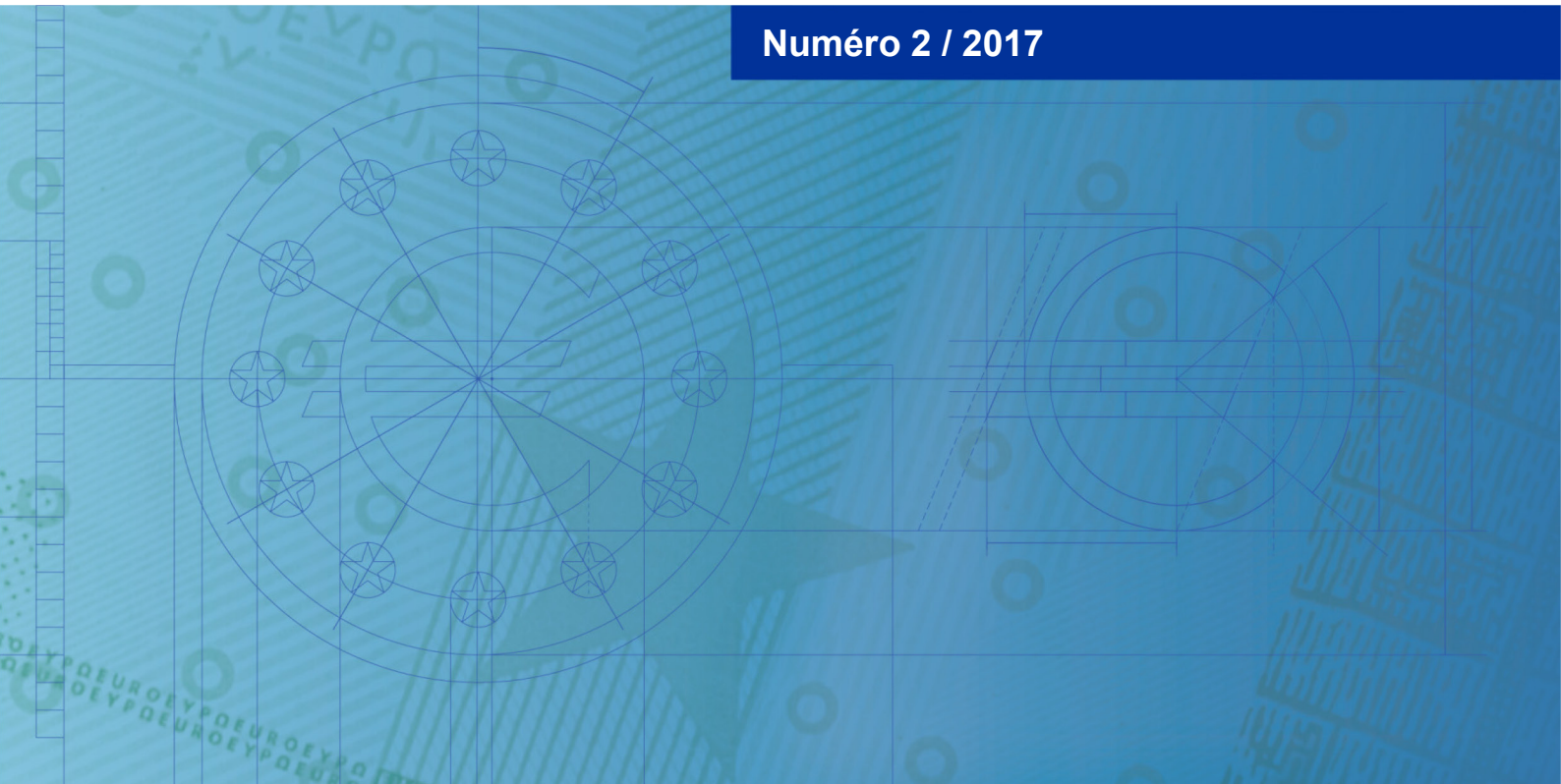




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2017



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	17
4 Prix et coûts	23
5 Monnaie et crédit	28
6 Évolutions budgétaires	36
Encadrés	40
1 Évolutions sur les marchés financiers des EME après l'élection présidentielle de 2016 aux États-Unis comparées à celles observées après la période du <i>tapering talk</i> en 2013.	40
2 L'analyse des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille de la zone euro	45
3 Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes	51
4 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 26 octobre 2016 au 24 janvier 2017	58
5 Nouvelles statistiques relatives aux sociétés d'assurance de la zone euro	63
6 Questions conceptuelles relatives à la mesure de la marge de manœuvre budgétaire	65
7 La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2017 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2016	69
Articles	74
1 L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant – une perspective mondiale	74
2 L'hétérogénéité des entreprises et la compétitivité dans l'Union européenne	91
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 9 mars 2017, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire restait indispensable pour aviver les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de préserver les conditions de financement très favorables qui sont nécessaires pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. L'incidence continue de ces mesures sur les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages est favorable à la création de crédit et soutient le renforcement régulier de la reprise de l'économie de la zone euro. L'inflation totale a de nouveau progressé, essentiellement sous l'effet d'une accélération de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Toutefois, les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent faibles. Le Conseil des gouverneurs continuera de faire abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) lorsque celles-ci sont considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 9 mars 2017

L'activité mondiale a continué de se redresser. La croissance mondiale s'est améliorée au second semestre de l'année dernière et devrait être restée soutenue début 2017, bien qu'à un rythme modeste d'un point de vue historique. L'inflation mondiale totale a augmenté au cours des derniers mois, après le rebond des prix du pétrole, tandis que la légère diminution des capacités inutilisées devrait apporter un soutien à l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre 2016, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement augmenté et ont affiché une certaine volatilité. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué et restent inférieurs aux niveaux enregistrés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a été annoncé. Les cours boursiers ont globalement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis. L'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

La reprise économique se renforce de façon régulière dans la zone euro. En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % au quatrième trimestre 2016, après un rythme de croissance similaire au troisième trimestre. Les données les plus récentes, notamment les résultats des enquêtes, ont

renforcé la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite du raffermissement et de l'élargissement de l'expansion économique en cours.

Pour la suite, les effets des mesures de politique monétaire de la BCE confortent la demande intérieure et facilitent le processus engagé de désendettement.

Le regain de l'investissement reste stimulé par les conditions de financement très favorables et les améliorations de la rentabilité des entreprises. En outre, la hausse de l'emploi, qui tient aussi aux réformes structurelles passées, exerce une incidence positive sur le revenu réel disponible des ménages, appuyant ainsi la consommation privée. Certains signes pointent également vers une reprise mondiale légèrement plus vigoureuse et un renforcement des échanges commerciaux. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs.

Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 1,6 % en 2019.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la hausse pour 2017 et 2018. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont aujourd'hui moins prononcés, mais restent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a continué de s'accélérer, à 2,0 % en février, après 1,8 % en janvier 2017 et 1,1 % en décembre 2016.

Cette évolution traduit principalement une forte augmentation, en rythme annuel, des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, sans aucun signe convaincant jusqu'à présent de remontée de l'inflation sous-jacente. Pour la suite, l'inflation totale devrait demeurer à des niveaux proches de 2 % au cours des prochains mois, traduisant principalement l'évolution du rythme annuel de variation des prix de l'énergie.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont toutefois restées basses. Elles ne devraient augmenter que graduellement à moyen terme, confortées par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite attendue de la reprise économique et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro font apparaître une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2017, de 1,6 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'augmentation de l'IPCH ont été révisées à la hausse, nettement pour 2017 et légèrement pour 2018, et n'évoluent pas pour 2019. Les projections reposent sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE.

Les mesures de politique monétaire mises en place par la BCE depuis juin 2014 favorisent nettement les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages et, ainsi, les flux de crédits dans la zone euro. La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable en janvier 2017. Dans le même temps, les crédits au secteur privé ont poursuivi leur redressement progressif au quatrième trimestre 2016 et en janvier. Le bas niveau des taux d'intérêt et les effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir les conditions de financement de l'économie réelle. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des sociétés non financières a continué de se renforcer au quatrième trimestre 2016.

Au cours des prochaines années, le déficit budgétaire des administrations publiques et les ratios d'endettement de la zone euro devraient continuer de s'inscrire sur une tendance baissière. L'orientation budgétaire de la zone euro, faiblement expansionniste en 2016, devrait prendre un tour globalement neutre au cours de la période 2017-2019. Toutefois, le suivi de l'examen par la Commission européenne des projets de plans budgétaires pour 2017 n'a pas été satisfaisant, aucun des pays considérés comme présentant un risque de non-conformité avec le Pacte de stabilité et de croissance n'ayant mis en œuvre de mesures significatives.

Les décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs confirme la nécessité de maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire afin de ramener sans tarder, et durablement, les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir leur maintien à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs confirme, d'une part, qu'il poursuivra ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017 et, d'autre part, qu'à partir d'avril 2017, les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP. De plus, le Conseil des gouverneurs a confirmé que si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, il se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

1 Environnement extérieur

L'activité mondiale s'est améliorée au second semestre de l'année dernière et la croissance devrait rester soutenue au premier trimestre 2017, bien qu'à un rythme modéré dans une perspective historique. L'inflation mondiale totale a augmenté au cours des derniers mois, à la suite du rebond des prix du pétrole, tandis que la lente diminution des capacités inutilisées devrait apporter un certain soutien à l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

La croissance mondiale devrait rester soutenue, bien que modérée dans une perspective historique. Les récentes publications de données confirment l'amélioration de l'activité économique mondiale au second semestre 2016 et font état d'une croissance soutenue début 2017. À plus long terme, les économies avancées comme les économies de marché émergentes (EME) devraient soutenir la croissance. En particulier, la politique de relance budgétaire devrait renforcer l'activité aux États-Unis, alors que l'atténuation progressive des profondes récessions dans certains des plus grands exportateurs de matières premières devrait soutenir la croissance des EME. Toutefois, l'incertitude demeure élevée en raison d'un certain nombre de facteurs, notamment les politiques suivies par la nouvelle administration américaine, leurs effets sur l'économie américaine et les éventuelles répercussions sur l'activité mondiale, la vigueur du redressement des exportateurs de matières premières, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise et les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

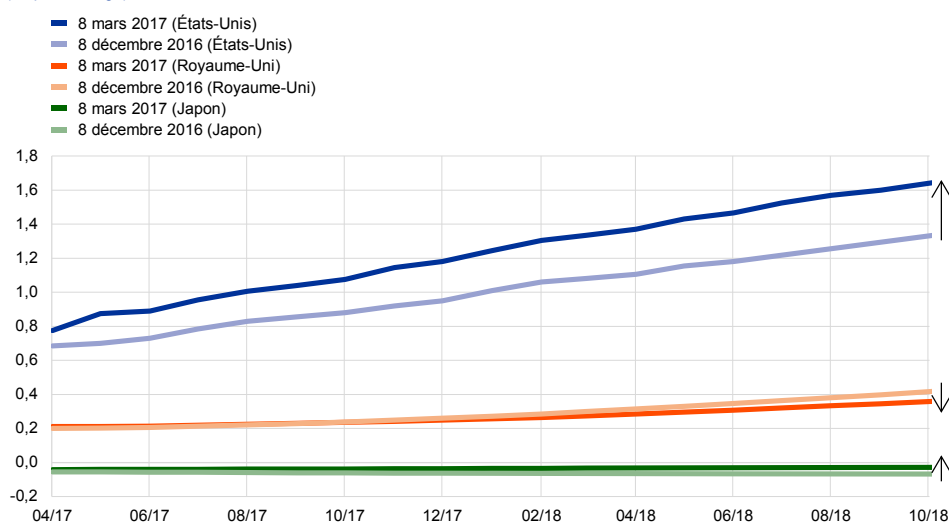
Bien que les conditions financières soient dans l'ensemble restées favorables, elles se sont durcies dans certaines EME. La volatilité est restée faible sur les marchés financiers au cours des dernières semaines, les marchés boursiers des économies avancées enregistrant de nouveaux gains. Les rendements obligataires à long terme américains ont légèrement augmenté, tandis qu'ils sont restés à de faibles niveaux dans d'autres économies avancées. En revanche, les conditions financières se sont durcies dans certaines EME, en raison de la hausse des écarts de rendement sur les obligations souveraines et de la dépréciation des monnaies, notamment la livre turque et le peso mexicain. Dans l'ensemble, les sorties de capitaux des EME se sont un peu atténuées, se montrant moins persistantes que lors des précédents épisodes d'incertitude ; cependant, la Chine a enregistré en décembre d'importantes sorties de capitaux qui n'ont été stoppées que par les fortes mesures de contrôle mises en place par les autorités. L'encadré 1 compare les évolutions des marchés financiers des EME depuis l'élection américaine avec celles observées après la période où la fin de l'assouplissement quantitatif a commencé à être évoquée (*tapering talk*) en 2013.

Les politiques monétaires sont restées accommodantes, mais les divergences augmentent entre les économies avancées. La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux américains s'est déplacée vers le haut au cours des derniers

mois, à la suite de la décision du Comité fédéral de l'*open market* adoptée en décembre. En revanche, l'orientation de la Banque d'Angleterre et celle de la Banque du Japon sont demeurées accommodantes (cf. graphique 1). Cette divergence, qui traduit l'hétérogénéité des performances économiques entre les économies avancées, s'est également reflétée dans les ajustements des taux de change.

Graphique 1 Anticipations des taux directeurs

(en pourcentage)



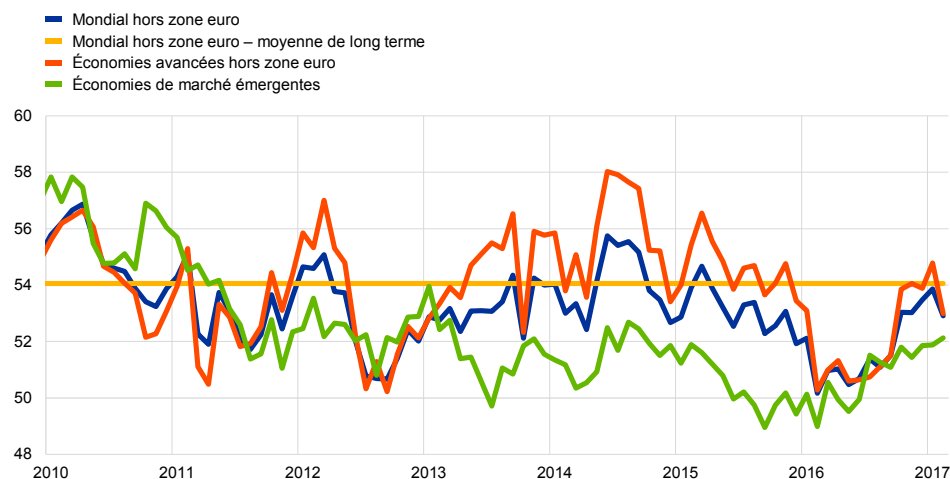
Sources : Bloomberg et Banque d'Angleterre.

