,7
Roumanie	12,7	19,5	3,6	3,4	3,2	1,4	-0,4
Suède	1,4	1,7	1,1	0,9	0,4	0,2	0,7
Royaume-Uni	2,0	1,8	2,4	2,8	2,6	1,5	0,0
Union européenne	2,2	2,7	1,5	2,6	1,5	0,5	0,0
États-Unis ¹⁾	2,2	2,8	1,4	2,1	1,5	1,6	0,1
Japon ¹⁾	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,4	2,7	0,8

Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données se rapportent à l'indice des prix à la consommation.

Graphique 3.1 IPCH ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données relatives au Japon et aux États-Unis se rapportent à l'indice des prix à la consommation.

3 Prix et coûts

3.2 IPCH hors produits alimentaires et énergie

(variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,6	1,5	1,6	1,9	1,5	1,5	1,6
Allemagne	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
Estonie	2,9	3,8	1,5	2,8	1,9	1,3	1,2
Irlande	1,7	3,0	-0,1	0,7	0,1	0,7	1,6
Grèce	1,8	2,9	0,2	-0,3	-2,4	-1,5	-0,4
Espagne	1,9	2,7	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,3
France	1,3	1,4	1,0	1,5	0,7	1,0	0,6
Italie	1,8	2,1	1,4	2,0	1,3	0,7	0,7
Chypre	1,0	1,3	0,6	1,7	-0,3	0,1	-0,4
Lettonie	2,6	4,3	0,2	0,3	-0,1	1,7	1,5
Lituanie	1,4	1,7	1,0	2,0	1,4	0,7	1,9
Luxembourg	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	1,3	1,7
Malte	1,7	2,1	1,2	2,5	0,1	1,5	1,5
Pays-Bas	1,7	1,9	1,5	2,2	2,5	0,6	0,9
Autriche	1,7	1,5	1,9	2,2	2,2	1,7	1,8
Portugal	1,9	2,7	0,7	1,2	0,1	0,2	0,6
Slovénie	2,5	4,3	0,5	0,7	0,9	0,6	0,3
Slovaquie	3,5	5,1	1,4	3,0	1,4	0,5	0,5
Finlande	1,6	1,5	1,7	2,1	1,8	1,6	0,8
Zone euro	1,4	1,6	1,1	1,5	1,1	0,8	0,8
Bulgarie	4,1	6,5	0,8	1,0	0,0	-1,6	-0,6
République tchèque	1,3	1,9	0,5	1,6	0,3	0,5	0,7
Danemark	1,5	1,8	1,2	1,6	0,6	0,6	1,2
Croatie	1,6	3,2	0,9	1,1	0,9	0,5	0,8
Hongrie	3,4	4,3	2,5	3,5	2,3	1,4	1,7
Pologne	2,6	3,5	1,3	2,2	0,7	0,2	0,4
Roumanie	6,2	9,3	3,2	3,2	2,3	2,3	1,6
Suède	1,1	1,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,9
Royaume-Uni	1,5	1,1	2,0	2,2	2,0	1,6	1,0
Union européenne	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	0,9	0,9
États-Unis ²⁾	2,0	2,2	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8
Japon ²⁾	-0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,2	1,8	1,0

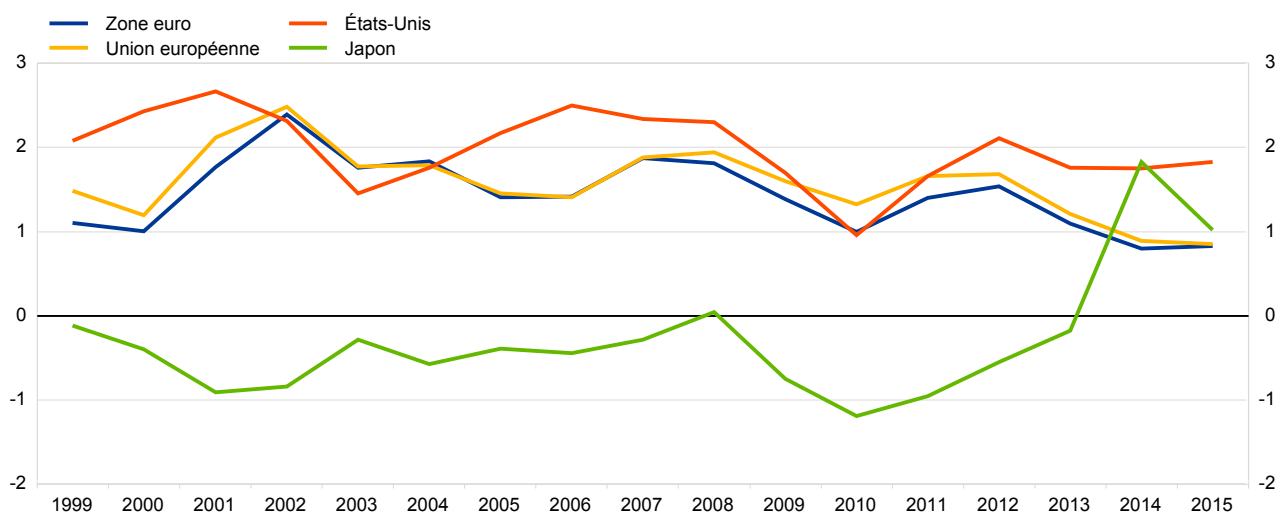
Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2000 pour la République tchèque et la Slovénie, depuis 2002 pour la Hongrie et la Roumanie, et depuis 2006 pour la Croatie.

2) Les données se rapportent à l'indice des prix à la consommation.

Graphique 3.2 IPCH hors produits alimentaires et énergie ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données relatives au Japon et aux États-Unis se rapportent à l'indice des prix à la consommation.

3 Prix et coûts

3.3 Déflateur du PIB

(variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1),2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,7	1,9	1,5	2,0	1,3	0,7	.
Allemagne	1,1	0,8	1,6	1,5	2,1	1,7	2,1
Estonie	5,1	6,6	2,6	2,7	4,0	2,0	.
Irlande	1,7	3,0	-0,5	0,4	1,2	0,1	.
Grèce	1,9	3,2	-0,2	-0,4	-2,5	-2,3	.
Espagne	2,3	3,6	0,1	0,1	0,6	-0,4	.
France	1,4	1,8	0,8	1,2	0,8	0,6	1,2
Italie	2,0	2,4	1,2	1,4	1,3	0,9	.
Chypre	2,3	3,3	0,6	2,1	-1,4	-1,3	.
Lettonie	4,9	7,8	0,2	3,5	1,3	1,2	.
Lituanie	2,5	3,3	1,4	2,8	1,2	1,2	0,5
Luxembourg	2,7	2,8	2,7	4,0	2,4	0,9	.
Malte	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	.
Pays-Bas	1,8	2,5	0,8	1,4	1,4	0,8	0,3
Autriche	1,6	1,6	1,6	2,0	1,5	1,6	1,5
Portugal	2,2	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	.
Slovénie	3,4	5,0	0,9	0,3	0,8	0,8	.
Slovaquie	3,0	4,6	0,4	1,3	0,5	-0,2	.
Finlande	1,7	1,5	2,0	3,0	2,6	1,6	.
Zone euro	1,7	2,0	1,0	1,2	1,3	0,9	.
Bulgarie	4,5	5,9	2,2	1,2	-0,5	0,2	.
République tchèque	1,9	2,4	1,0	1,4	1,4	2,5	.
Danemark	2,1	2,5	1,6	2,8	1,4	0,8	.
Croatie	2,9	4,1	1,3	1,6	0,8	0,0	.
Hongrie	5,1	6,4	3,0	3,5	3,1	3,2	.
Pologne	2,5	2,8	2,1	2,4	0,4	0,5	.
Roumanie	16,0	23,7	4,2	4,8	3,5	1,9	.
Suède	1,6	1,8	1,4	1,1	1,1	1,6	.
Royaume-Uni	2,3	2,4	2,1	1,6	2,0	1,8	.
Union européenne	1,7	2,0	1,1	2,4	0,6	1,6	.
États-Unis	2,0	2,3	1,4	1,8	1,6	1,6	1,0
Japon	-1,1	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	1,7	.