Les données récemment publiées confirment la dynamique soutenue de la croissance mondiale au dernier trimestre 2016. Hors zone euro, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale est ressorti à 53,3 au quatrième trimestre 2016, après 51,5 au trimestre précédent, indiquant un redressement de la croissance mondiale au second semestre de l'année écoulée. L'indice a confirmé cette tendance début 2017 (cf. graphique 2). Au niveau des différents pays, les indices trimestriels des directeurs d'achat ont augmenté dans l'ensemble des principales économies avancées au dernier trimestre 2016. Dans les EME, les chiffres trimestriels se sont également inscrits en hausse en Chine et en Russie, mais ils ont reculé en Inde (à la suite de la récente politique de démonétisation) et au Brésil, restant au-dessous du seuil de 50 dans ces deux pays. À plus long terme, les indicateurs avancés composites de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) continuent de suggérer le redressement de la dynamique de croissance dans plusieurs économies avancées et indiquent la constitution d'une dynamique de croissance dans les principales EME.

Graphique 2

Indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale

(indice de diffusion)



Sources : Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2017. Les EME sont constituées de la Chine, de la Russie, du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Les économies avancées comprennent les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La moyenne de long terme fait référence à la période allant de janvier 1999 à février 2017.

L'activité économique aux États-Unis a terminé l'année sur une note plus

solide, soutenue par les dépenses de consommation et le redressement de l'investissement, l'ajustement dans le secteur de l'énergie et les effets négatifs de la vigueur du dollar sur la rentabilité des entreprises ayant diminué. La vigueur des dépenses de consommation et le redressement de l'investissement privé devraient soutenir une expansion modérée en 2017. Par la suite, l'activité économique devrait progresser à un rythme plus soutenu, en raison essentiellement de l'orientation budgétaire plus expansionniste qui devrait être poursuivie par la nouvelle administration.

Au Royaume-Uni, l'activité économique a étonnamment bien résisté à la suite du référendum sur l'appartenance à l'UE.

Tandis que l'investissement a stagné au dernier trimestre 2016 dans le contexte de l'incertitude liée au « Brexit », la consommation privée a contribué significativement à la croissance du PIB, malgré son ralentissement par rapport au trimestre précédent. L'activité économique devrait toutefois se ralentir courant 2017. La hausse des prix à la consommation induite par les taux de change devrait restreindre la consommation privée, tandis que les décisions d'investissement des entreprises devraient être affectées par l'incertitude entourant le Brexit.

Au Japon, le PIB en volume a diminué au dernier trimestre 2016, en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure.

Les exportations nettes soutenues par un yen plus faible et par le redressement de l'activité à l'étranger ont davantage contribué à la croissance du PIB en volume que la demande intérieure. À court terme, la croissance devrait être soutenue par d'importantes mesures de relance budgétaire et monétaire ainsi que par la demande étrangère. À plus long terme, le soutien apporté par le programme de relance budgétaire de l'année écoulée

diminuant progressivement, l'activité économique devrait ralentir au fil du temps pour rejoindre le rythme de croissance du PIB potentiel.

En Chine, la croissance s'est renforcée au dernier trimestre 2016, soutenue par la vigueur de la consommation et le redressement de l'investissement privé. Les perspectives à court terme sont dominées par l'ampleur de la politique de relance, mais à moyen terme, la croissance économique devrait poursuivre sa tendance à un ralentissement progressif. En particulier, la croissance de l'investissement devrait continuer à ralentir à mesure que les surcapacités sont progressivement réduites.

La croissance du PIB en volume de l'Europe centrale et orientale s'est ralentie en 2016 en raison de la baisse du prélèvement des fonds de l'UE au début de la nouvelle période budgétaire. L'affaiblissement de la demande extérieure a également contribué à ce ralentissement. Cependant, à moyen terme, l'activité économique devrait rester relativement résistante, en raison de la vigueur des dépenses de consommation, de l'amélioration des marchés du travail et de la hausse de l'absorption des fonds de l'UE.

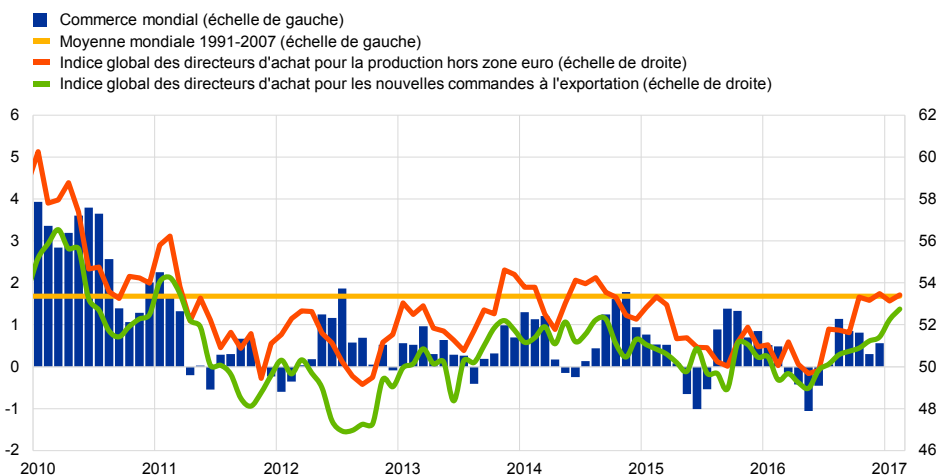
Les signes d'un rebond des grands exportateurs de matières premières par rapport aux profondes récessions observées précédemment sont contrastés. En Russie, la croissance trimestrielle du PIB en volume est devenue positive au troisième trimestre 2016, soutenue essentiellement par les exportations nettes. Tandis que la banque centrale maintenait son taux directeur inchangé, le rouble s'est renforcé et les cours boursiers ont augmenté en raison du rebond des prix du pétrole. Cependant, à plus long terme, les défis budgétaires devraient peser sur l'environnement des entreprises et l'absence de FBCF et de réformes structurelles pourrait nuire au potentiel de croissance. Au Brésil, le PIB en volume a fléchi de façon plus importante que prévu au second semestre 2016. L'activité économique à court terme devrait bénéficier de la lente stabilisation de la confiance des chefs d'entreprise, de l'amélioration des termes de l'échange et de l'assouplissement des conditions financières ; cependant, les incertitudes politiques récurrentes et les besoins d'assainissement budgétaire continuent de peser sur les perspectives à moyen terme.

Les échanges internationaux se sont améliorés au second semestre 2016 et devraient maintenir leur dynamique au premier trimestre de cette année. Hors zone euro, les importations mondiales ont été légèrement révisées à la hausse au troisième trimestre 2016, confirmant le rebond du premier semestre, et les indicateurs disponibles font état de perspectives positives à court terme. Selon les données du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont augmenté de 0,6 % en décembre (en glissement trimestriel), soit un rythme légèrement inférieur à celui du troisième trimestre mais indiquant toujours une croissance soutenue (cf. graphique 3). L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a continué d'augmenter au cours des derniers mois, indiquant une amélioration de la dynamique des échanges internationaux au début de cette année. À plus long terme, tandis que les perspectives sont soumises à certaines incertitudes en ce qui

concerne les futures politiques commerciales des États-Unis, le commerce mondial devrait augmenter de façon globalement conforme à l'activité mondiale.

Graphique 3 Échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : variations en pourcentage en rythme trimestriel ; échelle de droite : indice de diffusion)



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2017 (indice des directeurs d'achat) et à décembre 2016 (échanges).

Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait progressivement s'accroître au cours de la période allant de 2016 à 2019.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accroître pour passer de 3,1 % en 2016 à 3,5 % en 2017 et 3,8 % en 2018-2019. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de 1,6 % en 2016 à 2,8 % en 2017, 3,4 % en 2018 et 3,5 % en 2019. Par rapport aux projections de décembre 2016, la croissance mondiale a été légèrement revue à la hausse, reflétant certaines révisions des données et la prise en compte de l'anticipation de mesures de relance budgétaire dans la projection de référence américaine. Dans le même temps, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la hausse en 2016-2017, reflétant des chiffres plus élevés des importations au second semestre 2016, mais elle a été revue légèrement à la baisse pour 2019, en raison essentiellement d'anticipations d'un ralentissement de la croissance des importations en Amérique latine et en Chine.

L'incertitude entourant les projections de référence pour l'activité mondiale reste élevée, la balance des risques étant orientée à la baisse.

Les principaux risques à la baisse comprennent une hausse du protectionnisme commercial qui se renforce dans les économies avancées, un durcissement désordonné des conditions financières mondiales, susceptible d'affecter notamment les EME vulnérables, de possibles perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine et, enfin, de possibles perturbations causées par des incertitudes politiques et géopolitiques, telles que les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

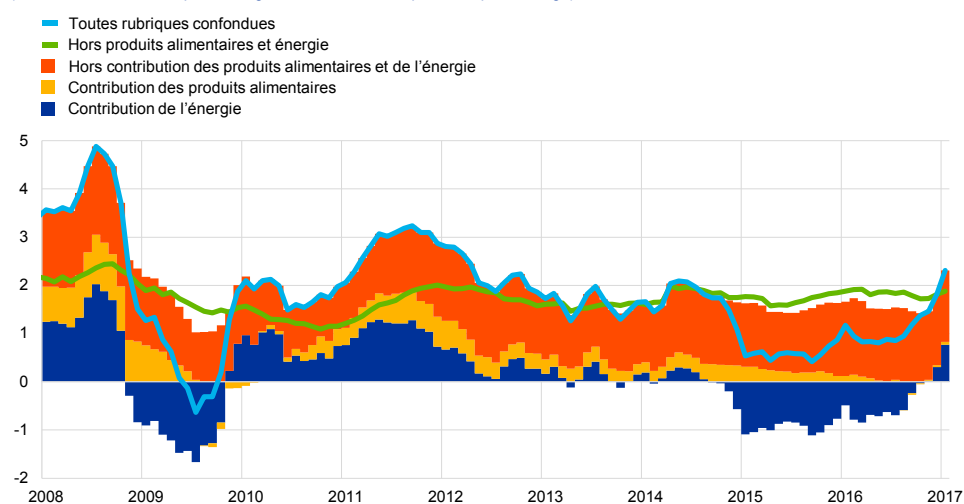
Évolutions des prix au plan mondial

L'inflation mondiale totale a augmenté ces derniers mois, à la suite du rebond des cours du pétrole. Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint 2,3 % en janvier, retrouvant des niveaux qui n'avaient pas été observés en près de cinq ans. Cette augmentation résulte principalement de la hausse des prix de l'énergie, qui ont progressé de 8,5 % en rythme annuel. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de l'OCDE est passée de 1,8 % en décembre à 1,9 % en janvier (cf. graphique 4). La hausse des prix à la consommation s'est encore accentuée dans l'ensemble des principales économies avancées en janvier. Inversement, l'inflation a continué de fléchir dans la plupart des principales économies en dehors de l'OCDE, à l'exception de la Chine où les prix à la consommation se sont redressés.

Graphique 4

Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

Les cours du Brent ont fluctué dans une fourchette comprise entre 52 et 56 dollars le baril depuis l'accord de réduction de la production adopté par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) le 30 novembre 2016.

La production mondiale de pétrole a fléchi en janvier, reflétant les réductions observées à la fois dans les pays de l'OPEP et dans les pays hors OPEP. Tandis que la production de l'OPEP enregistrait une des réductions les plus importantes de son histoire, les pays extérieurs à l'OPEP participant à l'accord de réduction de la production ont également contribué à ce qui a représenté le fléchissement le plus important, en rythme mensuel, de l'offre mondiale de pétrole depuis septembre 2008. Cependant, la production des pays hors OPEP devrait augmenter en 2017, sous l'impulsion essentiellement de pays extérieurs à l'accord de réduction de la production (États-Unis, Canada et Brésil), la production américaine de pétrole de schiste enregistrant déjà des hausses en décembre 2016. Les prix des matières premières hors pétrole (libellés en dollars) ont augmenté de 1 % environ au cours

des dernières semaines, principalement en raison d'une hausse du prix du minerai de fer à un niveau proche d'un record sur trois ans ; cette hausse a été partiellement contrebalancée par une baisse des prix des produits alimentaires.

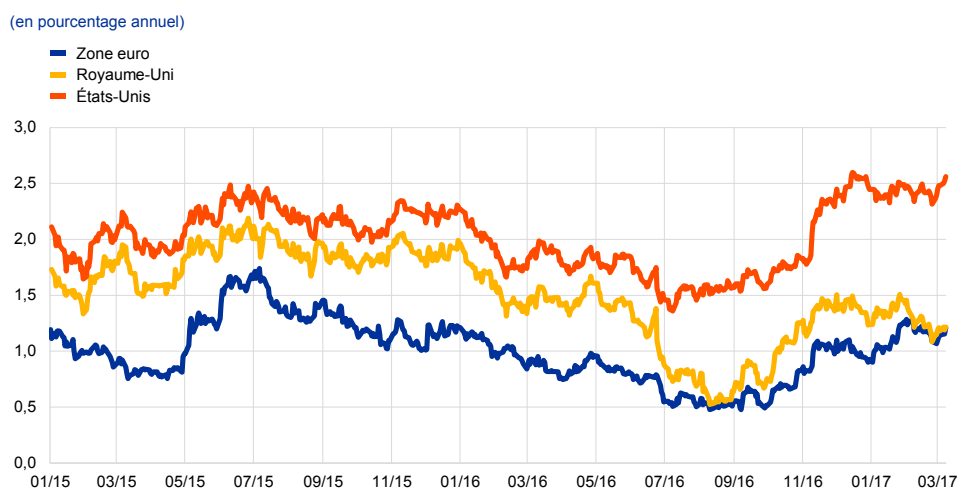
À plus long terme, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer. La récente hausse des prix du pétrole et des autres matières premières devrait continuer de soutenir l'inflation totale à court terme. Par la suite, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait apporter un certain soutien à l'inflation sous-jacente à moyen terme. Cependant, comme la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe des prix très stables sur l'horizon de projection, la contribution future des prix de l'énergie à l'inflation devrait être très limitée.

2 Évolutions financières

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement augmenté et ont affiché une certaine volatilité. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué et restent à des niveaux inférieurs à ceux de début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé. Les cours boursiers ont globalement augmenté dans la zone euro, tout comme aux États-Unis. L'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont globalement augmenté depuis début décembre. Au cours de la période sous revue (du 8 décembre 2016 au 8 mars 2017), le rendement, pondéré du PIB, des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'est accru de quelque 15 points de base, pour s'établir à 1,2 % environ (cf. graphique 5).

Graphique 5
Rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines à dix ans qui est calculée. La dernière observation se rapporte au 8 mars 2017.

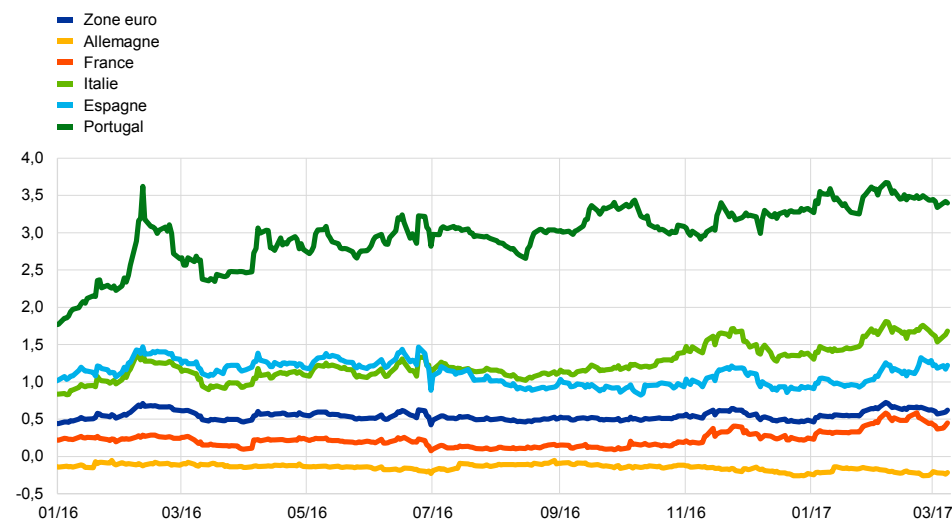
Au sein de la zone euro, les écarts de rendement souverain se sont creusés sous l'effet de l'incertitude politique. L'évolution globalement stable de la moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines masque une hétérogénéité des évolutions intra-zone euro. Les écarts de rendement souverain se sont creusés dans plusieurs pays (cf. graphique 6). Cela a été particulièrement visible en France, où l'incertitude politique accrue entourant l'élection présidentielle à venir s'est traduite par une certaine volatilité de ces écarts de rendement. À la fin de la période sous revue, l'écart de rendement des emprunts publics français à dix ans par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) sans risque s'est élargi de 20 points de base environ, après un accroissement pouvant

aller jusqu'à 40 points de base au cours de la même période. Dans les pays moins bien notés, un creusement similaire a été observé.

Graphique 6

Écarts de rendement souverain vis-à-vis du taux des OIS dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

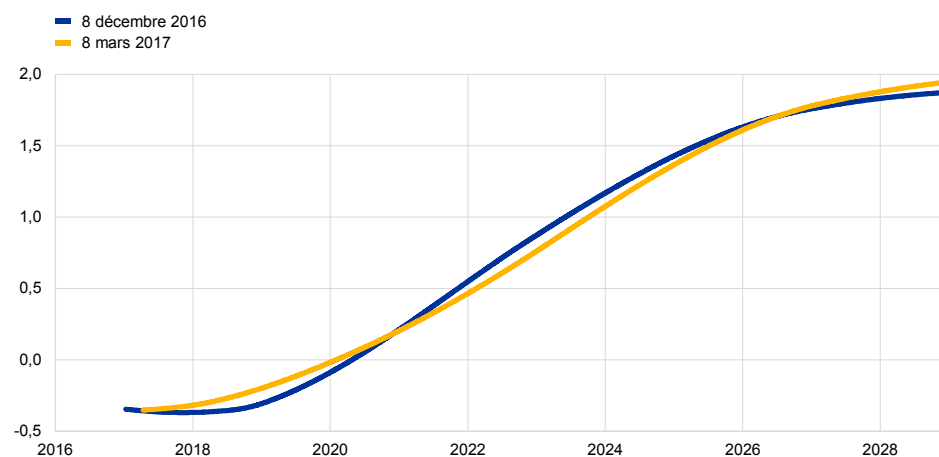
Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux des *swaps* au jour le jour (*overnight index swap* - OIS) au rendement souverain. Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans qui est calculée. La dernière observation se rapporte au 8 mars 2017.

La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés est demeurée globalement inchangée depuis début décembre, signe que les marchés n'anticipent pas de nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt. Le profil d'une pente graduellement ascendante de la courbe de l'Eonia anticipé implique que les intervenants de marché continuent de prévoir une période prolongée de taux de l'Eonia négatifs, sans autres réductions du taux de la facilité de dépôt (cf. graphique 7). Cela contraste fortement avec la situation observée début octobre 2016, lorsque la pente du segment à court terme de la courbe était descendante, dénotant des anticipations de nouvelles baisses du taux de la facilité de dépôt.

Graphique 7

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Le taux de l'Eonia est demeuré stable autour de – 35 points de base au cours de la période sous revue, à l'exception d'une légère hausse à la fin de l'année.

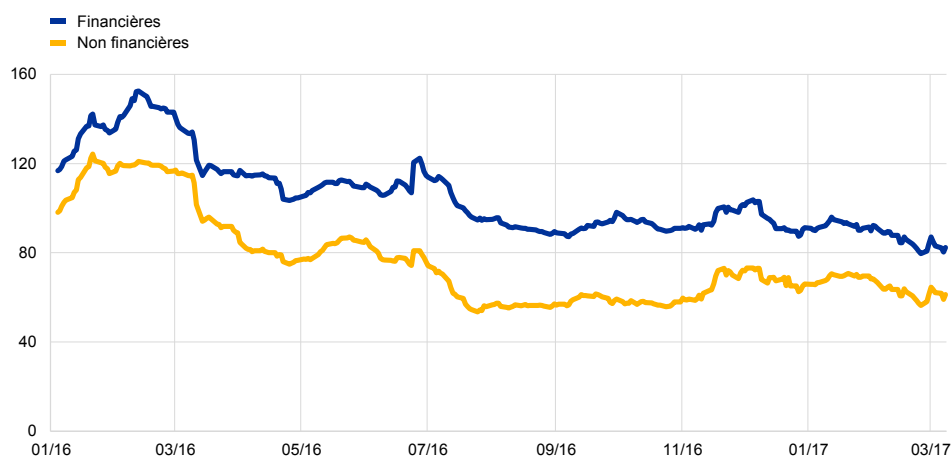
L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 165 milliards d'euros, à 1 356 milliards environ, dans le contexte des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs. Cette hausse reflète également la participation à la troisième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO II), qui a eu lieu en décembre 2016. L'encadré 4 présente des informations plus détaillées sur les conditions de la liquidité.

Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) ont diminué pour toutes les classes de notation depuis début décembre (cf. graphique 8). Le resserrement des écarts (vis-à-vis de la courbe des notations AAA correspondantes de la zone euro) a été soutenu par une amélioration des perspectives de croissance de la zone euro. De ce fait, les écarts moins élevés des obligations du secteur des entreprises indiquent une baisse de la perception par le marché des risques du secteur privé. Les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les SNF s'établissent actuellement environ 60 points de base en deçà des niveaux correspondants de début mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du CSPP. Dans le secteur financier, au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations se sont également réduits de 5 à 20 points de base pour toutes les classes de notation.

Graphique 8

Écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

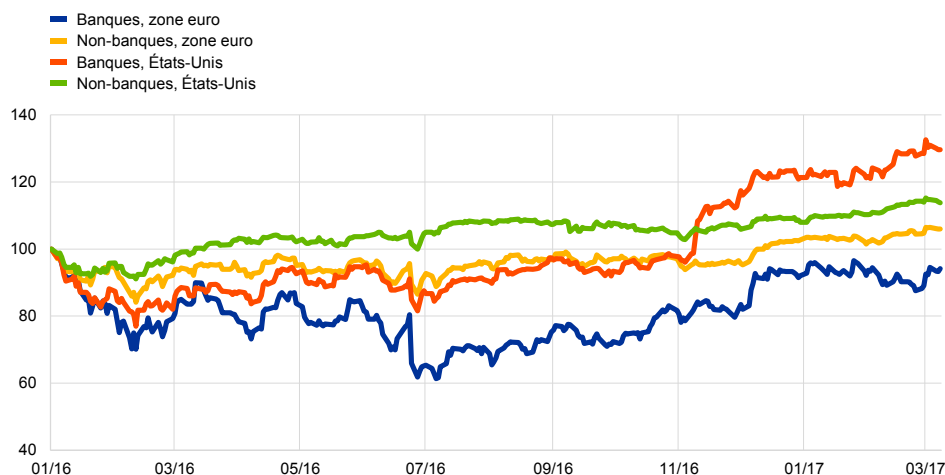
Note : La dernière observation se rapporte au 8 mars 2017.

Dans l'ensemble, les cours boursiers de la zone euro ont fortement augmenté depuis début décembre. Les prix des actions des non-banques ont augmenté de 7 % durant la période sous revue, affichant une performance supérieure à celle des cours des valeurs bancaires, qui ne se sont accrus que de 2 % (cf. graphique 9). Par rapport à leurs contreparties américaines, les non-banques de la zone euro ont obtenu de meilleurs résultats, tandis que les banques de la zone euro ont affiché de moins bonnes performances. Les hausses ont été soutenues par une amélioration des perspectives macroéconomiques de croissance et des perspectives d'inflation. À plus long terme, et par rapport aux points bas qui ont suivi le résultat du référendum organisé fin juin 2016 par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, les cours des actions de la zone euro ont globalement augmenté de quelque 25 % (dont 50 % environ pour les banques). L'incertitude sur les marchés – mesurée par les anticipations de volatilité des cours boursiers – est restée globalement stable au cours de la période sous revue. Début mars, la volatilité implicite des marchés boursiers en rythme annuel est ressortie à 15 % dans la zone euro et à 12 % aux États-Unis. Les volatilités implicites sont nettement inférieures aux moyennes historiques pour les deux zones et reflètent en partie le bas niveau de la volatilité réalisée en termes de cours des actions.

Graphique 9

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2016 = 100)



Sources : Thomson Reuters, indices iBoxx et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 8 mars 2017.

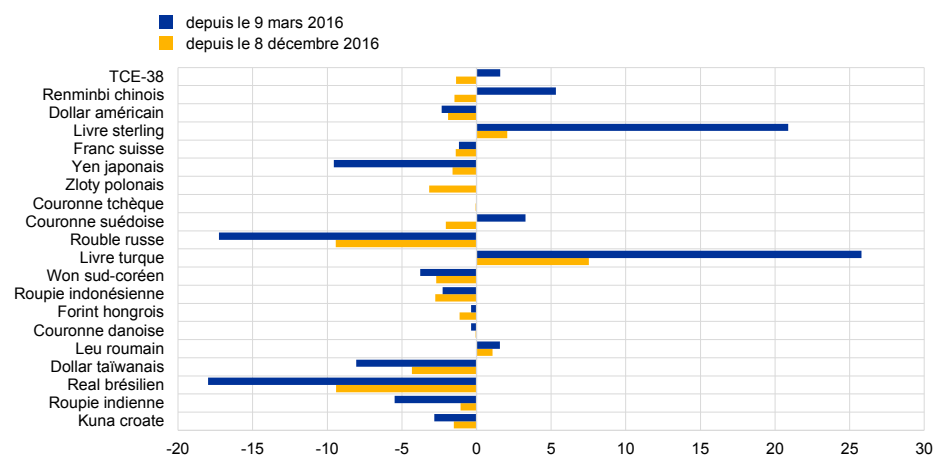
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 10).

Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est réduit de 1,4 % depuis le 8 décembre. Sur la même période, en termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié de 1,9 % par rapport au dollar. L'euro s'est également affaibli vis-à-vis d'autres grandes devises, dont le yen japonais (de 1,6 %) et le franc suisse (de 1,4 %), tandis qu'il a continué de s'apprécier par rapport à la livre sterling (de 2,1 %). Dans le même temps, le taux de change de l'euro s'est également inscrit en baisse vis-à-vis des devises de la plupart des autres États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et de celles des principales économies émergentes (dont le renminbi chinois), à l'exception de la livre turque.

Graphique 10

Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

3 Activité économique

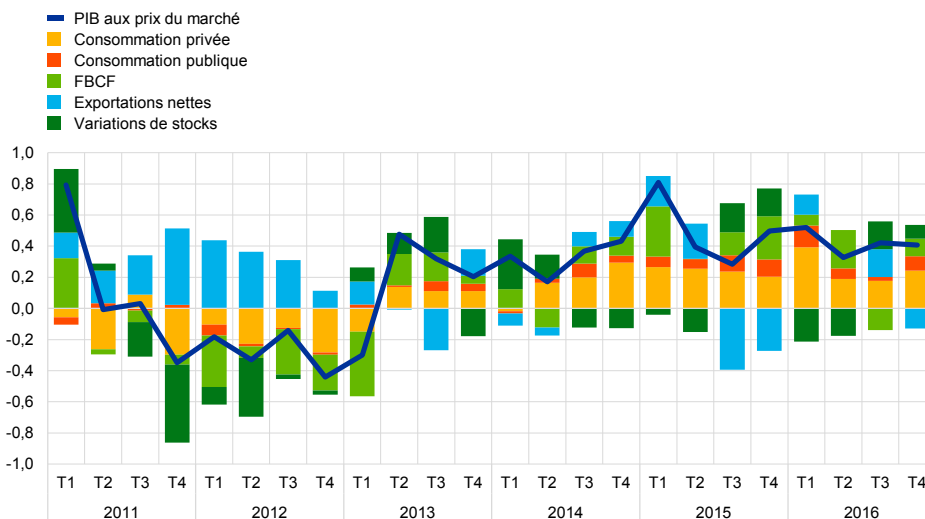
L'expansion économique continue de se raffermir, soutenue essentiellement par la demande intérieure de la zone euro. Certains signes indiquent également un léger renforcement de la reprise mondiale. Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 1,6 % en 2019. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro se sont atténués, mais demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

L'expansion économique de la zone euro se poursuit, soutenue par la demande intérieure. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre de l'année écoulée (cf. graphique 11). Contrairement aux exportations nettes, la demande intérieure et les variations de stocks ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume. La hausse de la production au quatrième trimestre a entraîné une croissance annuelle du PIB de 1,7 % en 2016. La tendance de l'activité économique à se raffermir et à se généraliser dans les secteurs et dans les pays s'est poursuivie au quatrième trimestre 2016.

Graphique 11

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016 pour le PIB et ses composantes.

La consommation privée continue d'être le principal moteur de l'expansion économique en cours. Les dépenses réelles de consommation ont augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, au quatrième trimestre. Cette remontée par rapport au troisième trimestre s'est produite malgré la hausse des prix du pétrole. La confiance des consommateurs a bien résisté et a été largement supérieure à sa moyenne de long terme en janvier et en février, indiquant une forte dynamique sous-jacente des dépenses de consommation à court terme. En outre, la croissance de la

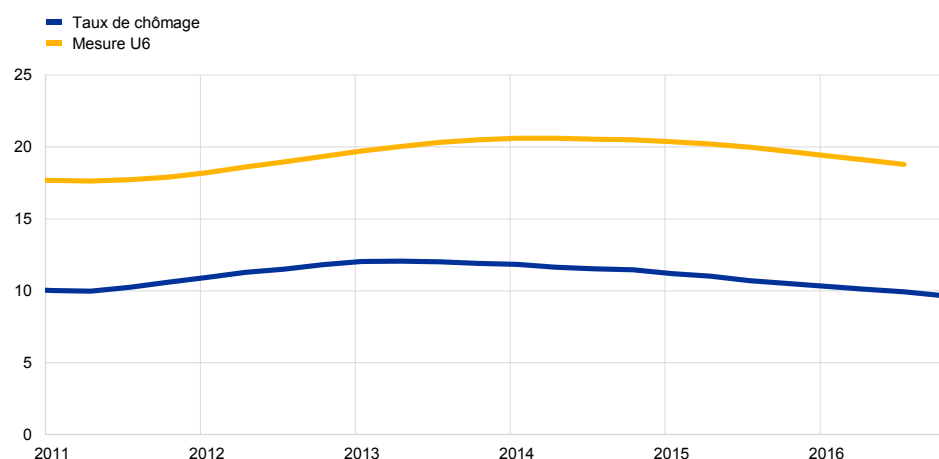
consommation privée a continué d'être alimentée par des hausses importantes du revenu des ménages à la faveur de l'amélioration des marchés du travail de la zone euro.