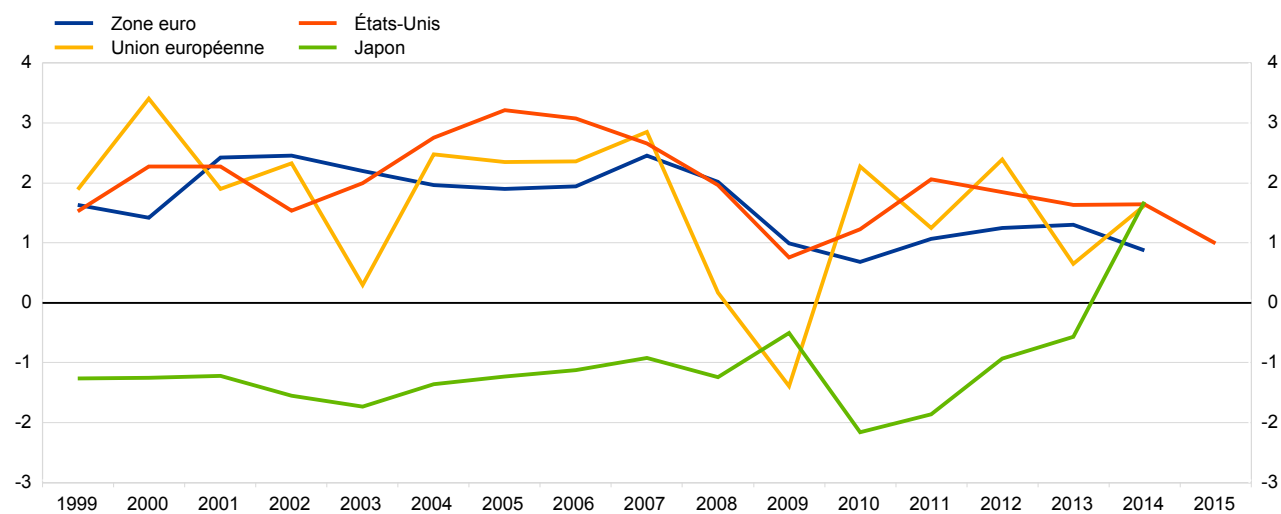
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2001 pour le Luxembourg, la Croatie et Malte, et depuis 2003 pour la Pologne.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 3.3 Déflateur du PIB

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

3 Prix et coûts

3.4 Prix à la production

(variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^(1, 2)	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	2,0	3,4	0,1	3,5	0,6	-4,6	-4,2
Allemagne	1,5	2,4	0,2	1,7	0,0	-0,9	-1,8
Estonie	3,2	4,7	1,9	3,4	9,9	-2,3	-2,8
Irlande	1,6	4,0	0,6	3,1	1,5	-0,3	-4,4
Grèce	3,0	4,7	0,6	4,9	-0,7	-0,8	-5,8
Espagne	2,4	3,3	1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,1
France	1,5	2,4	0,3	2,8	0,3	-1,3	-2,2
Italie	1,8	3,0	0,0	4,1	-1,2	-1,8	-3,4
Chypre	2,8	4,8	0,6	8,1	-2,1	-3,1	-5,7
Lettonie	5,0	8,4	1,7	5,3	1,1	0,1	-1,4
Lituanie	2,6	4,8	-0,4	5,6	-0,3	-5,1	-9,2
Luxembourg	2,9	5,5	-0,6	3,6	1,3	-4,8	-0,5
Malte	4,2	5,2	3,0	2,3	0,9	-1,2	-3,2
Pays-Bas	2,4	4,7	-0,9	3,8	-1,3	-3,2	-7,4
Autriche	1,3	1,8	0,4	0,9	-1,0	-1,5	-2,1
Portugal	2,6	4,1	0,5	2,9	0,1	-1,2	-3,0
Slovénie	3,0	4,7	0,7	1,0	0,3	-1,1	-0,5
Slovaquie	2,5	5,1	-1,1	3,8	-0,2	-3,6	-4,3
Finlande	1,8	2,6	0,8	2,3	0,9	-0,9	-2,2
Zone euro	1,7	2,8	0,2	2,8	-0,2	-1,5	-2,7
Bulgarie	4,2	6,3	1,7	5,3	-1,3	-0,9	-1,7
République tchèque	1,7	2,6	0,3	2,1	0,8	-0,8	-3,2
Danemark	3,3	5,3	0,4	2,5	2,2	-2,3	-6,5
Croatie	2,8	3,8	1,5	7,0	0,4	-2,7	-3,9
Hongrie	5,5	8,0	2,0	5,3	-0,5	-2,1	-3,0
Pologne	2,6	3,5	1,7	3,6	-1,2	-1,4	-2,4
Roumanie	10,6	18,0	2,8	4,8	3,7	0,2	-1,8
Suède	1,9	3,1	0,2	-0,3	-0,7	0,1	-1,1
Royaume-Uni	2,8	4,3	0,7	2,2	1,0	-2,3	-7,5
Union européenne	2,0	3,1	0,4	2,8	0,0	-1,5	-3,2
États-Unis ³⁾	2,3	3,1	1,3	1,9	1,2	1,9	-3,3
Japon ⁴⁾	0,2	1,0	-0,9	-1,2	0,8	0,8	-3,5

Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2001 pour la Bulgarie, Chypre, la Pologne, Malte et la Roumanie, depuis 2002 pour la Lettonie, depuis 2003 pour l'Estonie, et depuis 2006 pour l'Irlande.

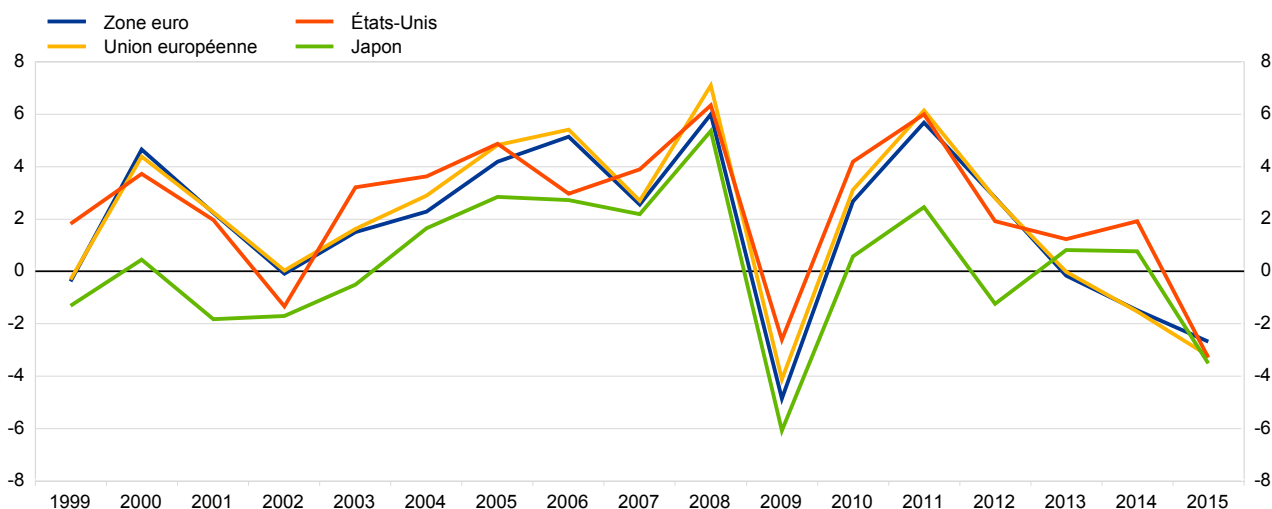
2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

3) Les données se rapportent aux produits finis.

4) Les données se rapportent à l'indice des prix à la production dans le secteur manufacturier.

Graphique 3.4 Prix à la production ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données pour le Japon se rapportent à l'indice des prix à la production dans le secteur manufacturier, les données relatives aux États-Unis se rapportent aux produits finis.

3 Prix et coûts

3.5 Coûts unitaires de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	1,8	1,8	1,8	3,4	2,2	-0,1	.
Allemagne	1,0	0,2	2,1	3,3	2,2	1,9	1,8
Estonie	4,9	7,0	1,6	3,3	5,5	3,7	.
Irlande	1,0	3,4	-3,0	-0,8	0,2	-1,6	.
Grèce	1,9	3,6	-1,0	-2,0	-7,4	-2,6	.
Espagne	1,7	3,3	-0,9	-2,9	-0,4	-0,9	.
France	1,8	1,9	1,7	2,3	0,9	1,5	.
Italie	2,2	2,7	1,5	1,4	0,9	1,3	.
Chypre	2,0	3,1	0,1	0,0	-3,4	-3,3	.
Lettonie	5,0	10,3	-1,6	3,5	4,3	4,6	.
Lituanie	1,7	2,8	0,0	2,2	3,1	2,8	.
Luxembourg	3,2	3,6	2,7	4,9	1,1	1,4	.
Malte	2,6	2,6	2,6	3,2	1,1	1,5	.
Pays-Bas	1,9	2,0	1,7	3,0	1,5	0,8	.
Autriche	1,5	1,0	2,2	3,0	2,3	2,3	.
Portugal	1,4	2,6	-0,5	-3,2	1,8	-0,9	.
Slovénie	3,4	4,6	1,3	0,8	0,2	-1,3	.
Slovaquie	2,8	3,6	1,4	1,1	0,3	0,7	.
Finlande	2,0	1,6	2,8	5,2	1,8	0,9	.
Zone euro	1,7	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	.
Bulgarie	5,4	5,1	5,9	4,8	7,0	4,4	.
République tchèque	2,2	2,8	1,1	3,1	0,6	0,1	.
Danemark	2,2	2,7	1,4	1,2	1,5	1,3	.
Croatie	2,4	4,0	0,2	-1,3	-2,2	-2,4	.
Hongrie	4,4	6,1	1,6	4,0	0,9	2,0	.
Pologne	1,1	0,9	1,3	2,1	0,3	0,0	.
Roumanie	13,1	21,6	0,3	3,5	-1,3	0,1	.
Suède	2,1	2,2	2,1	4,1	1,7	1,3	.
Royaume-Uni	2,2	2,8	1,3	1,6	0,4	-0,6	.
Union européenne	1,2	1,3	1,2	2,9	0,2	1,4	.
États-Unis	-0,4	-0,8	0,1	1,0	-0,5	1,4	1,3
Japon	-1,9	-2,2	-1,3	-1,7	-0,9	1,5	.