Cela fait maintenant quatorze trimestres consécutifs que le chômage dans la zone euro est en baisse. Le chômage dans la zone euro a continué de fléchir au quatrième trimestre 2016, après avoir atteint un pic début 2013. En janvier, il se situait à 9,6 %, demeurant à son niveau le plus faible depuis le deuxième trimestre 2009. La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est poursuivie au troisième trimestre 2016, essentiellement grâce à la création d'emplois dans le secteur des services. Les enquêtes récentes indiquent de nouvelles améliorations des conditions sur le marché du travail, l'ensemble des principaux indicateurs reflétant la poursuite de la tendance positive en février 2017 ; la seule exception est le secteur de la construction, où ces conditions sont restées globalement inchangées.

Graphique 12

Le taux de chômage et une mesure plus large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre dans la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016 pour le taux de chômage et au troisième trimestre 2016 pour la « mesure U6 ». U6 est une mesure plus large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre qui prend en compte également des estimations du nombre de travailleurs découragés, de participants ayant un lien marginal avec le marché du travail et de salariés à temps partiel subi.

Bien que la tendance générale de l'évolution du chômage soit clairement positive, la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail reste considérable si l'on prend en compte des mesures plus larges de sous-utilisation de la main-d'œuvre. Tandis que le nombre de chômeurs diminue sur le marché du travail, il existe encore de nombreuses personnes non comptabilisées comme étant au chômage, mais susceptibles de rivaliser pour des emplois, limitant ainsi les tensions salariales. Les mesures plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre (la « mesure U6 », qui comprend des estimations du nombre de « travailleurs découragés », d'autres participants ayant un lien potentiellement plus faible avec le marché du travail et de salariés à temps partiel subi, qui occupent actuellement un emploi mais n'effectuent pas le nombre d'heures hebdomadaires

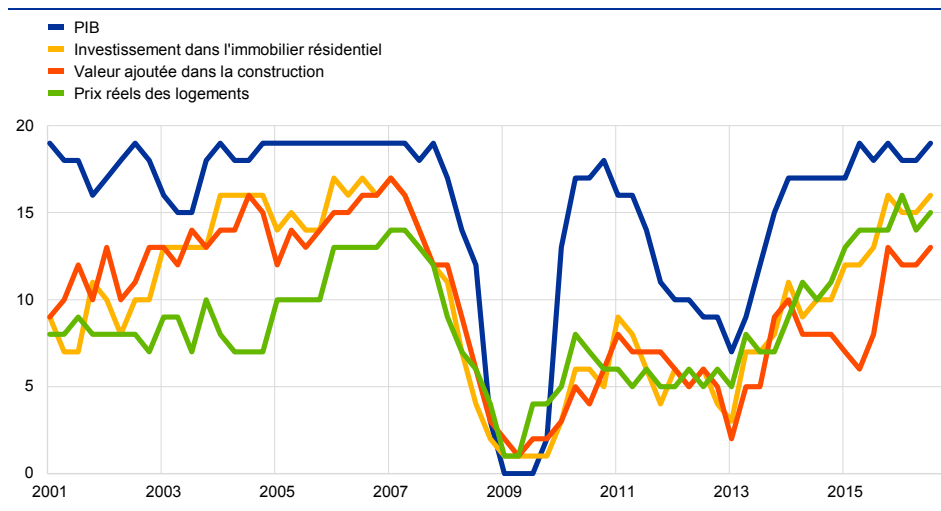
souhaité) demeurent élevées et ont enregistré une diminution moins importante que le taux de chômage (cf. graphique 12). Cela indique la persistance d'un niveau considérable de capacités inutilisées sur le marché du travail de la zone euro au sens large.

Les marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro soutiennent de plus en plus la dynamique de la croissance.

Le redressement des marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro a été plus tardif et beaucoup plus faible que la reprise de l'activité économique générale dans la zone. Toutefois, dans un nombre croissant de pays, les principaux indicateurs relatifs au marché immobilier ont récemment affiché des taux de croissance annuels positifs (cf. graphique 13). Il semble donc que de nombreux marchés immobiliers de la zone euro évoluent vers une phase expansionniste. Cependant, la vigueur de ce redressement est, dans l'ensemble, encore relativement faible et irrégulière selon les pays. Dans une perspective à plus long terme, l'amélioration des conditions financières, l'accroissement de la confiance dans le secteur de la construction et l'augmentation du nombre de permis de construire délivrés vont également dans le sens d'une poursuite du redressement de l'investissement dans la construction en 2017.

Graphique 13

Nombre de pays de la zone euro ayant des taux de croissance annuels positifs des indicateurs relatifs au marché immobilier



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2016. Les chiffres, qui ne sont pas pondérés, se situent dans une fourchette de 0 à 19.

L'investissement des entreprises semble également avoir progressé au quatrième trimestre, bien qu'à un rythme sans doute plus faible qu'au troisième trimestre,

la production de biens d'équipement n'ayant que modérément augmenté. Dans le même temps, selon l'enquête de la Commission européenne réalisée au premier trimestre 2017, la demande perçue comme une contrainte pesant sur la production de biens d'équipement a continué de baisser et reste à son niveau le plus bas depuis le début de la Grande récession. L'utilisation des capacités de production a également augmenté pour ressortir, au premier trimestre 2017, au-dessus de ses niveaux moyens d'avant la crise.

Dans les prochains mois, l'investissement total devrait continuer de bénéficier de la politique monétaire très accommodante de la BCE.

Les conditions de financement demeurent très favorables et les marges bénéficiaires devraient repartir à la hausse dans un contexte de liquidités déjà abondantes dans le secteur des sociétés non financières. De plus, le vif redressement des cours des actions ainsi que la croissance modérée du financement par endettement ont fait baisser le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs). La hausse des bénéfices des sociétés non financières devrait encourager l'investissement, notamment au vu de la nécessité de remplacer le capital après des années d'atonie de la FBCF. Toutefois, la reprise de l'investissement sera toujours freinée par des rigidités sur les marchés des biens et des services, par les anticipations d'une croissance à long terme plus faible que par le passé et par les besoins persistants de désendettement dans certains pays de la zone euro. De plus, l'ajustement actuel aux variations de l'environnement réglementaire, la faible rentabilité des banques et le stock encore élevé de créances douteuses au bilan des banques dans un certain nombre de pays continuent de peser sur la capacité d'intermédiation des banques et, donc, sur le financement de l'investissement à court terme des entreprises.

La croissance des exportations de la zone euro a continué de se redresser en raison de l'amélioration progressive du commerce mondial.

Les exportations totales de la zone euro ont augmenté de 1,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre, entraînées à la fois par les échanges de services et de biens. Les données mensuelles jusqu'en décembre 2016 font état de hausses soutenues (en variations trimestrielles en pourcentage) des exportations de biens vers la Chine et d'autres pays asiatiques. Dans le même temps, l'Amérique latine a apporté une contribution positive, parallèlement aux États-Unis. Jusqu'en novembre, les exportations vers le Royaume-Uni ont diminué, tandis que les exportations vers les autres pays européens ont progressé. Selon les indications, les exportations de biens de la zone euro ont dépassé les importations mondiales de biens au quatrième trimestre 2016, signalant ainsi un possible gain de parts de marché à l'exportation pour la zone euro, dans un contexte de dépréciation du taux de change effectif de l'euro. Les enquêtes et les nouvelles commandes à l'exportation portant sur le premier trimestre 2017 indiquent une amélioration de la dynamique des exportations à court terme. À plus long terme, les exportations hors zone euro devraient augmenter à la suite du redressement graduel du commerce mondial. Toutefois, les risques pesant sur les perspectives d'évolution du commerce ont trait à d'éventuels effets défavorables découlant d'une incertitude accrue quant aux politiques commerciales à l'échelle mondiale.

Dans l'ensemble, les enquêtes font état d'une dynamique robuste de la croissance au premier trimestre 2017.

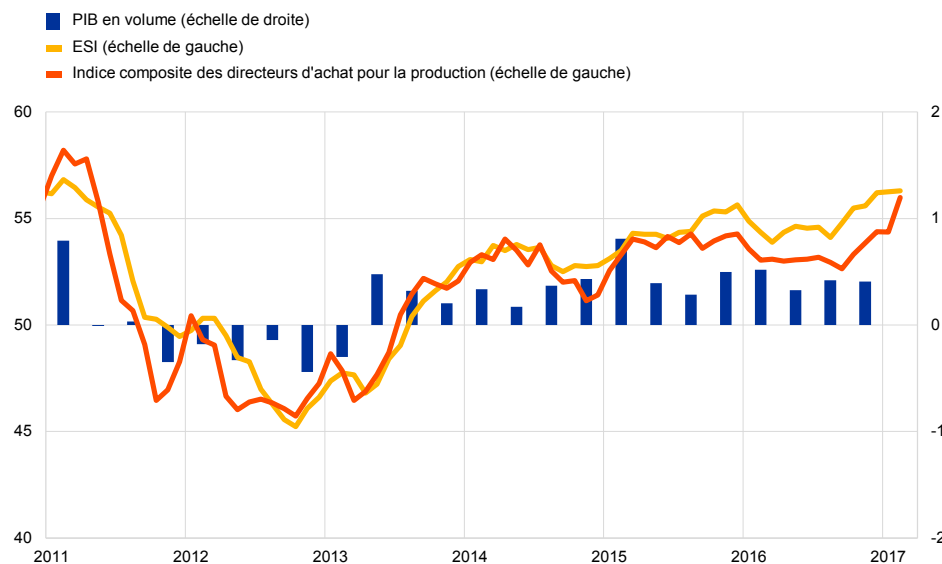
L'indicateur du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne a affiché des améliorations généralisées en janvier et n'a pas varié en février, s'établissant à des niveaux élevés. Par ailleurs, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour l'ensemble de la production a été stable en janvier et a affiché des améliorations généralisées en février. La hausse observée au cours des deux premiers mois de 2017 par rapport au quatrième trimestre 2016 reflète une évaluation plus positive de la situation actuelle et d'importantes entrées de commandes dans l'industrie et la construction. Les résultats des deux enquêtes

se situent actuellement au-dessus de leurs moyennes de long terme (cf. graphique 14).

Graphique 14

PIB en volume de la zone euro, PMI composite pour la production et ESI

(taux de croissance trimestriels ; soldes d'opinion et indices de diffusion normalisés en pourcentage)



Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 pour le PIB en volume et à février 2017 pour l'ESI et le PMI, respectivement.

L'expansion économique dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les mesures de politique monétaire qui continuent de se transmettre à l'économie réelle.

L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. La poursuite des créations d'emplois, qui continuent de bénéficier des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et donc à la consommation privée. Certains signes indiquent également une légère accélération de la reprise mondiale et une progression du commerce international. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs.

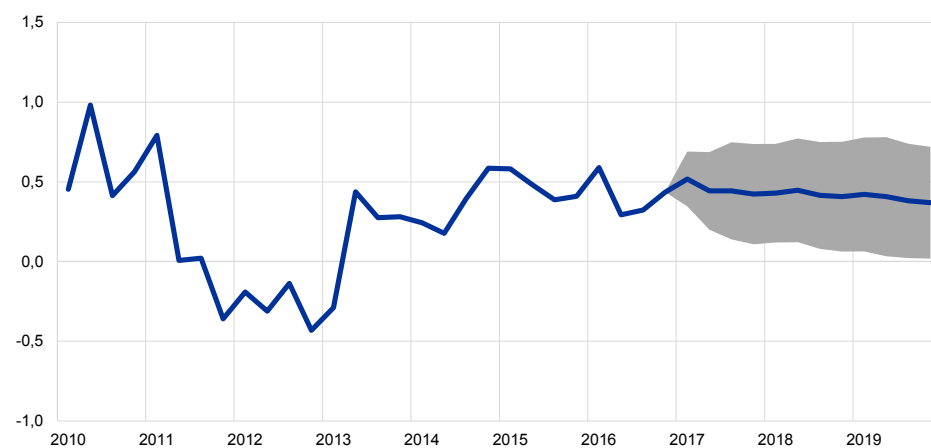
Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 1,6 % en 2019 (cf. graphique 15).

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, ces perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la hausse, de 0,1 point de pourcentage en 2017 et en 2018, en raison du léger renforcement de la demande extérieure à court terme, de l'affaiblissement du taux de change de l'euro et d'un sentiment économique plus favorable. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro se sont atténués, mais demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

Graphique 15

PIB en volume dans la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2017 » publié le 9 mars 2017 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les intervalles présentés autour des projections centrales sont établis à partir des différences entre les résultats effectifs et les précédentes projections réalisées sur plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisation. La méthode utilisée pour calculer les intervalles, qui comprend une correction des événements exceptionnels, est décrite dans la « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, décembre 2009, disponible sur le site internet de la BCE.

4 Prix et coûts

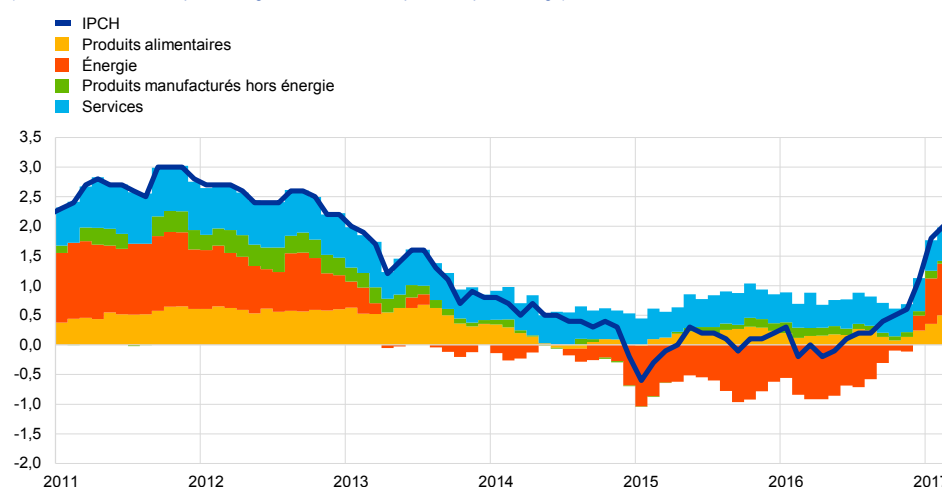
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,0 % en février 2017, après 1,8 % en janvier. Pour la suite, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait rester à des niveaux proches de 2 % au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont toutefois restées basses et devraient n'augmenter que graduellement à moyen terme. Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2017, de 1,6 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

L'inflation totale s'est encore accélérée en février. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est encore accentuée en février, ressortant à 2,0 %, après 1,8 % en janvier et 1,1 % en décembre 2016 (cf. graphique 16). La hausse observée ces derniers mois résulte principalement du renchérissement de l'énergie et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires et a porté l'inflation totale, en février de cette année, à son plus haut niveau depuis janvier 2013.