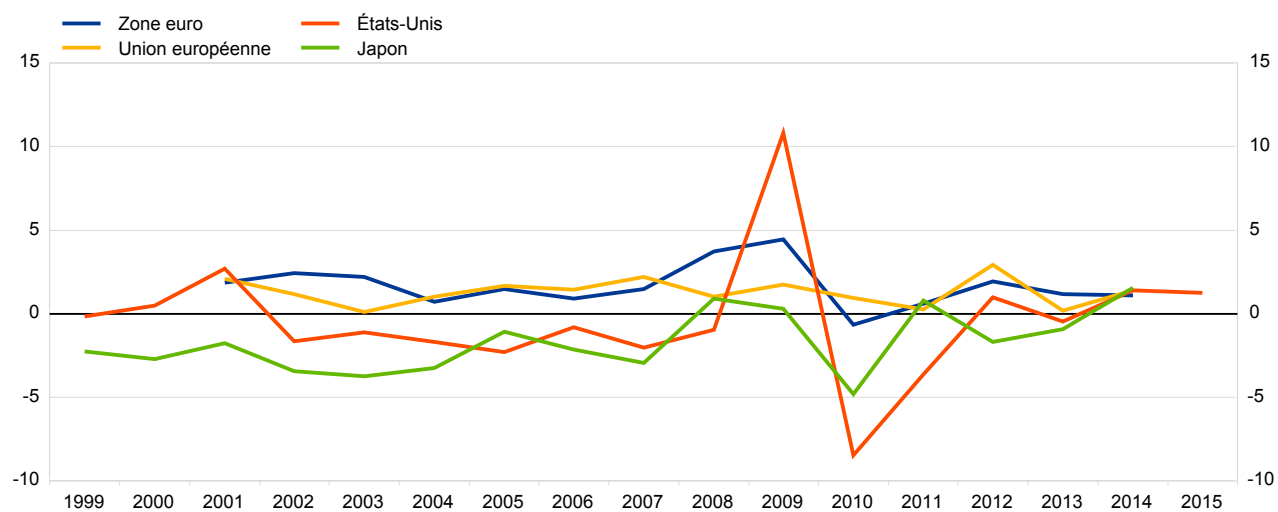
Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2001 pour la Croatie, la zone euro, l'Union européenne, le Luxembourg et Malte, et depuis 2003 pour la Pologne.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 3.5 Coûts unitaires de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BRI (pour les États-Unis) et calculs de la BCE.

3 Prix et coûts

3.6 Rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgique	2,6	2,9	2,1	3,2	2,6	0,9	.
Allemagne	1,6	1,2	2,2	2,5	1,8	2,6	2,7
Estonie	8,9	12,4	3,1	6,8	5,9	5,9	.
Irlande	3,3	5,7	-0,6	0,0	-0,7	1,8	.
Grèce	2,7	6,0	-2,5	-3,0	-7,0	-2,1	.
Espagne	2,4	3,5	0,7	-1,5	0,9	-0,4	.
France	2,5	2,8	2,0	2,2	1,6	1,3	.
Italie	1,9	2,6	0,7	-1,1	0,9	0,8	.
Chypre	2,7	4,6	-0,3	0,8	-3,3	-4,7	.
Lettonie	9,4	16,4	0,8	6,1	5,0	8,5	.
Lituanie	6,5	9,6	1,6	4,2	5,4	3,9	.
Luxembourg	3,0	3,5	2,3	1,6	3,6	2,9	.
Malte	3,2	3,9	2,3	3,7	1,3	0,6	.
Pays-Bas	2,7	3,2	1,8	2,1	2,0	2,0	.
Autriche	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	1,7	.
Portugal	2,4	3,8	0,3	-3,1	3,6	-1,4	.
Slovénie	5,4	7,9	1,3	-1,0	0,6	1,1	.
Slovaquie	6,2	8,2	2,8	2,6	2,6	1,8	.
Finlande	2,9	3,3	2,2	2,8	1,3	1,4	.
Zone euro	2,2	2,6	1,7	1,5	1,6	1,4	.
Bulgarie	8,6	9,1	7,8	7,7	8,8	5,6	.
République tchèque	4,6	6,5	1,4	1,7	-0,3	1,5	.
Danemark	3,0	3,7	2,0	1,7	1,2	1,8	.
Croatie	3,0	5,3	0,0	0,2	-0,7	-5,3	.
Hongrie	6,3	9,6	1,0	2,1	1,8	0,9	.
Pologne	3,9	3,5	4,2	3,6	1,7	1,6	.
Roumanie	18,6	30,2	1,6	9,4	3,0	2,3	.
Suède	3,5	4,1	2,5	3,1	2,0	2,2	.
Royaume-Uni	3,3	4,4	1,6	1,7	1,4	-0,1	.
Union européenne	2,1	2,5	1,6	2,8	0,7	1,8	.
États-Unis	3,0	3,6	2,1	2,2	1,5	2,8	.
Japon	-0,9	-1,0	-0,5	0,0	-0,2	0,9	.

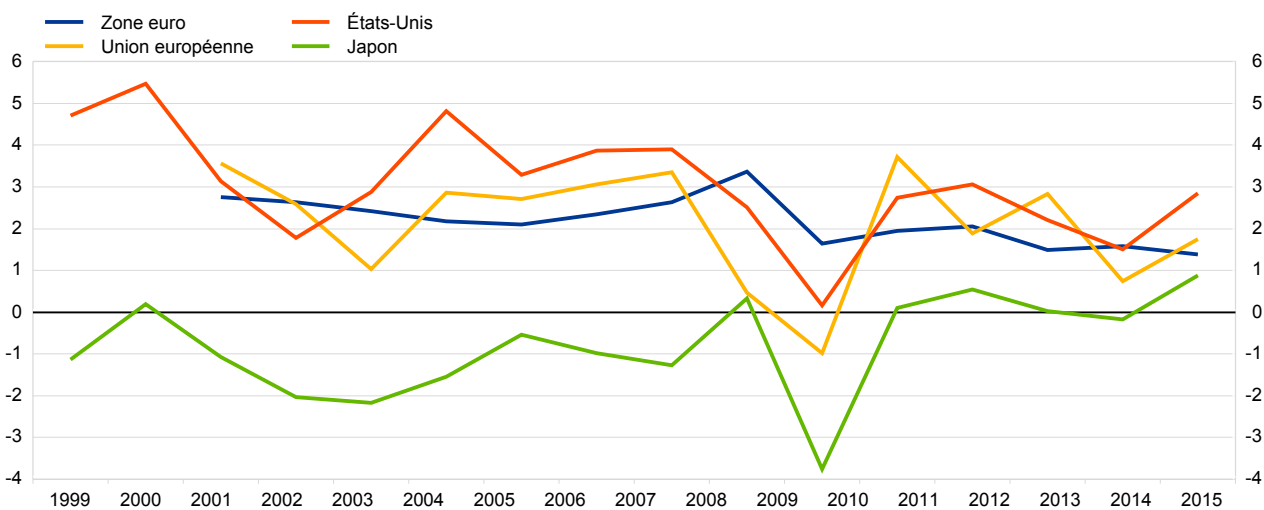
Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2001 pour la Croatie, la zone euro, l'Union européenne, le Luxembourg et Malte, et depuis 2003 pour la Pologne.

2) Lorsque les données ne sont pas disponibles pour 2015, la moyenne indiquée se rapporte aux périodes 1999-2014 et 2009-2014.

Graphique 3.6 Rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE (pour les États-Unis et le Japon) et calculs de la BCE.

3 Prix et coûts

3.7 Prix de l'immobilier résidentiel

(variations annuelles en pourcentage)