Graphique 16

Contributions des composantes à la hausse de l'IPCH total dans la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

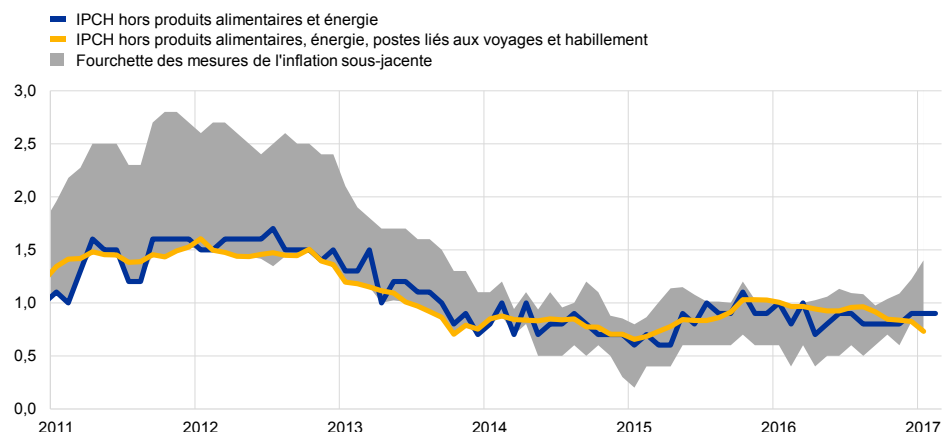
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2017.

L'inflation sous-jacente est toutefois demeurée faible. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 0,9 % en février 2017, nettement en deçà de sa moyenne à long terme. Ce taux est inchangé depuis décembre 2016 et seulement légèrement supérieur au niveau de 0,8 % enregistré d'août à novembre 2016. La plupart des autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas non plus affiché de signes d'une dynamique haussière plus soutenue (cf. graphique 17). L'atonie de l'inflation sous-jacente pourrait refléter en partie les effets indirects baissiers décalés de la faiblesse passée des prix du pétrole, mais aussi, plus fondamentalement, la sous-utilisation des capacités de production et la faiblesse durable des tensions d'origine interne sur les coûts.

Graphique 17

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente inclut les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et une mesure fondée sur un modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à février 2017 pour la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie et à janvier 2017 pour toutes les autres mesures.

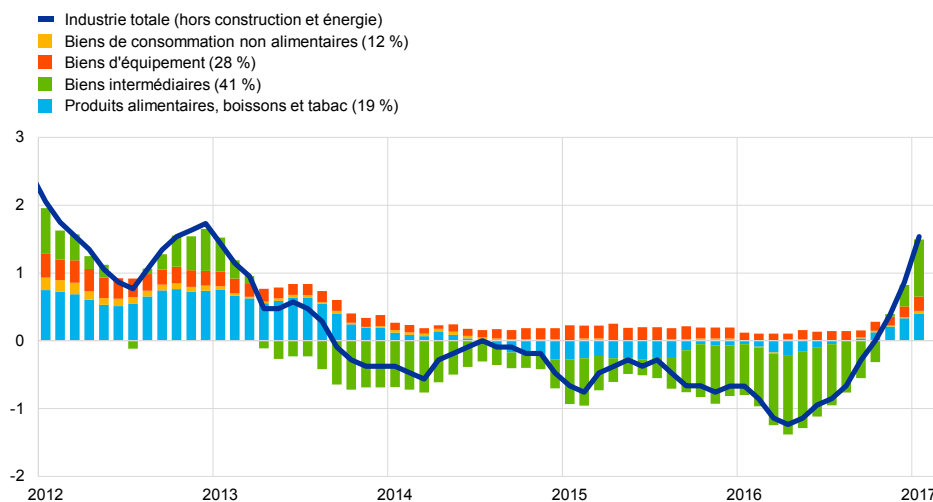
Il n'existe que de faibles signes de tensions en amont de la chaîne des prix.

Les fortes accélérations de la hausse des prix à la production pour l'ensemble de l'industrie (hors construction et énergie) depuis le printemps 2016 reflètent principalement d'importantes augmentations des prix à la production des biens intermédiaires (cf. graphique 18). Une partie de ces hausses sont susceptibles de se répercuter, avec un certain décalage, sur les prix des biens de consommation non alimentaires en aval de la chaîne de production et de fixation des prix. De plus, la progression des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est confirmée, à 0 % en janvier, après - 0,1 % en décembre et - 1,0 % en novembre. Toutefois, début 2017, la variation des prix à la production intérieure des biens de consommation non alimentaires n'avait pas encore affiché de tendance claire à la hausse, ne ressortant qu'à 0,3 % en janvier après avoir fluctué autour de 0,1 % en 2016. Une explication possible tient au fait que l'augmentation des coûts et des prix observée au niveau des biens intermédiaires ait pu être absorbée par les marges à différentes étapes du processus de production et que la capacité des entreprises à imposer leurs prix demeure limitée par le degré élevé de concurrence mondiale.

Graphique 18

Contributions aux prix à la production

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2017.

La croissance des salaires est demeurée historiquement faible. La croissance annuelle des salaires négociés dans la zone euro est ressortie à 1,4 % au quatrième trimestre 2016, légèrement inférieure au niveau de 1,5 % des deuxième et troisième trimestres 2016. Les facteurs susceptibles de peser sur la progression des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité et l'incidence actuellement exercée par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise¹. De plus, l'environnement de faible inflation de ces dernières années contribue peut-être encore à une moindre croissance des salaires par le biais de mécanismes d'indexation formels et informels.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables depuis début décembre 2016, demeurant légèrement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes. La tendance haussière des mesures des anticipations d'inflation issues du marché, observée depuis fin septembre, s'est atténuée à partir de début décembre. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables, tandis qu'à court terme, elles se sont inscrites en hausse. Plus précisément, le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'établit désormais à 1,71 % environ, soit près de 50 points de base au-dessus des bas niveaux observés à l'automne 2016 (cf. graphique 19). Indépendamment des fortes augmentations enregistrées depuis septembre 2016 pour l'ensemble des échéances, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché n'indiquent encore qu'un retour graduel à un niveau d'inflation d'environ 2 % avec, par exemple, un taux à un an dans quatre ans

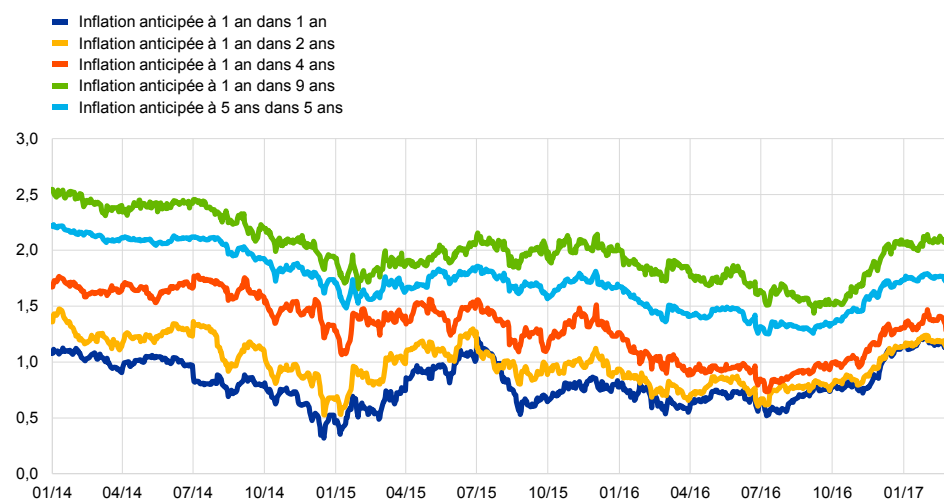
¹ Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

oscillant toujours autour de 1,35 %. La hausse des anticipations d'inflation à long terme fondées sur le marché par rapport à l'automne dernier a en partie comblé l'écart avec les mesures tirées d'enquêtes, qui sont demeurées stables à 1,8 % selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2017 ².

Graphique 19

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 3 mars 2017.

Selon les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, la hausse de l'IPCH devrait fortement s'accélérer dans la zone euro, passant de 0,2 % en 2016 à 1,7 % en 2017. Pour 2017, les perspectives pour l'inflation totale ont été fortement révisées après le récent renchérissement du pétrole. Cependant, la hausse des prix de l'énergie et hors énergie affiche des tendances contrastées. Entre 2016 et 2017, les prix de l'énergie devraient représenter l'essentiel du renforcement de l'inflation mesurée par l'IPCH. Cela reflète des effets de base haussiers, ainsi que le récent renchérissement prononcé du pétrole. Sur la base des informations disponibles mi-février, les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse de l'IPCH de 1,7 % en 2017, de 1,6 % en 2018 et de 1,7 % en 2019 (cf. graphique 20) ³. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'augmentation de l'IPCH total ont été révisées à la hausse, fortement pour 2017 et légèrement pour 2018, tandis qu'elles n'évoluent pas pour 2019.

² Contrairement à celles fondées sur les enquêtes, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché intègrent une prime de risque.

³ Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2017 » publié le 9 mars 2017 sur le site internet de la BCE.

Graphique 20

Hausse de l'IPCH dans la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2017 » publié le 9 mars 2017 sur le site internet de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 (données effectives) et au quatrième trimestre 2019 (projections).

Contrairement à la hausse des prix de l'énergie, l'accélération attendue de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait être beaucoup plus graduelle sur l'horizon de projection. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir en hausse, à 1,1 % en 2017, 1,6 % en 2018 et 1,8 % en 2019, après 0,9 % en 2016. L'un des principaux facteurs de cette accélération progressive est l'augmentation prévue des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre au fur et à mesure de la consolidation de la reprise. La réduction des capacités inutilisées et une atténuation progressive des facteurs liés à la crise qui ont freiné la croissance des salaires au cours des dernières années devraient déboucher sur un rebond de la croissance de la rémunération par personne occupée et, compte tenu d'une reprise projetée de la productivité plus modeste, de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans l'ensemble, un redressement progressif de l'inflation sous-jacente devrait soutenir le niveau de l'inflation totale de 2017 à 2019.

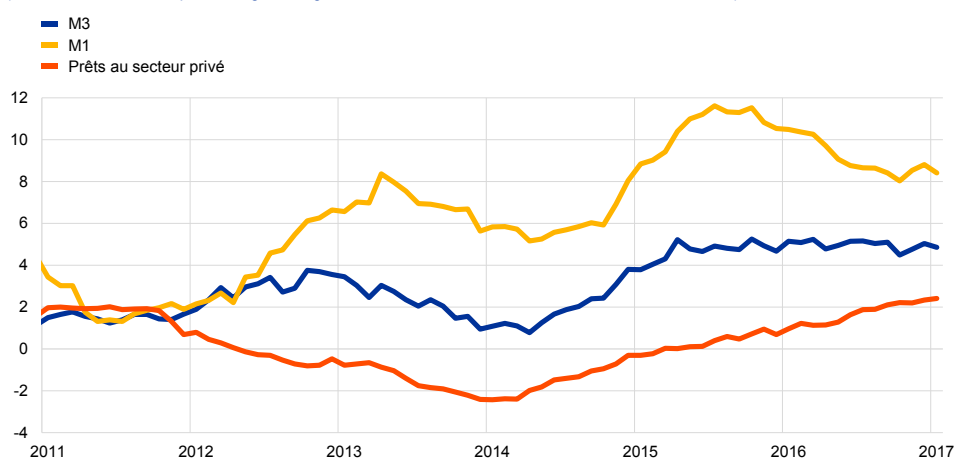
5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable en janvier 2017. Dans le même temps, les crédits au secteur privé ont poursuivi leur redressement progressif au quatrième trimestre 2016 et en janvier. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total destiné aux sociétés non financières a continué de se renforcer au quatrième trimestre 2016.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable en janvier, à un rythme toujours aussi soutenu que celui observé dans une large mesure depuis mi-2015. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 4,9 % en janvier (cf. graphique 21). Le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas, ainsi que l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE, ont continué de soutenir la croissance de la monnaie. En outre, la croissance annuelle de M1 est restée pratiquement stable au quatrième trimestre 2016, la tendance au ralentissement observée depuis mi-2015 ayant marqué un coup d'arrêt, avant de s'atténuer légèrement en janvier (8,4 %, après 8,8 % en décembre 2016).

Graphique 21
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

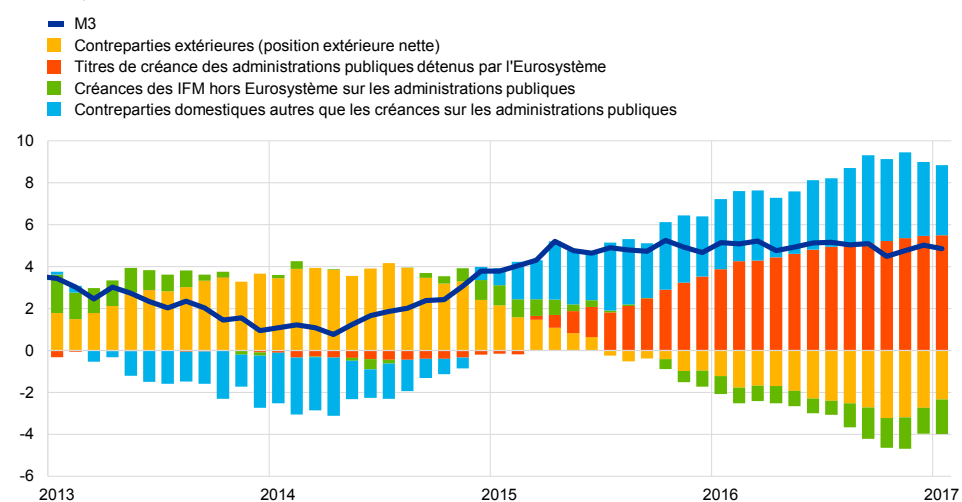
Les dépôts à vue ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3. Plus précisément, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières (SNF) a augmenté au quatrième trimestre 2016 et en janvier 2017, ressortant à, respectivement, 11,4 % et 10,5 %, après avoir enregistré un ralentissement au trimestre précédent. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les intermédiaires financiers (à l'exclusion des IFM), qui affiche une certaine volatilité, a fléchi en janvier. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation est restée contenue, n'indiquant pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance générale à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts

à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) ont continué d'avoir une incidence négative sur M3 au quatrième trimestre et en janvier. Le taux de croissance des instruments négociables (M3-M2), qui représentent une faible part de M3, s'est renforcé vers la fin du quatrième trimestre et en janvier, soutenu principalement par la croissance vigoureuse des parts de fonds d'investissement monétaires.

Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 22). Parmi les contreparties de M3, les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème (cf. la partie en rouge des barres du graphique 22), principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, ont contribué positivement à la croissance de M3. De plus, la croissance de M3 continue d'être soutenue par les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques (cf. la partie en bleu des barres du graphique 22). Ce phénomène s'explique par la reprise en cours des crédits au secteur privé, ainsi que par la contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM. Ces ressources non monétaires (hors capital et réserves), dont le rythme annuel de variation est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, ont encore fléchi au quatrième trimestre 2016 et en janvier. Leur contraction en rythme annuel est due pour partie à l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) de la BCE, ces opérations faisant office de substitut au financement de marché à long terme des banques et réduisant l'intérêt pour les investisseurs de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires.

Graphique 22 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

La position extérieure nette des IFM a continué d'exercer une pression à la baisse sur la croissance annuelle de M3. Elle a toutefois donné lieu à une légère entrée mensuelle positive en décembre et en janvier. Cela a réduit la pression à la

baisse exercée par la position extérieure nette sur la croissance annuelle de M3 (cf. la partie en jaune des barres du graphique 22) et tend à indiquer que la part représentée par les non-résidents dans les cessions d'obligations au titre du PSPP diminue. Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre du PSPP, ont contribué à la baisse annuelle de la position extérieure nette des IFM, le produit des cessions ayant été investi essentiellement en instruments étrangers. En revanche, la part représentée par les IFM de la zone euro (hors Eurosysteme) dans les cessions d'emprunts publics au titre du PSPP a augmenté. Les cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro (hors Eurosysteme) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosysteme) sur les administrations publiques et ont pesé sur la croissance de M3 (cf. la partie en vert des barres du graphique 22).

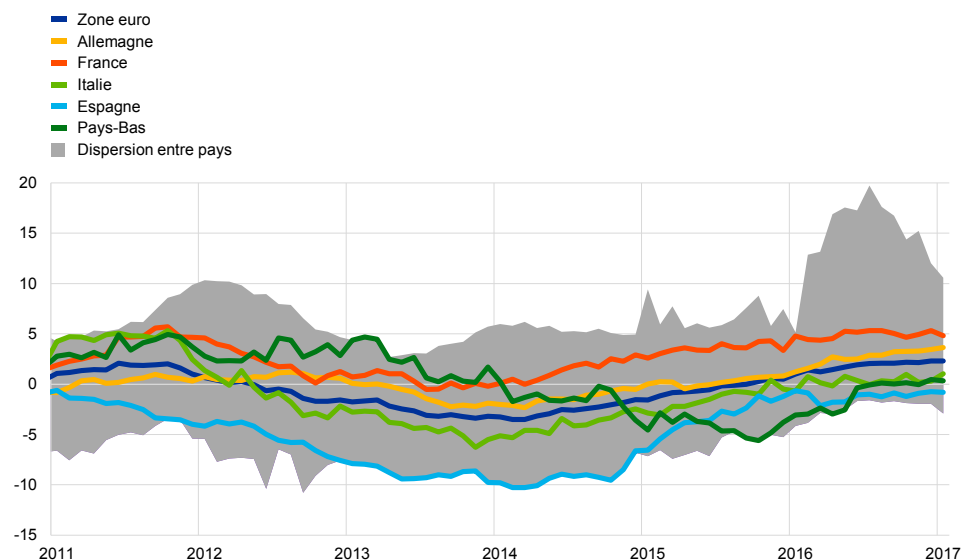
La croissance des prêts au secteur privé a poursuivi son redressement

progressif. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a augmenté au quatrième trimestre 2016 et en janvier 2017 (cf. graphique 21). Dans tous les secteurs, la croissance annuelle des prêts aux SNF s'est encore renforcée au quatrième trimestre pour se maintenir au même niveau en janvier, ressortant à 2,3 % (cf. graphique 23). Dans l'ensemble, la croissance des prêts aux SNF s'est considérablement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette évolution concerne tous les grands pays, même si les rythmes de variation des prêts sont encore négatifs dans certaines juridictions. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a augmenté au quatrième trimestre 2016 et s'est encore légèrement redressé en janvier, passant à 2,2 %, après 2,0 % en décembre (cf. graphique 24). La baisse significative des taux débiteurs bancaires observée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et l'amélioration globale de l'offre et de la demande de prêts bancaires ont favorisé ces tendances. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur la distribution du crédit bancaire.

Graphique 23

Prêts des IFM aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



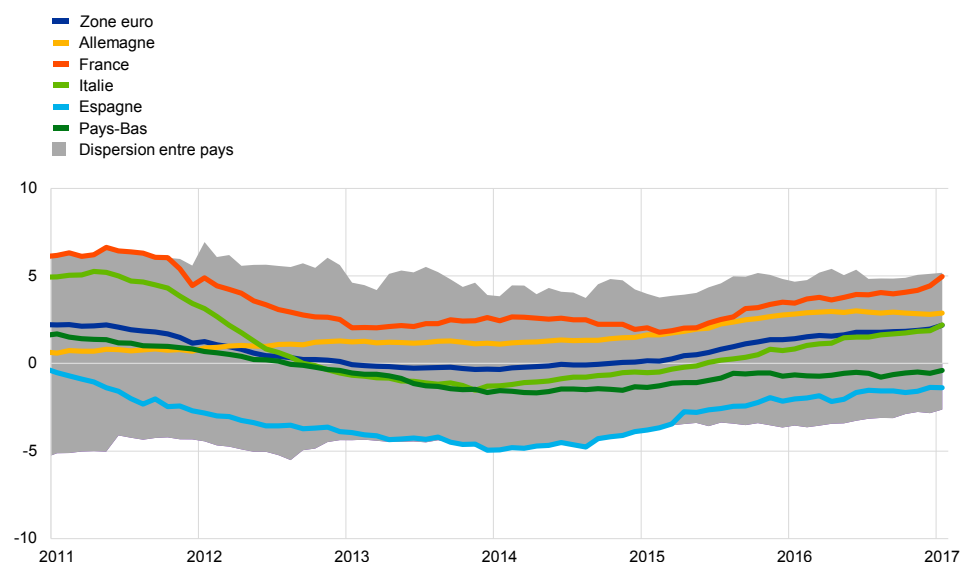
Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

Graphique 24

Prêts des IFM aux ménages dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

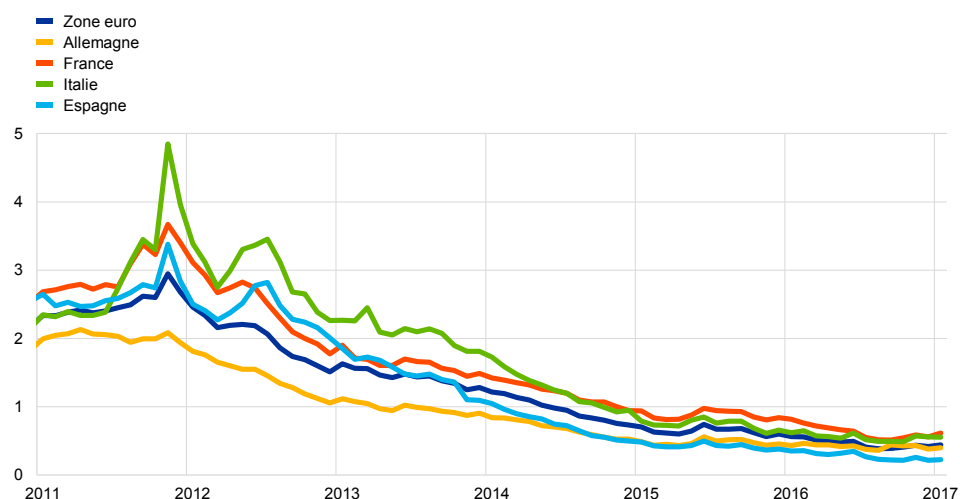
Au quatrième trimestre 2016, la croissance des prêts a encore été soutenue par la hausse de la demande pour toutes les catégories, tandis que les critères d’octroi pour les prêts aux entreprises et pour les prêts au logement des ménages se sont globalement stabilisés. Selon l’enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les pressions concurrentielles continuent d’avoir un effet d’assouplissement sur les critères d’attribution des prêts aux entreprises et aux ménages, tandis que la propension des banques à tolérer le risque a été un facteur de durcissement. Les pourcentages de refus des demandes de prêts diminuent pour toutes les catégories. La faiblesse générale des taux d’intérêt continue d’être le principal facteur à l’origine de l’augmentation nette de la demande de prêts par les entreprises et les ménages. En outre, les besoins de financement pour les fusions et acquisitions, ainsi que les perspectives toujours favorables sur le marché de l’immobilier résidentiel et la confiance des consommateurs, contribuent positivement à la demande de prêts (cf. [l’enquête](#)). Dans ce contexte, les banques interrogées ont également indiqué qu’elles avaient participé à la troisième opération TLTRO II principalement pour des raisons de rentabilité. Selon les banques, le principal effet des TLTRO antérieures sur l’offre de crédit était un assouplissement des modalités et conditions attachées aux prêts, tandis que l’effet d’assouplissement sur les critères d’octroi s’était accentué.

Les conditions de financement des banques demeurent favorables. Le coût composite du financement par endettement des banques a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2016 et en janvier 2017 (cf. graphique 25). Cette légère augmentation s’explique par une hausse des rendements des obligations bancaires, tandis que le coût des dépôts est demeuré stable. En dépit de sa récente hausse, le coût composite du financement par endettement des banques continue de ressortir à des niveaux historiquement bas. L’orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers ont contribué à cette évolution.

Graphique 25

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

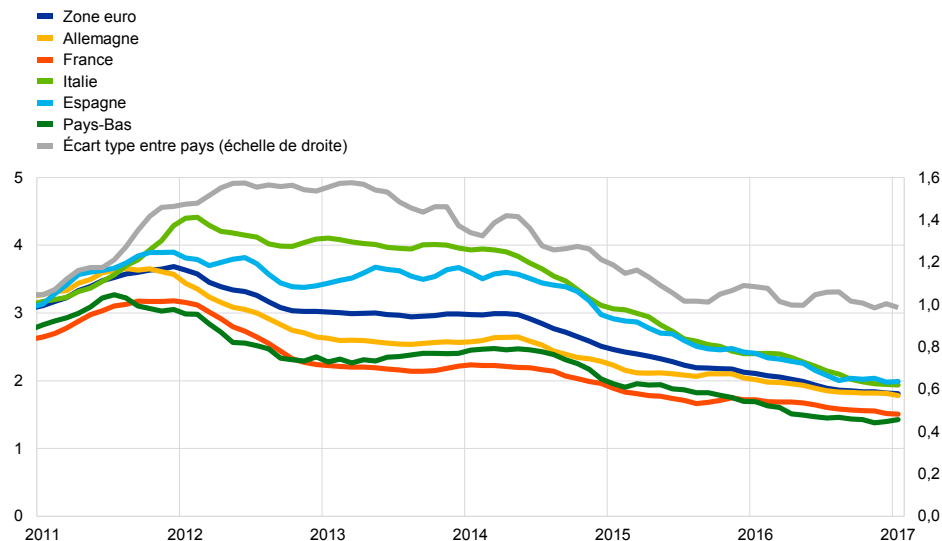
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux très faibles au quatrième trimestre 2016 et en janvier 2017 (cf. graphiques 26 et 27).

Le taux d'intérêt composite sur les prêts aux SNF a légèrement fléchi au quatrième trimestre 2016 pour se maintenir globalement au même niveau en janvier, soit un nouveau point bas historique. Au cours de la même période, le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement accordés par les banques aux ménages a encore légèrement diminué au quatrième trimestre 2016, atteignant un nouveau point bas historique en décembre, avant de se redresser légèrement en janvier. Depuis l'annonce par la BCE de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse sensiblement plus forte que les taux de référence du marché, indiquant ainsi une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et janvier 2017, les taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF et aux ménages ont fléchi de quelque 110 points de base. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables, contribuant ainsi à réduire les asymétries constatées antérieurement entre les différents pays dans la transmission de la politique monétaire. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est considérablement réduit et a fluctué autour des niveaux faibles atteints au quatrième trimestre 2016 et en janvier 2017. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 26

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



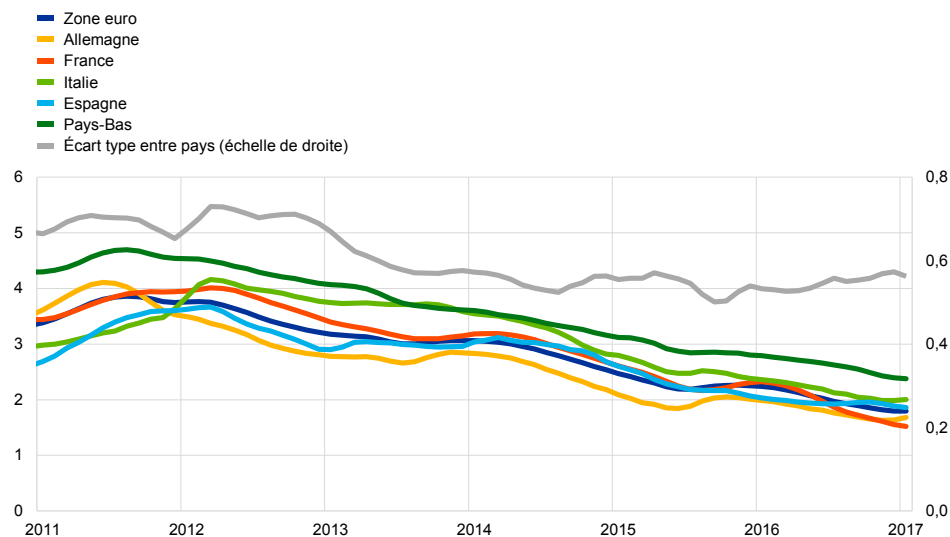
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court 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 constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

Graphique 27

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court 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 constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2017.

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro s'est renforcé au quatrième trimestre 2016, après s'être temporairement ralenti au trimestre précédent.

Le financement externe des SNF s'établit désormais aux niveaux observés début 2005 (juste avant la période de croissance excessive du crédit). Le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire, le coût très faible de l'endettement de marché et le nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record de trésorerie détenue par les SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont de nouveau augmenté début 2017, après s'être ralenties vers fin 2016.

Les dernières données de la BCE montrent que l'activité d'émission s'est ralentie en décembre principalement en raison de facteurs saisonniers. Les données provisoires indiquent que les émissions ont de nouveau augmenté en janvier et en février. Elles ont continué d'être soutenues, entre autres, par les achats d'obligations du secteur des entreprises effectués par la BCE. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF se sont contractées au quatrième trimestre 2016 sous l'effet d'importants rachats d'actions, qui ont représenté un montant de 7,5 milliards d'euros environ en novembre et en décembre.

Les coûts de financement des SNF demeurent très favorables. Le coût nominal total du financement externe des SNF a, selon les estimations, légèrement augmenté, en moyenne, en janvier et en février 2017, après avoir retrouvé en décembre son niveau historiquement bas de juillet 2016. Cette augmentation du coût total du financement s'explique par une hausse modérée du coût de l'émission d'actions, sous l'effet d'une légère augmentation du taux sans risque, tandis que les primes de risque sur actions sont restées globalement inchangées.

6 Évolutions budgétaires

Tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios d'endettement de la zone euro devraient continuer à décliner au cours de la période 2017-2019. L'orientation budgétaire de la zone euro, qui a été légèrement expansionniste en 2016, devrait prendre un tour globalement neutre en 2017-2019. Cependant, le suivi par les pays de la zone euro de l'examen par la Commission européenne de leurs projets de plans budgétaires pour 2017 n'a pas été satisfaisant, aucun des pays considérés comme présentant un risque de non-respect du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) n'ayant mis en œuvre des mesures significatives.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire au cours de la période de projection.

Selon les prévisions macroéconomiques établies en mars 2017 par les services de la BCE ⁴, le déficit budgétaire devrait revenir de 1,6 % du PIB en 2016 à 0,9 % du PIB en 2019 (cf. le tableau ci-dessous). La réduction prévue s'explique par un nouveau repli des paiements d'intérêts et par un excédent budgétaire primaire plus élevé, reflétant également des conditions conjoncturelles. Les perspectives budgétaires sont plus favorables par rapport aux projections macroéconomiques établies en décembre 2016 par les services de l'Eurosystème. Des recettes supplémentaires inattendues dans quelques pays se sont soldées par un meilleur résultat que prévu en 2016. Cette évolution exercera par ailleurs une incidence positive sur le résultat en 2017, ce qui, conjugué à une baisse des dépenses primaires, explique les perspectives budgétaires plus favorables pour 2017-2019.