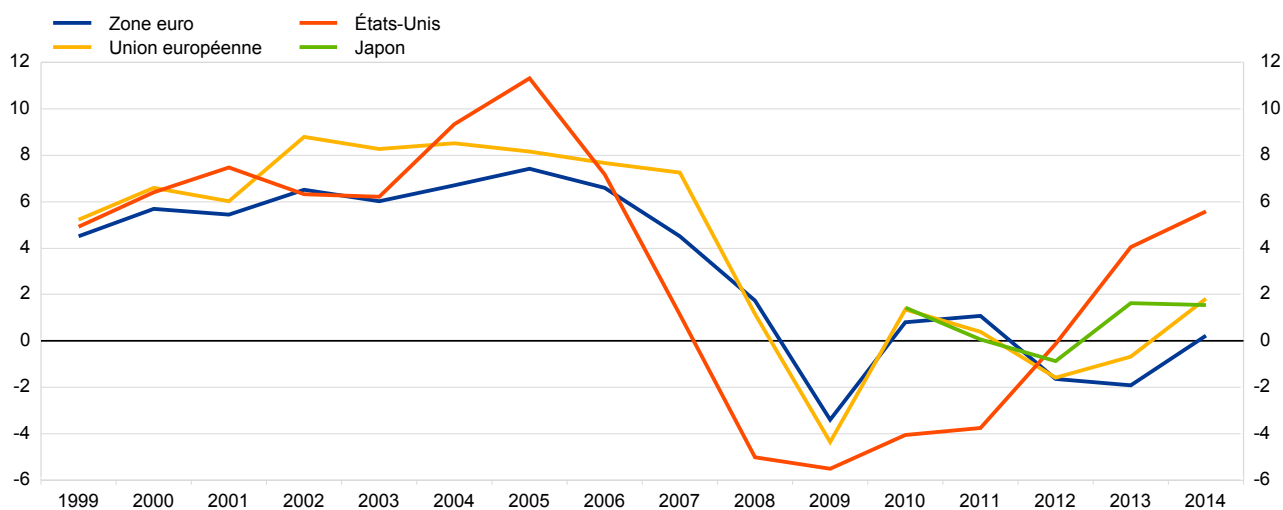
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	5,6	7,8	2,1	3,1	2,5	1,7	0,6
Allemagne	1,7	1,4	2,0	2,6	3,0	3,2	3,1
Estonie	6,2	18,1	-1,1	9,9	8,0	10,7	11,0
Irlande	3,5	10,8	-7,5	-13,9	-11,4	2,1	13,0
Grèce	2,3	8,6	-7,4	-5,5	-11,7	-10,8	-7,5
Espagne	3,7	10,5	-6,8	-7,4	-13,7	-10,6	0,3
France	5,7	9,3	-0,2	5,9	-0,5	-2,1	-1,8
Italie	2,5	5,6	-2,4	0,8	-2,8	-5,7	-4,4
Chypre	0,4	19,5	-5,2	-4,1	-5,3	-6,8	-9,0
Lettonie	-0,1	17,4	-5,4	10,4	3,0	6,8	6,0
Lituanie	8,8	20,6	-6,8	1,3	-3,3	3,6	7,6
Luxembourg	3,5	3,3	3,6	3,7	4,2	5,0	4,4
Malte	4,7	6,9	1,1	1,3	0,4	2,1	7,0
Pays-Bas	3,2	7,4	-3,4	-2,4	-6,5	-6,5	0,9
Autriche	2,8	1,0	5,8	4,2	12,4	4,7	3,4
Portugal	-1,7	-	-1,7	-4,9	-7,1	-1,9	4,3
Slovénie	1,6	14,4	-4,3	2,7	-6,9	-5,2	-6,6
Slovaquie	3,0	9,9	-3,6	-3,1	-1,1	-0,9	-0,8
Finlande	4,3	5,5	2,2	2,7	1,6	1,6	-0,6
Zone euro	3,1	5,5	-0,8	1,1	-1,6	-1,9	0,2
Bulgarie	-3,8	-	-3,8	-5,5	-1,9	-2,2	1,4
République tchèque	-0,8	-	-0,8	0,0	-1,4	0,0	2,6
Danemark	3,8	10,0	-1,1	-1,7	-2,7	3,9	3,7
Croatie	-3,1	-	-3,1	0,2	-1,6	-4,0	-1,6
Hongrie	-1,6	2,3	-2,2	-3,4	-3,8	-2,6	4,3
Pologne	-1,6	1,9	-2,2	-1,3	-4,4	-5,5	1,8
Roumanie	-6,3	-	-6,3	-14,2	-6,5	-0,2	-2,3
Suède	7,2	8,5	4,9	2,5	1,2	5,5	9,4
Royaume-Uni	6,9	9,8	2,1	-1,0	1,7	3,5	10,0
Union européenne	4,0	6,7	-0,5	0,4	-1,6	-0,7	1,8
États-Unis	3,1	5,4	-0,7	-3,8	-0,1	4,0	5,6
Japon	0,8	-	0,8	0,1	-0,9	1,6	1,6

Sources : Sources nationales et BCE.

1) Les données sont disponibles depuis 2000 pour la Lituanie, depuis 2003 pour la Slovaquie, depuis 2004 pour l'Allemagne et le Danemark, depuis 2005 pour l'Estonie, depuis 2006 pour la Slovénie, depuis 2007 pour Chypre, la Lettonie et la Pologne, depuis 2008 pour la Hongrie et le Luxembourg, depuis 2009 pour la Croatie, la République tchèque, le Japon et le Portugal, et depuis 2010 pour la Bulgarie et la Roumanie.

Graphique 3.7 Prix de l'immobilier résidentiel

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et BCE.

4 Taux de change et balance des paiements

4.1 Taux de change effectifs

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

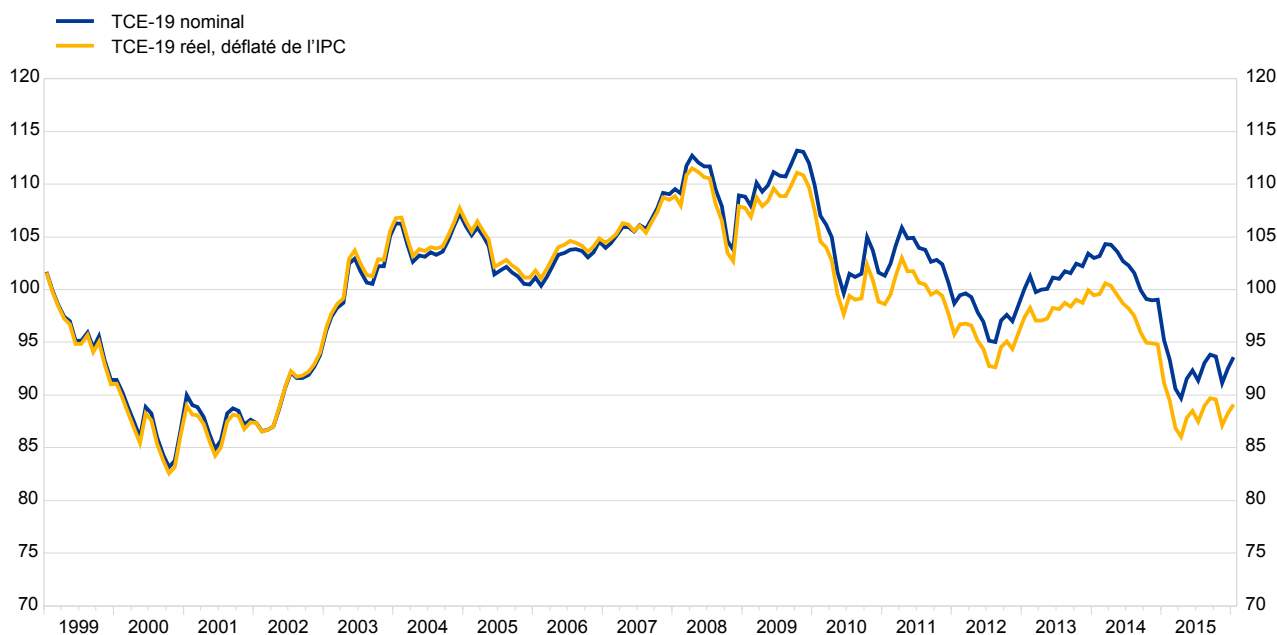
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
TCE-19							
Taux nominal	99,9	98,8	101,5	97,6	101,2	101,8	92,4
Taux réel (sur la base de l'IPC)	98,7	98,8	98,6	95,0	98,2	97,9	88,4
Taux réel (sur la base de l'IPP)	97,7	98,4	96,7	93,3	96,7	96,7	89,2
Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	95,6	96,7	93,9	88,0	91,1	91,3	
Taux réel (sur la base des CUMIM ¹⁾)	102,3	99,4	107,0	99,8	102,0	102,2	
Taux réel (sur la base des CUME)	99,0	97,3	101,8	95,6	98,8	100,4	
TCE-38							
Taux nominal	107,1	103,7	112,0	107,0	111,9	114,7	106,5
Taux réel (sur la base de l'IPC)	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9

Source : BCE.

1) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-18 de partenaires commerciaux.

Graphique 4.1 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE.

4 Taux de change et balance des paiements

4.2 Taux de change bilatéraux

(unités de monnaie nationale pour 1 euro ; valeurs moyennes sur la période)

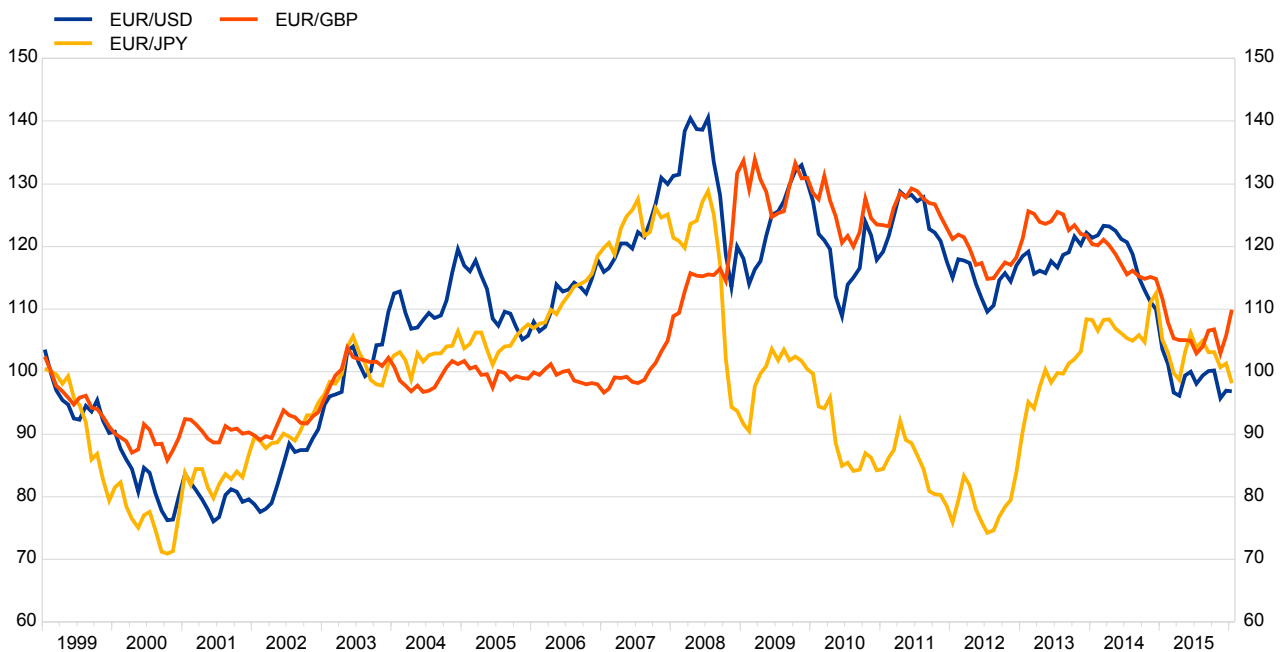
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Yuan renminbi chinois	8,978	9,468	8,418	8,105	8,165	8,186	6,973
Kuna croate	7,444	7,406	7,488	7,522	7,579	7,634	7,614
Couronne tchèque	29,069	31,193	26,036	25,149	25,980	27,536	27,279
Couronne danoise	7,448	7,446	7,451	7,444	7,458	7,455	7,459
Forint hongrois	268,989	253,282	291,429	289,249	296,873	308,706	309,996
Yen japonais	127,872	130,952	123,473	102,492	129,663	140,306	134,314
Zloty polonais	4,065	3,991	4,170	4,185	4,197	4,184	4,184
Livre sterling	0,738	0,674	0,830	0,811	0,849	0,806	0,726
Leu roumain	3,634	3,132	4,351	4,459	4,419	4,444	4,445
Couronne suédoise	9,195	9,132	9,285	8,704	8,652	9,099	9,353
Franc suisse	1,435	1,555	1,263	1,205	1,231	1,215	1,068
Dollar des États-Unis	1,218	1,155	1,309	1,285	1,328	1,329	1,110

Source : BCE.