Tableau

Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentages du PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Recettes totales	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Dépenses totales	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
dont :						
c. Paiements d'intérêts	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Dépenses primaires (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Solde budgétaire (a - b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Solde budgétaire primaire (a - d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Solde budgétaire corrigé du cycle	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Solde structurel primaire	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Endettement brut	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentages)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques établies en mars 2017 par les services de la BCE.

Notes : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données Eurostat validées.

⁴ Cf. les [Projections macroéconomiques de mars 2017 pour la zone euro](#) établies par les services de la BCE.

L'orientation budgétaire a été légèrement expansionniste en 2016 et devrait prendre un tour globalement neutre en 2017-2019⁵. Les principales mesures de relance en 2016 ont consisté en un allègement de la fiscalité directe dans une série de pays. Durant la période 2017-2019, de nouvelles mesures de nature à accroître le déficit au niveau des recettes seront probablement compensées par une croissance moins dynamique des composantes des dépenses publiques. En particulier, les rémunérations des salariés et la consommation intermédiaire devraient croître à un rythme inférieur à la croissance nominale tendancielle du PIB, tandis que d'autres postes tels que les investissements publics devraient progresser au-delà du potentiel. Les changements par rapport aux projections de décembre 2016 sont très limités. Compte tenu de la nécessité de parvenir à un équilibre entre la stabilisation économique et la soutenabilité budgétaire dans une série de pays de la zone euro, une orientation budgétaire globalement neutre durant la période à venir paraît s'imposer.

Le niveau élevé de la dette agrégée des administrations publiques de la zone euro devrait continuer à décroître progressivement. Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui a culminé en 2014, devrait revenir de 89,3 % en 2016 à 84,5 % d'ici la fin de 2019. La réduction de la dette résulte largement de l'écart favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance, qui reflète de meilleures conditions conjoncturelles et la faiblesse des taux d'intérêt. De légers excédents primaires devraient aussi avoir une incidence favorable sur la trajectoire prévue de la dette. Par rapport aux projections de décembre 2016, le ratio dette/PIB de la zone euro a été revu à la baisse sur toute la période couverte par les projections en raison des meilleures perspectives budgétaires et d'une contribution plus importante du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance à la réduction de la dette. Néanmoins, les ratios de plus de la moitié des pays de la zone euro devraient dépasser la valeur de référence de 60 % du PIB d'ici la fin de l'horizon de projection et, dans quelques cas, ils devraient même augmenter durant la période couverte par les projections.

Les efforts d'assainissement doivent être poursuivis, en particulier dans les pays affichant des niveaux d'endettement élevés. Étant particulièrement vulnérables à un regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un rebond des taux d'intérêt, ces pays doivent résolument imprimer une tendance baissière à leur ratio d'endettement public. Respecter pleinement le PSC permettrait de corriger des déséquilibres budgétaires et de parvenir à installer la dette sur une trajectoire soutenable. En revanche, les États de la zone euro dégageant une marge budgétaire peuvent utiliser ces moyens disponibles, par exemple en accroissant les investissements publics. Tous les pays gagneraient à tendre vers une composition plus favorable à la croissance de leurs budgets publics. Pour une discussion du concept de marge budgétaire, cf. l'encadré 6.

⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

Le suivi par les États de la zone euro de l'examen de leurs projets de plans budgétaires pour 2017 n'a pas été satisfaisant ⁶. Sur la base de ses prévisions de l'automne 2016, la Commission européenne a conclu le 16 novembre que les projets de plans budgétaires de huit des 18 États membres participant à l'examen présentaient des risques de non-respect des exigences du PSC. Il s'agissait de la Belgique, de l'Italie, de Chypre, de la Lituanie, de la Slovénie et de la Finlande dans le volet préventif du PSC, et de l'Espagne et du Portugal dans le volet correctif du PSC ⁷. À la mi-janvier 2017, la Commission a revu son évaluation de l'Espagne pour refléter le fait que l'actualisation en décembre, par le gouvernement, de son projet de plan budgétaire était globalement conforme au PSC. Dans les réunions de l'Eurogroupe qui ont suivi, les gouvernements des pays qui étaient considérés comme présentant des risques de non-respect se sont engagés à adopter les mesures nécessaires pour garantir la conformité aux règles budgétaires de l'UE. Néanmoins, d'après les prévisions de l'hiver 2017 de la Commission, aucun de ces pays n'a mis en œuvre des mesures significatives pour répondre à ces lacunes au niveau de l'assainissement.

Le 22 février 2017, la Commission a publié son rapport sur le respect par l'Italie du critère de la dette, rapport qui concluait au non-respect, à ce stade, de ce critère ⁸. Conformément aux pratiques antérieures, le respect du volet préventif du PSC pourrait être un facteur atténuant dans l'évaluation du respect du critère de réduction de la dette. Cependant, selon les prévisions de l'hiver 2017 de la Commission, il faut considérer que les finances publiques de l'Italie risquent d'afficher un écart significatif par rapport aux exigences du volet préventif du PSC. D'après le rapport de la Commission, un effort budgétaire supplémentaire à hauteur de 0,2 % du PIB en 2017 serait essentiel pour que l'Italie reprenne sa trajectoire d'ajustement par rapport à l'objectif à moyen terme (OMT) en 2017. Toutefois, en prenant en considération toutes les dispositions pertinentes du PSC en matière de flexibilité, cet ajustement ne suffirait qu'à assurer une conformité « globale » par rapport aux exigences du volet préventif en 2017. De plus, la Commission prévoit que les investissements publics auront légèrement reculé en Italie en 2016, alors que le niveau des investissements devrait être au moins préservé pour bénéficier de la « clause d'investissement ». La Commission décidera définitivement au printemps s'il convient de recommander d'engager une procédure de déficit excessif (PDE) pour l'Italie, en se basant sur les données définitives de 2016 et sur les prévisions du printemps 2017 de la Commission, ainsi que sur la mise en œuvre des engagements budgétaires pris par les autorités italiennes en février 2017.

Il importe que les outils du cadre de gouvernance renforcé soient mis en œuvre de manière efficace et cohérente dans le temps et entre les États membres. Il est en effet essentiel que ces outils soient utilisés de la manière prévue

⁶ Cf. l'encadré intitulé « Examen des projets de plans budgétaires pour 2017 et situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

⁷ Les plans budgétaires de la Lituanie et de la Finlande deviendront globalement conformes au PSC si la réduction au rythme prescrit de l'ajustement structurel à l'OMT que ces pays ont appliqué dans le cadre de leurs réformes structurelles et de leurs clauses d'investissement est accordée ; au printemps, la Commission réévaluera leur éligibilité pour l'application de ces clauses sur la base de leurs programmes de stabilité.

⁸ Cf. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/it_126.3_fr.pdf.

pour assurer la soutenabilité des situations budgétaires dans les pays de la zone euro. En particulier, il y a un risque que la règle relative à la dette puisse être contournée si elle est subordonnée *de facto* au volet préventif du PSC, susceptible d'attribuer une importance insuffisante aux préoccupations quant à la soutenabilité de la dette. Enfin, la mise en œuvre complète et cohérente du PSC est essentielle pour la confiance dans le cadre budgétaire européen.

Par ailleurs, la Commission a publié le 22 février 2017 son évaluation de la transposition du pacte budgétaire dans la législation nationale⁹. Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG) présente comme disposition centrale le « pacte budgétaire », c'est-à-dire l'exigence qu'une règle d'équilibre budgétaire figure dans la législation nationale¹⁰. Le TSCG est entré en vigueur le 1er janvier 2013, avec un délai d'un an pour la transposition dans la législation nationale (soit pour le 1er janvier 2014). Selon l'article 8, paragraphe 1, du TSCG, la Commission devrait faire rapport en temps opportun sur la transposition du pacte budgétaire en droit national. L'évaluation par la Commission, publiée le 22 février 2017, ne prend en considération que la transposition du pacte budgétaire dans la législation et non sa mise en œuvre effective. La Commission a conclu que « toutes les parties contractantes avaient significativement adapté leurs cadres budgétaires nationaux en fonction des exigences du pacte budgétaire », nonobstant l'existence de différences nationales. En particulier, il a été constaté que toutes les parties contractantes avaient mis en place une règle contraignante d'équilibre budgétaire, soutenue par un mécanisme de correction qui sera déclenché automatiquement en cas d'écart significatifs par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement en direction de celui-ci. De plus, la Commission a confirmé que le respect de la règle était surveillé par une institution budgétaire nationale indépendante. Néanmoins, pour bon nombre de pays, l'évaluation de la « conformité » par la Commission est subordonnée au respect des engagements formels des autorités nationales de mettre en œuvre les parties subsistantes du pacte budgétaire. Ces réserves concernent en particulier la substance de la règle d'équilibre budgétaire, l'application du principe « se conformer ou s'expliquer » si les gouvernements ne suivent pas les recommandations des institutions de contrôle indépendantes, et les procédures régissant l'activation du mécanisme de correction. Tous ces éléments constituant des éléments centraux du pacte budgétaire, il reste à voir si la manière dont le pacte budgétaire a été instauré sera satisfaisante et suffisante pour que les cadres budgétaires nationaux soient efficaces.

⁹ Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG), qui est un traité intergouvernemental, a été signé par 25 pays, dont 22 pays (à savoir les 19 pays de la zone euro, ainsi que la Bulgarie, le Danemark et la Roumanie) sont formellement liés par le pacte budgétaire.

¹⁰ Cf. également l'article intitulé « Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2012, et l'encadré intitulé « Les principaux éléments du pacte budgétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, mars 2012.

Encadrés

1 Évolutions sur les marchés financiers des EME après l'élection présidentielle de 2016 aux États-Unis comparées à celles observées après la période du *tapering talk* en 2013.

Cet encadré compare les réactions des marchés financiers aux États-Unis et dans les économies de marché émergentes (EME) depuis l'élection présidentielle américaine de 2016 avec les évolutions observées durant la période où la fin de l'assouplissement quantitatif a commencé à être évoquée (« tapering talk »), et souligne les risques pesant sur les perspectives des EME en raison des politiques suivies aux États-Unis.

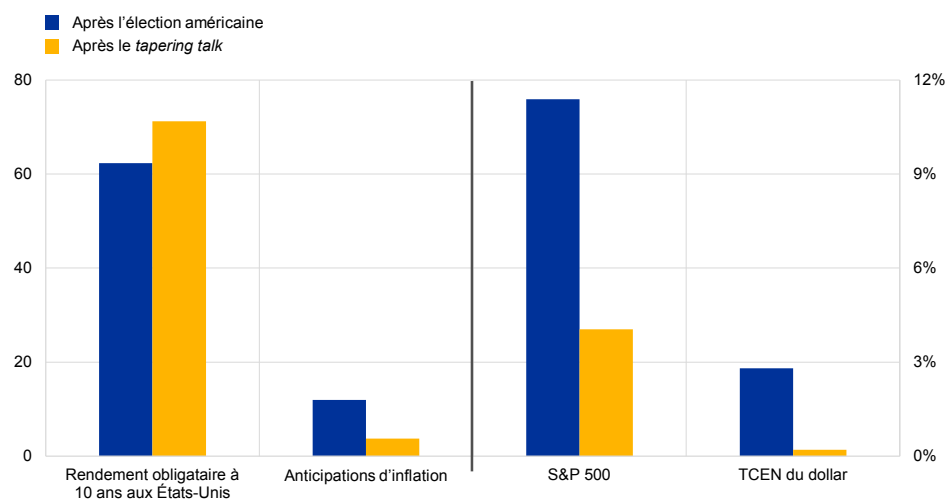
Lors des deux épisodes, les anticipations d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire américaine ont été associées à des fluctuations importantes sur les marchés financiers aux États-Unis (cf. graphique A).

En mai 2013, les déclarations du président du Système fédéral de réserve, M. Bernanke, annonçant que le Système fédéral de réserve commencerait à réduire ses achats d'actifs dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif QE3, avaient provoqué une augmentation sensible des rendements obligataires américains. Depuis l'élection présidentielle aux États-Unis en 2016, ces rendements ont enregistré une hausse d'ampleur comparable. Toutefois, contrairement à l'épisode de 2013, les marchés boursiers se sont redressés aux États-Unis, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments financiers ont augmenté et le dollar s'est raffermi. Lors des deux périodes, la courbe des rendements s'est déplacée vers le haut sur l'ensemble des échéances.

Graphique A

Variations des cours boursiers, des rendements obligataires, des anticipations d'inflation et du taux de change du dollar aux États-Unis après l'élection de 2016 par rapport aux variations observées après le *tapering talk*

(en pourcentage (partie droite) ; en points de base (partie gauche))



Sources : Bloomberg, Federal Reserve Board et calculs de la BCE.

Notes : Les « Anticipations d'inflation » se rapportent aux séries relatives à « l'indemnité pour inflation aux États-Unis : taux anticipé équivalent au coupon à 5-10 ans » (*US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years*) et le « TCEN du dollar » correspond au taux de change effectif nominal du dollar ; « Après l'élection américaine » se rapporte aux variations observées entre le 8 novembre 2016 (date de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* - FOMC) et le 3 mars 2017 et « Après le *tapering talk* » se rapporte aux variations intervenues entre le 22 mai et le 19 septembre 2013.

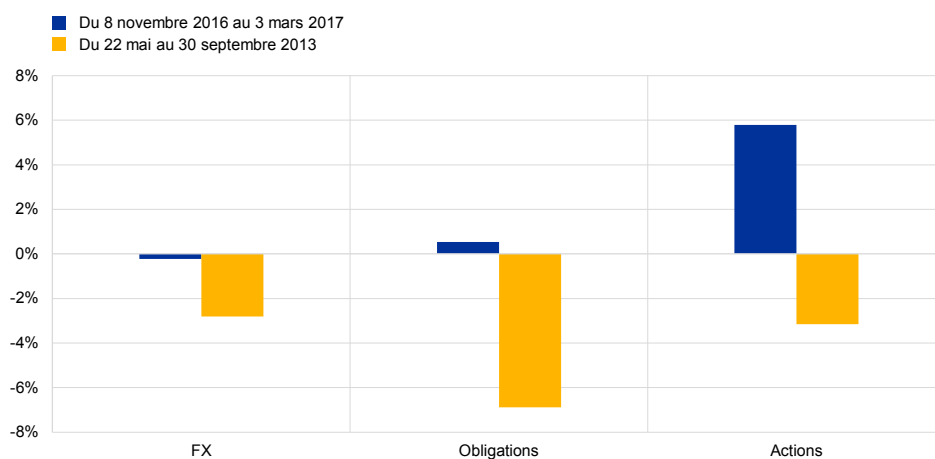
Toutefois, les raisons de la hausse des rendements obligataires américains semblent avoir été différentes dans chacun des cas. Lors de l'épisode actuel, l'interaction entre les cours boursiers américains, les rendements obligataires et le taux de change du dollar laisse penser qu'un choc de demande positif détermine les évolutions du marché d'actifs aux États-Unis. En particulier, la hausse des prix des actions et le recul de ceux des obligations semblent avoir reflété les anticipations par le marché de mesures de relance budgétaire. En revanche, après le *tapering talk* en 2013, un choc de politique monétaire – une modification des anticipations des marchés en ce qui concerne l'orientation future de la politique monétaire – semble avoir conduit à la hausse des rendements obligataires américains.