1) Les données relatives au yuan renminbi chinois et à la kuna croate sont disponibles depuis 2001.

Graphique 4.2 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE.

4 Taux de change et balance des paiements

4.3 Taux de change effectifs réels¹⁾

(déflatés des indices des prix à la consommation ; valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	99,7	99,2	100,5	98,9	100,5	100,7	96,6
Allemagne	93,5	95,3	95,3	88,3	90,3	91,0	86,3
Estonie	113,5	106,5	123,4	121,1	124,5	126,4	125,1
Irlande	108,7	108,9	108,4	105,1	106,8	106,0	97,9
Grèce	101,4	99,7	103,9	103,7	102,5	100,8	95,7
Espagne	106,3	104,8	108,4	107,0	108,7	108,1	102,8
France	96,6	97,6	95,2	93,3	94,4	94,7	90,5
Italie	100,1	100,2	99,8	98,3	99,8	99,9	95,1
Chypre	104,8	104,0	106,0	105,8	106,3	105,6	100,0
Lettonie	109,0	104,7	115,0	113,9	112,5	113,9	113,2
Lituanie	121,5	115,7	129,7	127,6	128,7	130,1	127,5
Luxembourg	106,1	104,4	108,5	107,6	109,0	109,2	104,7
Malte	105,9	105,1	107,1	104,9	106,7	106,7	101,4
Pays-Bas	101,7	102,5	100,4	97,6	100,7	100,7	95,3
Autriche	96,5	97,0	95,6	93,8	95,7	97,0	94,5
Portugal	102,9	103,1	102,5	102,2	102,2	101,6	99,2
Slovénie	100,1	99,4	101,1	99,6	101,1	101,4	97,7
Slovaquie	161,1	139,4	192,1	190,7	193,2	193,4	187,2
Finlande	96,3	96,9	95,3	92,6	94,8	96,6	93,3
Zone euro	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9
Bulgarie	132,4	120,8	148,8	148,5	148,7	146,8	140,7
République tchèque	132,3	122,4	146,5	149,1	146,2	138,1	134,5
Danemark	99,1	99,4	98,5	96,5	97,1	97,7	93,8
Croatie	104,9	103,7	106,6	103,9	105,5	105,0	100,6
Hongrie	129,2	125,3	134,8	135,7	134,4	129,1	123,5
Pologne	117,7	117,4	118,1	117,1	117,6	118,1	113,3
Roumanie	132,8	127,4	140,5	135,9	141,4	142,8	137,7
Suède	93,7	95,2	91,5	94,5	96,1	91,6	85,8
Royaume-Uni	90,9	97,9	81,0	80,6	79,4	84,9	88,8
Union européenne	-	-	-	-	-	-	-
États-Unis	94,3	99,3	87,0	84,0	84,2	86,1	95,5
Japon	84,4	89,4	77,3	86,4	68,9	64,9	60,7

Source : BCE.

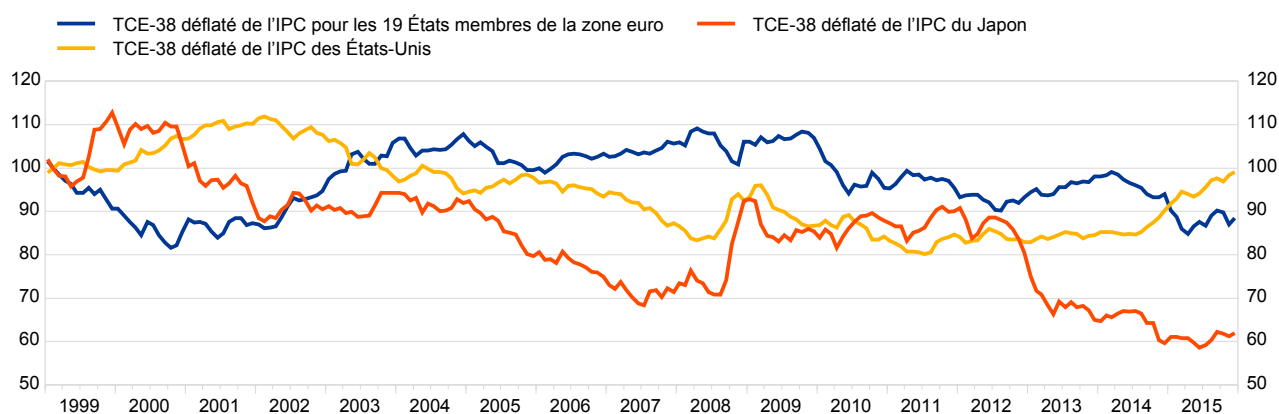
1) Pour la zone euro dans son ensemble, on présente le taux de change effectif réel de l'euro vis-à-vis de 38 partenaires commerciaux.

Pour chacun des pays composant la zone euro, le tableau présente les indicateurs de compétitivité harmonisés calculés par rapport à ces mêmes partenaires commerciaux plus les autres pays de la zone euro.

Pour les pays hors zone euro, on présente le taux de change effectif réel de l'euro vis-à-vis de 38 partenaires commerciaux. Une variation positive dénote une baisse de la compétitivité-prix.

Graphique 4.3 Taux de change effectif réels

(déflatés des indices des prix à la consommation ; moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE.

4 Taux de change et balance des paiements

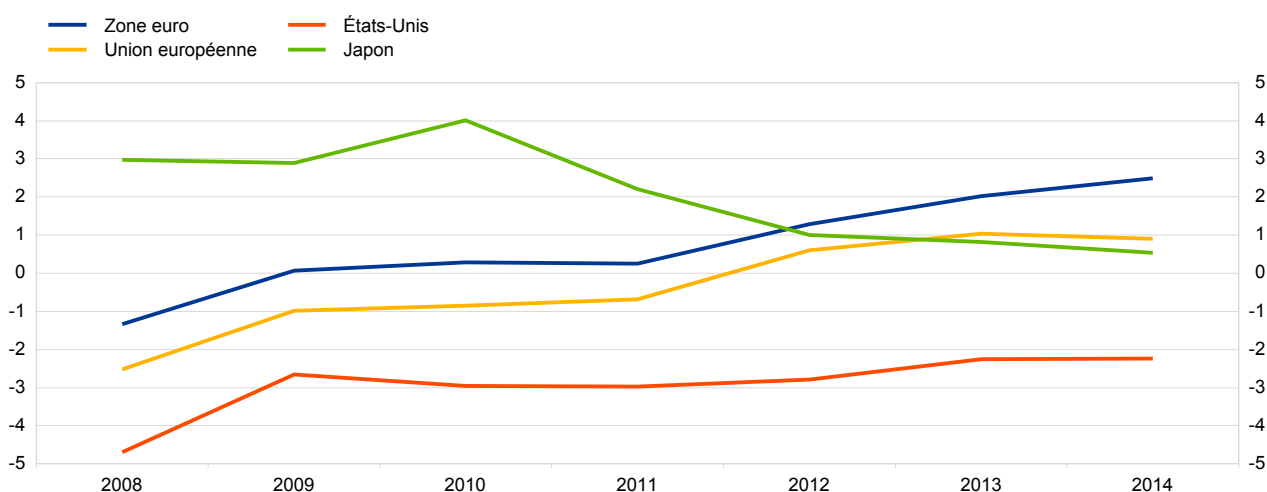
4.4 Balance des paiements : compte des transactions courantes net (en pourcentage du PIB ; valeurs moyennes sur la période ; données brutes)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2
Allemagne	6,3	5,7	7,1	6,2	7,0	6,7	7,8
Estonie	-0,6	-0,7	-0,5	1,4	-2,6	-0,1	1,2
Irlande	-0,3	-1,8	1,8	0,9	-1,6	3,2	3,8
Grèce	-7,3	-11,2	-2,2	-10,0	-2,4	-2,0	-2,0
Espagne	-2,6	-5,1	0,8	-3,2	-0,2	1,5	1,0
France	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0
Italie	-1,3	-2,8	0,8	-3,1	-0,4	0,9	2,0
Chypre	-7,5	-9,4	-5,0	-4,0	-5,9	-4,6	-4,6
Lettonie	-2,1	-1,6	-2,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,3
Lituanie	-1,6	-4,0	1,5	-4,1	-1,3	1,7	4,0
Luxembourg	6,7	6,9	6,3	6,4	6,6	6,3	6,2
Malte	-0,7	-3,6	3,1	-2,4	1,4	3,8	4,2
Pays-Bas	8,5	6,6	11,1	9,1	11,0	11,3	11,0
Autriche	2,5	2,9	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Portugal	-5,5	-9,6	0,0	-6,0	-2,0	1,4	0,6
Slovénie	1,4	-1,4	5,2	0,2	2,6	5,8	7,2
Slovaquie	-2,4	-4,9	0,9	-5,0	1,0	1,6	0,1
Finlande	-0,2	0,9	-1,6	-1,8	-2,0	-1,8	-1,0
Zone euro	0,7	-0,2	1,9	0,2	1,3	2,0	2,5
Bulgarie	-3,7	-7,2	1,0	1,0	-0,3	2,0	1,3
République tchèque	-1,6	-2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-0,5	0,6
Danemark	5,5	4,3	7,2	5,8	5,9	7,5	8,2
Croatie	-2,0	-3,9	0,4	-0,8	-0,2	0,9	0,6
Hongrie	0,2	-1,7	2,7	0,8	1,8	4,0	2,2
Pologne	-4,0	-5,3	-2,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1
Roumanie	-4,6	-6,4	-2,1	-4,8	-4,7	-1,2	-0,5
Suède	6,9	6,7	7,1	7,4	7,4	7,6	6,3
Royaume-Uni	-3,6	-2,8	-4,8	-1,7	-3,6	-4,8	-5,9
Union européenne	-0,4	-1,3	0,8	-0,7	0,6	1,0	0,9
États-Unis	-2,9	-3,3	-2,4	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2
Japon	2,1	3,0	0,8	2,2	1,0	0,8	0,5

Sources : BCE, BRI et Eurostat

Graphique 4.4 Balance des paiements : compte des transactions courantes net

(en pourcentage du PIB ; données brutes)



Sources : BCE, BRI et Eurostat

4 Taux de change et balance des paiements

4.5 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB ; moyennes en fin de période)

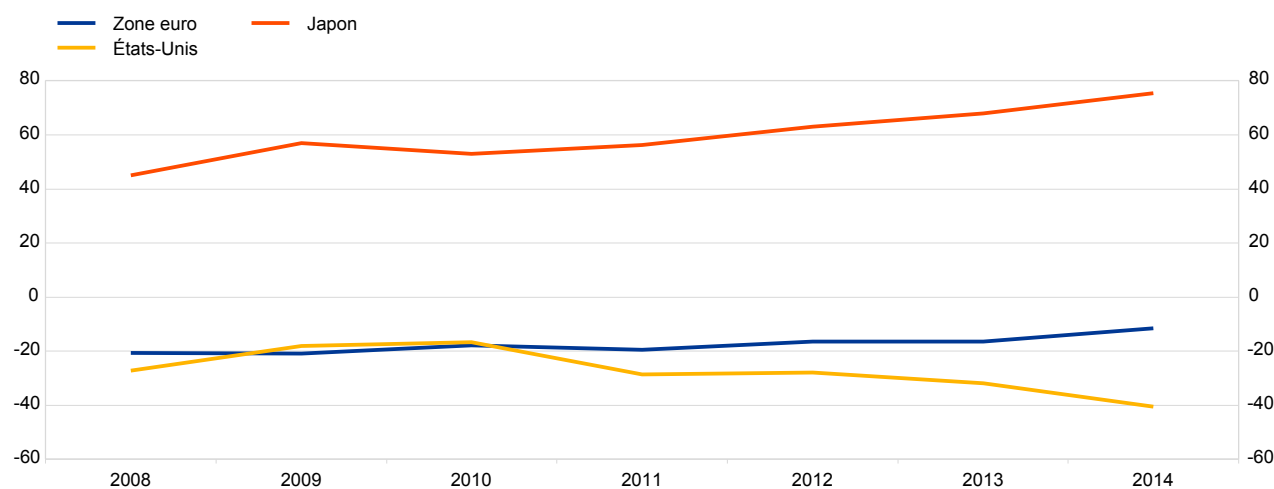
	2008-2014 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	58,0	58,5	57,2	62,1	53,9	54,7	63,0
Allemagne	29,0	23,0	36,9	23,6	29,5	36,4	44,9
Estonie	-62,6	-70,4	-52,2	-57,6	-55,1	-52,7	-48,9
Irlande	-104,2	-89,8	-123,5	-107,0	-133,1	-128,8	-108,6
Grèce	-98,7	-84,8	-117,3	-85,9	-111,1	-120,9	-119,8
Espagne	-90,9	-88,5	-94,3	-92,0	-90,1	-96,8	-95,9
France	-13,5	-10,8	-17,1	-7,6	-13,2	-18,0	-20,3
Italie	-25,8	-23,3	-29,1	-22,2	-27,6	-30,3	-29,4
Chypre	-120,2	-106,2	-138,7	-134,6	-133,4	-140,3	-142,5
Lettonie	-78,8	-82,6	-73,8	-79,7	-75,6	-74,9	-70,8
Lituanie	-54,4	-55,1	-53,4	-55,3	-57,7	-51,4	-51,2
Luxembourg	16,5	-0,7	39,5	30,8	38,7	39,0	40,7
Malte	16,5	8,6	27,1	8,9	22,1	21,7	37,4
Pays-Bas	21,4	5,7	42,2	19,8	31,4	32,8	62,4
Autriche	-3,1	-5,5	0,2	-2,0	-3,2	1,4	2,3
Portugal	-107,6	-101,4	-115,9	-100,5	-113,5	-118,2	-115,9
Slovénie	-45,4	-43,8	-47,6	-45,7	-50,6	-47,2	-44,9
Slovaquie	-64,5	-62,7	-67,0	-65,7	-63,9	-65,8	-71,3
Finlande	6,5	7,7	5,0	15,5	12,4	5,8	-3,3
Zone euro	-17,7	-19,8	-14,9	-19,5	-16,5	-16,6	-11,6
Bulgarie	-84,9	-91,2	-80,8	-89,2	-85,1	-79,2	-78,0
République tchèque	-41,3	-42,3	-40,1	-44,3	-46,9	-39,3	-34,2
Danemark	23,3	9,3	42,1	28,2	37,6	39,6	49,0
Croatie	-87,1	-85,8	-88,7	-90,7	-90,0	-88,7	-87,5
Hongrie	-95,4	-104,5	-83,4	-95,2	-93,9	-84,4	-71,9
Pologne	-62,2	-57,2	-68,8	-57,7	-67,7	-70,4	-68,2
Roumanie	-62,4	-59,4	-66,4	-66,7	-70,1	-66,9	-62,2
Suède	-6,9	-2,2	-13,1	-11,1	-16,2	-16,8	-6,3
Royaume-Uni	-13,2	-6,5	-22,1	-7,9	-22,8	-15,3	-28,2
Union européenne	-	-	-	-	-	-	-
États-Unis	-27,3	-22,7	-33,5	-28,7	-28,0	-32,0	-40,5
Japon	59,7	52,8	68,8	56,4	63,0	68,0	75,3

Sources : BCE et BRI.

1) Les données relatives à la Bulgarie sont disponibles depuis 2010.

Graphique 4.5 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et BRI.

5 Évolutions budgétaires

5.1 Solde des administrations publiques (en pourcentage du PIB)

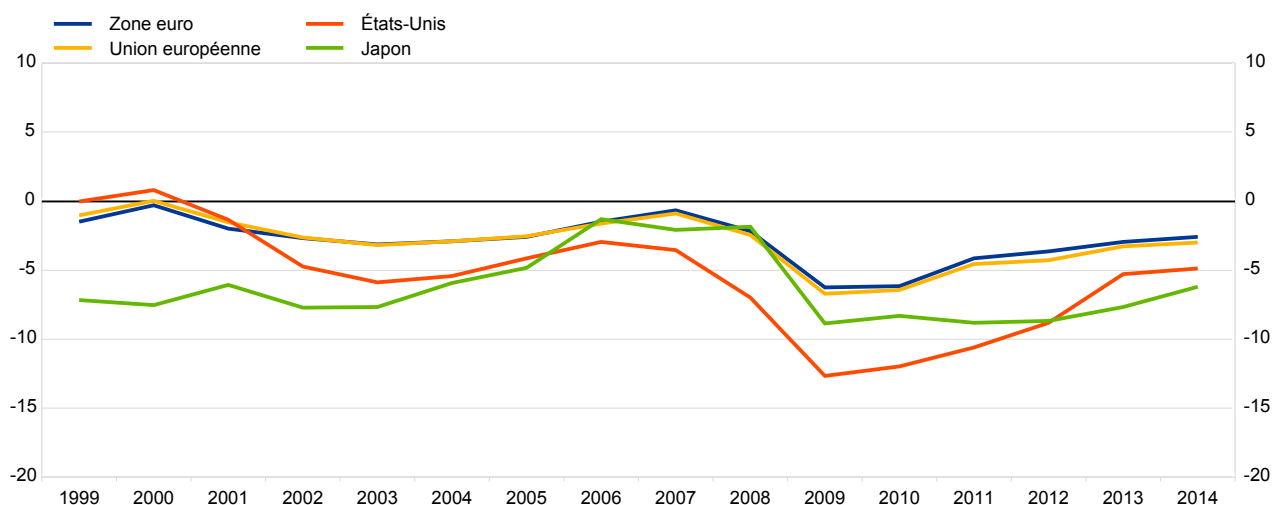
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	-1,8	-0,6	-3,9	-4,1	-4,1	-2,9	-3,1
Allemagne	-1,8	-2,1	-1,4	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Estonie	0,3	0,6	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	0,7
Irlande	-7,0	-0,2	-12,7	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Grèce	-9,4	-7,6	-10,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
Espagne	-3,5	-0,3	-8,8	-9,5	-10,4	-6,9	-5,9
France	-3,6	-2,6	-5,3	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Italie	-3,2	-2,9	-3,7	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0
Chypre	-3,5	-2,1	-5,9	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9
Lettonie	-2,7	-1,9	-4,0	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6
Lituanie	-3,1	-1,9	-5,2	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luxembourg	0,9	1,6	0,3	0,5	0,2	0,7	1,4
Malte	-3,0	-3,2	-2,9	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Pays-Bas	-1,7	-0,5	-3,9	-4,3	-3,9	-2,4	-2,4
Autriche	-2,5	-2,1	-3,1	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7
Portugal	-5,5	-4,2	-7,7	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2
Slovénie	-4,0	-2,2	-7,0	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0
Slovaquie	-4,9	-4,9	-4,8	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8
Finlande	1,5	3,8	-2,4	-1,0	-2,1	-2,5	-3,3
Zone euro	-2,8	-1,9	-4,3	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6
Bulgarie	-0,6	0,6	-2,7	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8
République tchèque	-3,5	-3,6	-3,3	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9
Danemark	0,8	2,4	-1,8	-2,1	-3,6	-1,3	1,5
Croatie	-4,7	-3,6	-6,0	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6
Hongrie	-5,1	-6,0	-3,7	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Pologne	-4,4	-3,9	-5,1	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3
Roumanie	-3,6	-2,9	-4,7	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4
Suède	0,5	1,2	-0,8	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Royaume-Uni	-4,3	-2,1	-8,0	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7
Union européenne	-2,9	-1,9	-4,7	-4,5	-4,3	-3,3	-3,0
États-Unis	-5,5	-3,4	-9,0	-10,6	-8,8	-5,3	-4,9
Japon	-6,3	-5,2	-8,1	-8,8	-8,7	-7,7	-6,2

Sources : SEBC et OCDE.

1) Les données sont disponibles depuis 2006 pour la Grèce, depuis 2002 pour la Croatie, depuis 2000 pour le Luxembourg.

Graphique 5.1 Solde des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : SEBC et OCDE.

5 Évolutions budgétaires

5.2 Solde primaire des administrations publiques¹⁾ (en pourcentage du PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	2,8	4,7	-0,4	-0,5	-0,6	0,4	0,0
Allemagne	0,8	0,8	0,9	1,5	2,2	1,9	2,1
Estonie	0,5	0,8	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,8
Irlande	-2,2	2,1	-9,3	-9,1	-4,0	-1,4	0,1
Grèce	-4,4	-3,0	-5,0	-3,0	-3,7	-8,4	0,4
Espagne	-1,1	2,0	-6,2	-7,0	-7,5	-3,5	-2,5
France	-1,0	0,1	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,8
Italie	1,9	2,4	1,0	1,2	2,2	1,9	1,6
Chypre	-0,7	0,9	-3,4	-3,5	-2,9	-1,8	-6,0
Lettonie	-1,7	-1,3	-2,4	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Lituanie	-1,8	-0,8	-3,5	-7,1	-1,2	-0,9	0,9
Luxembourg	1,9	2,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,8
Malte	-0,7	-1,2	0,2	0,6	-0,6	0,3	0,8
Pays-Bas	0,5	2,1	-2,2	-2,5	-2,2	-0,9	-0,9
Autriche	0,6	1,2	-0,3	0,2	0,5	1,3	-0,2
Portugal	-2,2	-1,4	-3,5	-3,1	-0,8	0,0	-2,3
Slovénie	-2,1	-0,4	-4,9	-4,7	-2,1	-12,4	-1,9
Slovaquie	-2,7	-2,4	-3,2	-2,6	-2,4	-0,8	-0,9
Finlande	3,2	5,8	-1,0	0,4	-0,7	-1,3	-2,1
Zone euro	0,3	1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-0,2	0,1
Bulgarie	1,1	2,9	-2,0	-1,3	0,2	0,0	-4,9
République tchèque	-2,4	-2,6	-2,0	-1,4	-2,5	0,1	-0,6
Danemark	3,2	5,0	0,0	-0,1	-1,8	0,5	3,1
Croatie	-2,3	-1,7	-2,9	-4,7	-2,0	-1,9	-2,1
Hongrie	-0,7	-1,5	0,7	-1,3	2,3	2,0	1,5
Pologne	-1,8	-1,2	-2,7	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4
Roumanie	-1,6	-0,8	-3,1	-3,8	-1,4	-0,4	0,3
Suède	2,3	3,5	0,2	1,0	0,0	-0,6	-1,0
Royaume-Uni	-1,9	0,1	-5,2	-4,5	-5,4	-2,8	-3,0
Union européenne	0,0	1,1	-2,0	-1,6	-1,4	-0,6	-0,5
États-Unis	-1,9	0,1	-5,3	-6,7	-5,0	-1,7	-1,4
Japon	-4,1	-2,9	-6,0	-6,7	-6,6	-5,6	-4,1

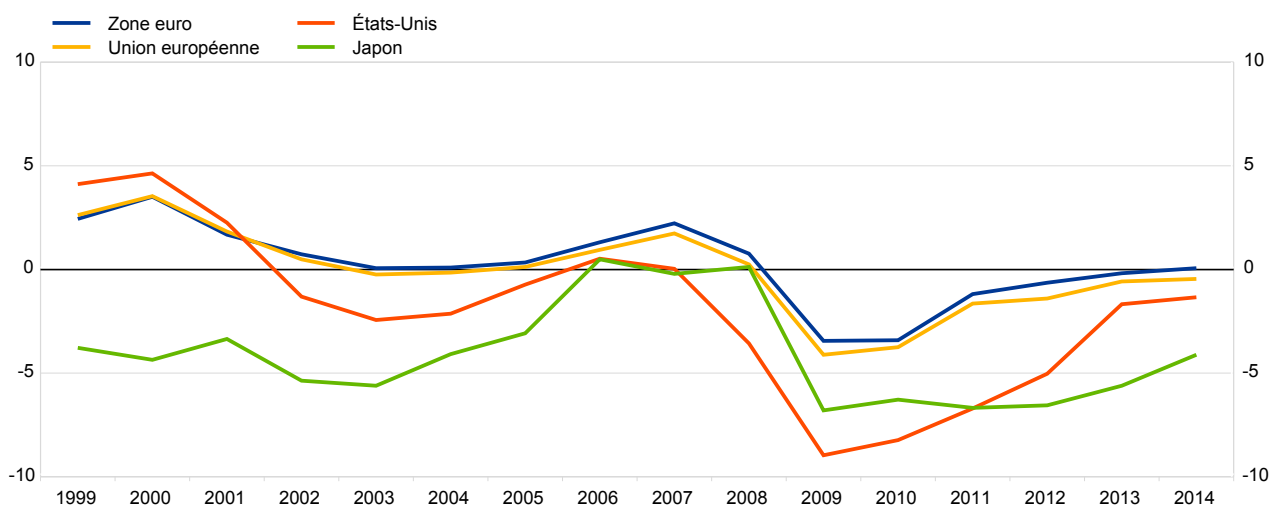
Sources : SEBC et OCDE.

1) Solde des administrations publiques hors charges d'intérêt.

2) Les données sont disponibles depuis 2006 pour la Grèce, depuis 2000 pour le Luxembourg, et depuis 2002 pour la Croatie.

Graphique 5.2 Solde primaire des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : SEBC et OCDE.

5 Évolutions budgétaires

5.3 Dépenses des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)

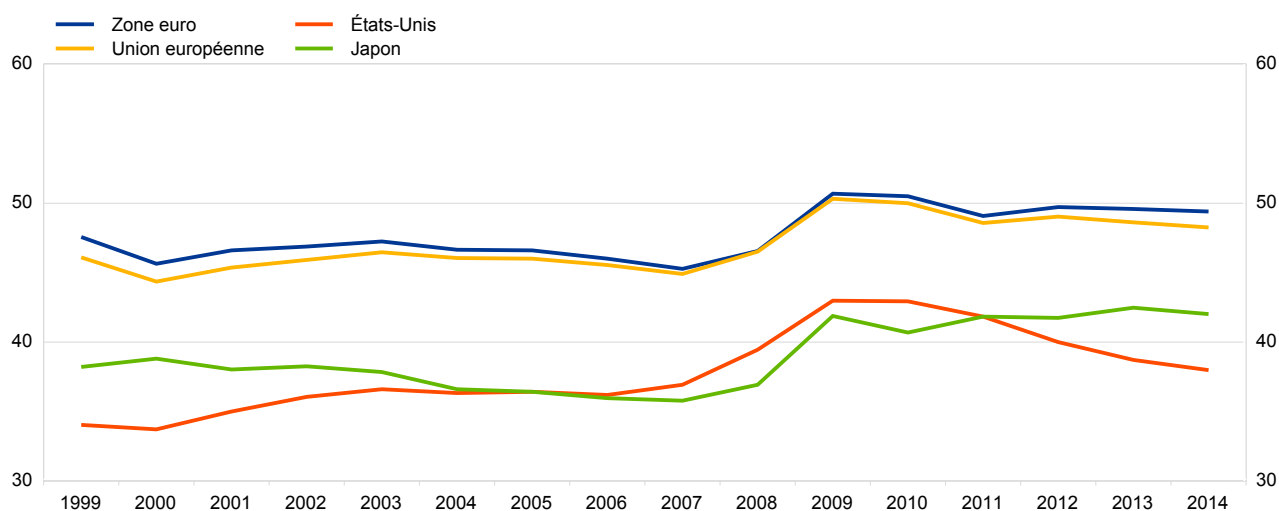
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	51,5	49,6	54,7	54,4	55,8	55,6	55,1
Allemagne	45,7	45,8	45,5	44,7	44,4	44,5	44,3
Estonie	37,4	35,9	39,9	37,4	39,1	38,3	38,0
Irlande	38,7	34,1	46,3	45,5	41,8	39,7	38,2
Grèce	52,2	47,7	54,4	54,2	55,2	60,8	49,9
Espagne	41,5	39,0	45,8	45,6	48,0	45,1	44,5
France	53,9	52,3	56,8	55,9	56,8	57,0	57,5
Italie	48,3	47,0	50,5	49,1	50,8	51,0	51,2
Chypre	39,7	37,5	43,3	42,5	41,9	41,4	49,3
Lettonie	37,3	35,8	39,7	39,0	37,0	36,9	37,3
Lituanie	37,4	36,2	39,4	42,5	36,1	35,6	34,8
Luxembourg	41,3	39,7	43,7	43,3	44,6	43,3	42,4
Malte	42,1	42,1	42,2	40,9	42,5	42,6	44,0
Pays-Bas	44,7	43,2	47,2	47,0	47,1	46,4	46,2
Autriche	51,3	50,8	52,1	50,8	51,1	50,9	52,7
Portugal	46,8	44,6	50,4	50,0	48,5	49,9	51,7
Slovénie	47,3	45,1	51,0	50,0	48,6	60,3	49,8
Slovaquie	41,7	41,8	41,5	40,5	40,1	41,0	41,6
Finlande	51,4	48,6	56,0	54,4	56,1	57,6	58,3
Zone euro	47,7	46,5	49,8	49,1	49,7	49,6	49,4
Bulgarie	37,9	38,2	37,4	34,1	34,7	37,6	42,1
République tchèque	42,5	42,2	43,2	42,9	44,5	42,6	42,6
Danemark	54,0	52,1	57,2	56,8	58,8	57,1	56,9
Croatie	46,7	45,9	47,7	48,8	47,1	47,8	48,2
Hongrie	49,4	49,2	49,7	49,7	48,6	49,5	49,9
Pologne	43,9	44,2	43,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Roumanie	36,7	36,1	37,6	39,1	36,5	35,2	34,9
Suède	52,5	52,9	51,8	50,5	51,7	52,4	51,8
Royaume-Uni	43,4	41,3	46,8	46,9	46,8	44,9	43,9
Union européenne	47,0	45,7	49,1	48,6	49,0	48,6	48,2
États-Unis	37,8	36,1	40,7	41,8	40,0	38,7	38,0
Japon	39,0	37,3	41,8	41,8	41,8	42,5	42,0

Sources : SEBC et OCDE.

1) Les données sont disponibles depuis 2006 pour la Grèce, depuis 2000 pour le Luxembourg, et depuis 2002 pour la Croatie.

Graphique 5.3 Dépenses des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : SEBC et OCDE.

5 Évolutions budgétaires

5.4 Dette des administrations publiques¹⁾ (en pourcentage du PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgique	100,9	99,8	102,8	102,2	104,1	105,1	106,7
Allemagne	68,1	62,5	77,3	78,4	79,7	77,4	74,9
Estonie	6,2	5,0	8,2	5,9	9,5	9,9	10,4
Irlande	58,0	32,2	100,9	109,3	120,2	120,0	107,5
Grèce	146,5	106,2	160,0	172,0	159,4	177,0	178,6
Espagne	58,4	47,3	76,8	69,5	85,4	93,7	99,3
France	72,2	63,1	87,2	85,2	89,6	92,3	95,6
Italie	109,8	102,8	121,4	116,4	123,2	128,8	132,3
Chypre	65,2	57,8	77,7	65,8	79,3	102,5	108,2
Lettonie	23,5	12,8	41,4	42,8	41,4	39,1	40,8
Lituanie	26,1	19,6	36,9	37,2	39,8	38,8	40,7
Luxembourg	12,6	7,4	20,4	19,2	22,1	23,4	23,0
Malte	66,5	65,3	68,5	69,8	67,6	69,6	68,3
Pays-Bas	54,7	49,6	63,3	61,7	66,4	67,9	68,2
Autriche	72,2	66,4	81,8	82,2	81,6	80,8	84,2
Portugal	80,3	60,8	112,8	111,4	126,2	129,0	130,2
Slovénie	36,1	25,3	54,1	46,4	53,7	70,8	80,8
Slovaquie	42,1	39,3	46,7	43,3	51,9	54,6	53,5
Finlande	44,0	39,8	50,9	48,5	52,9	55,6	59,3
Zone euro	74,9	67,8	86,8	86,0	89,3	91,1	92,1
Bulgarie	30,0	38,1	17,9	15,3	17,6	18,0	27,0
République tchèque	30,9	25,0	40,8	39,9	44,7	45,2	42,7
Danemark	43,3	42,7	44,2	46,4	45,6	45,0	45,1
Croatie	51,7	38,4	67,3	63,7	69,2	80,8	85,1
Hongrie	66,9	60,0	78,4	80,8	78,3	76,8	76,2
Pologne	46,8	43,1	53,0	54,4	54,0	55,9	50,4
Roumanie	24,4	18,8	33,8	34,2	37,4	38,0	39,9
Suède	44,6	47,7	39,5	36,9	37,2	39,8	44,9
Royaume-Uni	55,8	40,9	80,6	81,8	85,3	86,2	88,2
Union européenne	68,4	60,6	81,4	81,0	83,8	85,5	86,8
États-Unis	68,5	55,3	90,5	90,9	94,3	96,4	96,5
Japon	179,8	156,2	219,0	219,1	225,8	232,5	236,4

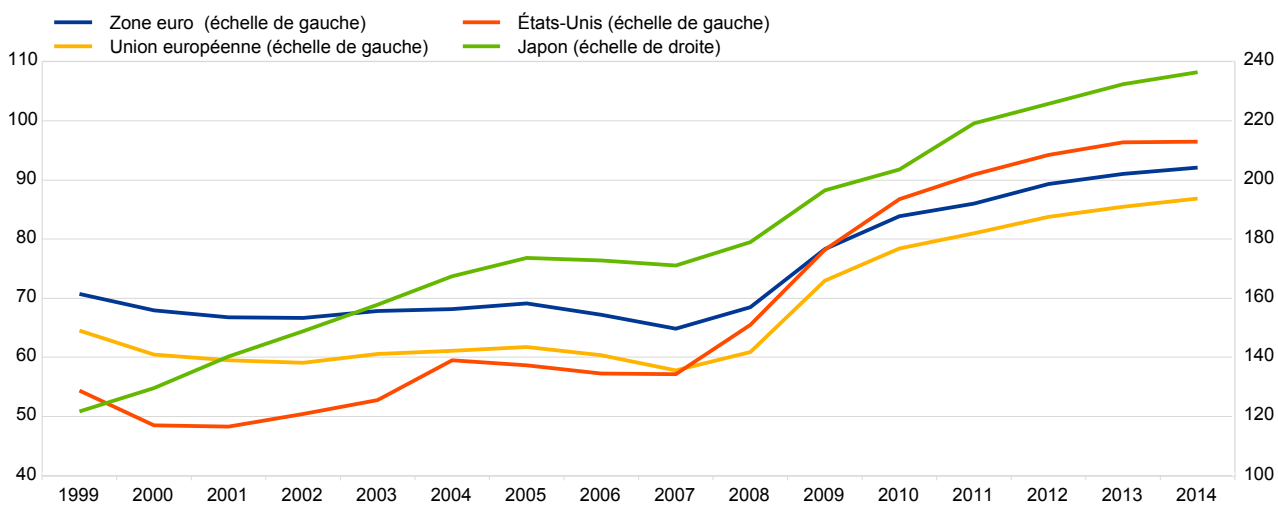
Sources : SEBC et OCDE.

1) Dette brute (inclut la monnaie fiduciaire, les dépôts, les titres de créance et les prêts). Les données sont consolidées entre les sous-secteurs composant les administrations publiques, sauf pour le Japon.

2) Les données sont disponibles depuis 2007 pour la Grèce, depuis 2000 pour le Luxembourg et la Bulgarie, et depuis 2002 pour la Croatie.

Graphique 5.4 Dette des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : SEBC et OCDE.

Abréviations Pays

États membres de l'UE

BE	Belgique
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
HR	Croatie
IT	Italie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
HU	Hongrie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
SE	Suède
UK	Royaume-Uni

Autres pays

BR	Brésil
CN	Chine
IN	Inde
ID	Indonésie
JP	Japon
MY	Malaisie
MX	Mexique
RU	Russie
ZA	Afrique du Sud
KR	Corée du Sud
TH	Thaïlande
TR	Turquie
US	États-Unis

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.

© Banque centrale européenne, 2016

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent *Rapport* est le 12 février 2016.

Photographies Andreas Böttcher
Thorsten Jansen

ISSN 1725-289X (epub)
ISSN 1725-289X (html)
ISSN 1725-289X (PDF)
ISBN 978-92-899-2053-7 (epub)
ISBN 978-92-899-2117-6 (html)
ISBN 978-92-899-2041-4 (PDF)
DOI 10.2866/33648 (epub)
DOI 10.2866/903230 (html)
DOI 10.2866/24 (PDF)
EU catalogue No QB-AA-16-001-FR-E (epub)
EU catalogue No QB-AA-16-001-FR-Q (html)
EU catalogue No QB-AA-16-001-FR-N (PDF)