En conséquence, la réaction des marchés financiers des EME au cours des derniers mois a été, dans l'ensemble, plus modérée que lors de l'épisode du *tapering talk*. Au cours des semaines qui ont suivi l'élection présidentielle américaine, les devises des EME se sont dépréciées, les cours des obligations ont fléchi (c'est-à-dire que les rendements ont augmenté) et les prix des actions ont fortement baissé. La baisse initiale des cours des obligations et des actions dans les EME s'est inversée depuis, les prix des actions atteignant même des niveaux supérieurs à ceux qui prévalaient avant l'élection, et les devises de ces économies ont rebondi. À l'inverse, durant l'épisode du *tapering talk*, le recul des taux de change des devises des EME et des cours des obligations et des actions a été nettement plus persistant (cf. graphique B). En effet, les ventes massives intervenues en mai 2013 ont marqué le début d'une longue tendance baissière pour les prix des actifs des EME, qui s'est prolongée jusqu'à début 2016.

Graphique B

Variations des prix des actifs financiers des EME après l'élection américaine de 2016 et après le *tapering talk*

(variations en pourcentage)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : « FX » désigne l'indice pondéré des échanges de JP Morgan pour les devises des marchés émergents (*JP Morgan EM currency index* – EMCI). « Obligations » correspond à l'indice JP Morgan relatif aux prix des obligations pour la dette souveraine libellée en dollars (*JP Morgan bond price index for US dollar-denominated sovereign debt* – EMBI). « Actions » correspond à l'indice global MSCI Marchés émergents (*MSCI global EM index*).

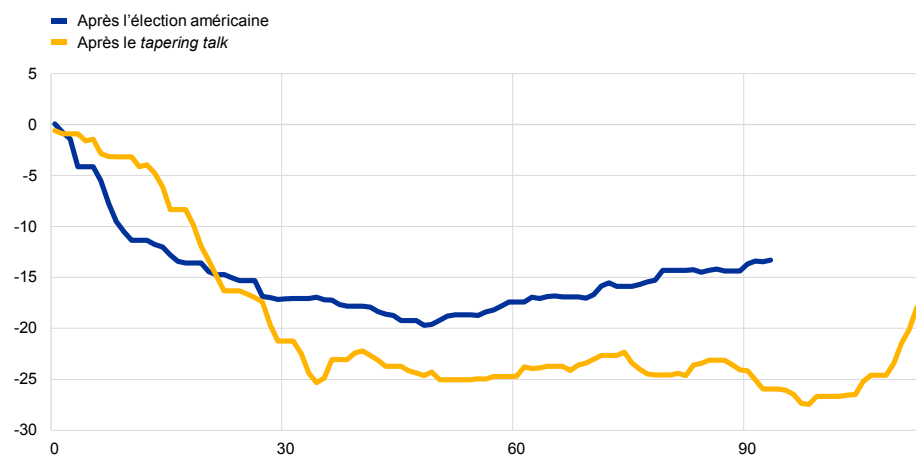
Les sorties observées récemment sur les marchés boursiers et obligataires des EME ont été inférieures aux niveaux constatés durant l'épisode du *tapering talk*.

Les sorties de portefeuille cumulées sur les marchés des EME au cours du mois qui a suivi l'élection américaine ont atteint 17 milliards de dollars (selon les données de l'*Institute of International Finance*), soit un peu moins seulement que celles enregistrées sur la même période après le *tapering talk*, qui s'étaient élevées à 21 milliards de dollars (cf. graphique C). Les évolutions récentes ont largement résulté du désengagement des investisseurs étrangers des marchés obligataires des EME, reflétant la hausse prononcée des rendements américains. Au début de cette année, toutefois, ces sorties de capitaux se sont inversées, ce qui a contribué à stabiliser les marchés d'actifs des EME. Au cours des deux épisodes, les sorties de portefeuille des non-résidents ont rebondi rapidement et aucun arrêt brutal n'est intervenu.

Graphique C

Sorties de portefeuille des non-résidents des marchés des EME après l'élection américaine de 2016 et après le *tapering talk*

(axe des abscisses : nombre de jours depuis le début de l'épisode ; flux quotidiens cumulés en milliards de dollars)



Sources : Institute of International Finance et calculs de la BCE.

Notes : « Après l'élection américaine » se rapporte aux variations cumulées entre le 8 novembre 2016 et le 9 février 2017, tandis que « Après le tapering talk » se rapporte aux variations cumulées entre le 23 mai et le 13 septembre 2013. Les flux agrégés sont établis à partir de huit EME qui publient des informations quotidiennes sur les passifs au titre des investissements de portefeuille : l'Indonésie, l'Inde, la Corée du Sud, la Thaïlande, l'Afrique du Sud, le Brésil, les Philippines et la Turquie.

En dépit des évolutions globalement favorables des marchés financiers, des risques à la baisse pèsent sur l'activité dans les EME, liés notamment à une possible montée du sentiment protectionniste à l'égard des principales EME, ce qui nuirait au commerce mondial. Si elles sont mises en œuvre, les mesures

protectionnistes pourraient plus que compenser les gains potentiels résultant du renforcement de l'activité aux États-Unis et pèseraient globalement sur la croissance économique des EME. Par exemple, la possibilité d'une montée du protectionnisme a déjà contribué à accroître l'incertitude quant aux perspectives futures des échanges commerciaux du Mexique avec les États-Unis, ce qui pèse sur les perspectives de croissance du pays. De plus, les exportations de nombreuses EME ont généralement un contenu en importations élevé. L'interconnexion étroite entre ces chaînes d'approvisionnement signifie que toute augmentation des barrières commerciales aurait des répercussions majeures et entraînerait des interactions négatives au niveau mondial.

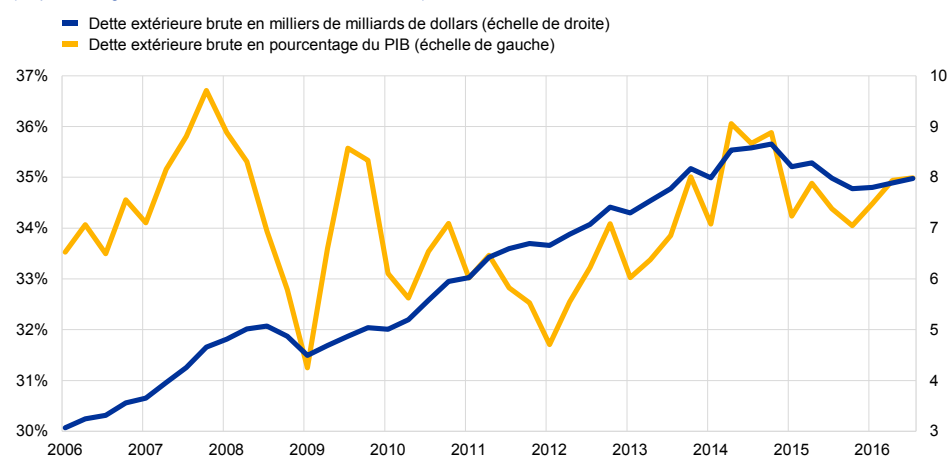
De plus, l'accumulation de l'endettement des EME vis-à-vis de l'étranger, associée à la préférence manifestée par les entreprises et les banques de ces économies pour les financements en dollars, risque de laisser certaines EME en situation de vulnérabilité. La dette extérieure de nombreuses EME a augmenté

après la crise financière mondiale et a continué de se développer depuis l'épisode du *taper tantrum*, principalement en raison de conditions de financement très favorables au niveau mondial (cf. graphique D). Avec le raffermissement du dollar et la hausse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, les paiements au titre du service de la dette deviennent de plus en plus lourds. De plus, dans les pays confrontés à des tensions inflationnistes accrues résultant de la forte dépréciation de leurs devises, les banques centrales peuvent avoir besoin de resserrer de nouveau l'orientation de leur politique monétaire, augmentant encore la charge du service de la dette liée aux

crédits libellés dans leur monnaie nationale. Globalement, l'augmentation du ratio du service de la dette pourrait peser sur l'activité économique, avec des conséquences négatives sur la consommation et l'investissement dans les EME concernées.

Graphique D Dette extérieure brute des EME

(en pourcentage du PIB, en milliers de milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale et sources nationales pour le PIB.

Note : Cette série correspond à un agrégat de 14 pays (Argentine, Brésil, Chine, Inde, Indonésie, Mexique, Russie, Afrique du Sud, Corée du Sud, Turquie, Hong Kong, Malaisie, Singapour et Thaïlande).

L'analyse des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille de la zone euro

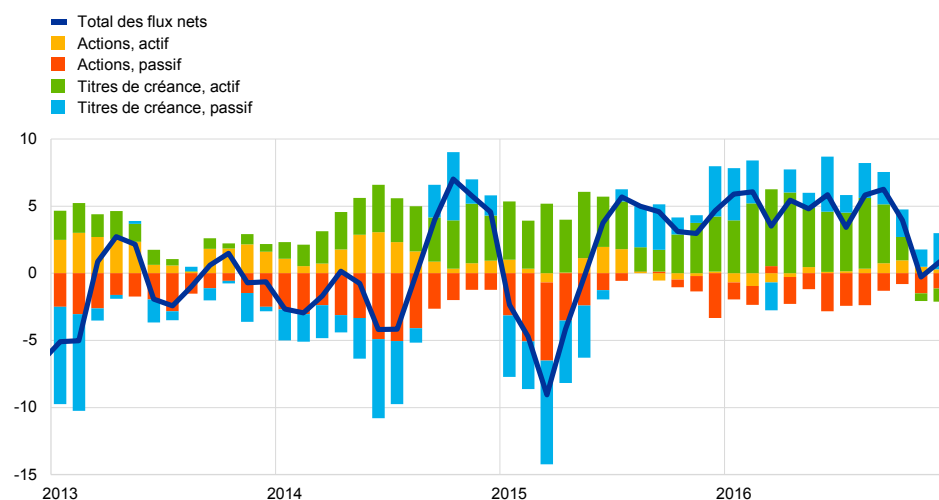
Le présent encadré analyse les évolutions récentes des flux d'investissements de portefeuille dans le compte financier de la zone euro. En 2016, l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro a eu pour principale contrepartie des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille et, dans une moindre mesure, des investissements directs dans le compte financier de la balance des paiements.

En 2016, la zone euro a enregistré des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille, en raison d'un rééquilibrage en faveur des titres de créance étrangers, de la part aussi bien des investisseurs de la zone euro que des investisseurs non résidents (cf. graphique A). Dans le cas des résidents de la zone euro, cette évolution s'inscrit dans la continuité du mouvement prononcé de report vers les titres de créance étrangers, observé depuis le second semestre 2014. Les acquisitions nettes annuelles de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro ont représenté au total 364 milliards d'euros en 2016, soit un montant légèrement inférieur au pic historique de 382 milliards enregistré en 2015. Toutefois, cette évolution masque le fait que, au quatrième trimestre 2016, les investisseurs de la zone euro sont devenus vendeurs nets de titres de créance étrangers, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2012. Les cessions nettes de titres de créance étrangers ont représenté au total 26 milliards d'euros ce même trimestre. Les investissements nets des résidents de la zone euro en actions étrangères sont restés modérés en 2016, s'élevant au total à 12 milliards d'euros.

Graphique A

Ventilation des flux d'investissements de portefeuille de la zone euro

(en pourcentage du PIB ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : À l'actif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes de titres étrangers par les investisseurs de la zone euro. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des cessions (acquisitions) nettes de titres de la zone euro par les investisseurs non résidents. S'agissant des flux nets, un chiffre positif (négatif) indique des sorties (entrées) nettes de (dans) la zone euro. Les actions recouvrent les parts de fonds d'investissement. La dernière observation se rapporte à décembre 2016.

Les investisseurs non résidents ont été vendeurs nets de titres de créance de la zone euro en 2016, pour la première fois depuis l'introduction de l'euro.

Leurs cessions nettes de titres de créance de la zone euro ont représenté au total 192 milliards d'euros en 2016, contre des acquisitions nettes de 30 milliards en 2015. Cette évolution résulte dans une large mesure des cessions nettes de titres de créance des administrations publiques (pour un montant total de 116 milliards d'euros reflétant en grande partie les cessions effectuées dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public) ainsi que des cessions nettes de titres de créance émis par les IFM de la zone euro (pour un total de 63 milliards). En revanche, les investisseurs non résidents sont demeurés acheteurs nets d'actions de la zone euro, mais leurs acquisitions nettes ont diminué, revenant à 126 milliards d'euros en 2016, contre 268 milliards en 2015.

La persistance d'écart de taux d'intérêt négatifs vis-à-vis des autres économies avancées a été un facteur important à l'origine des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille sur titres de créance en 2016 (cf. graphique B). D'après un exercice empirique permettant d'estimer les

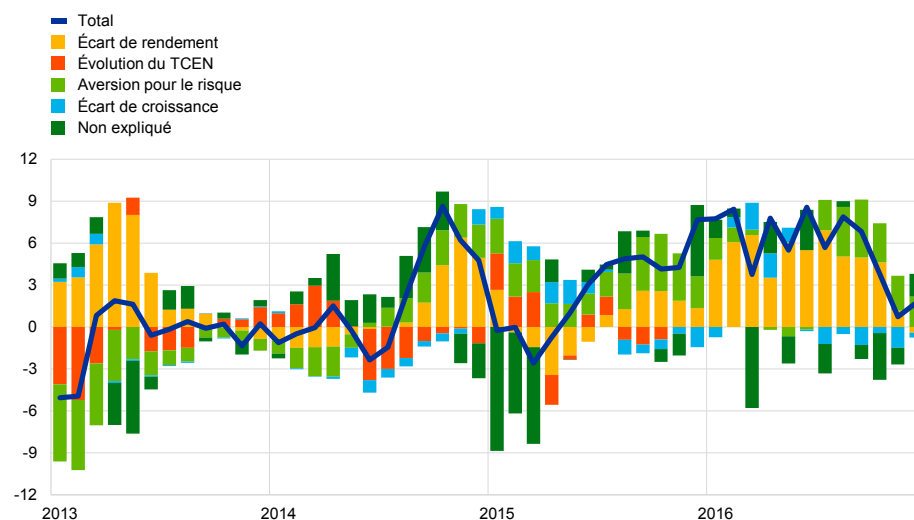
contributions, variables dans le temps, d'une sélection de variables économiques et financières à l'évolution des flux nets d'investissements de portefeuille sur titres de créance de la zone euro, les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle important en 2016¹¹. Par exemple, l'écart de rendement moyen entre les emprunts publics pondérés du PIB de la zone euro et les emprunts publics aux États-Unis était de – 1,0 point de pourcentage pour les emprunts publics à dix ans et de – 1,4 point de pourcentage pour les emprunts à cinq ans en 2016. En outre, ces estimations indiquent que l'aversion pour le risque des investisseurs a légèrement contribué aux sorties nettes au titre des investissements de portefeuille sur titres de créance au second semestre 2016, ce qui pourrait être lié à la hausse temporaire des indicateurs de tensions financières observée à la suite du référendum organisé en juin 2016 par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE.

¹¹ Ces estimations des facteurs, variables dans le temps, à l'origine des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille de la zone euro sont établies à partir d'un modèle de forme réduite à coefficients de régression variables dans le temps, qui rend compte à la fois du changement de sentiment des marchés et de l'évolution des corrélations conditionnelles entre fondamentaux et flux financiers. Ces fondamentaux recouvrent (a) l'indicateur composite de tensions systémiques de la BCE, comme valeur approximative du degré d'aversion pour le risque des investisseurs, (b) le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, (c) la différence de croissance de la production industrielle entre la zone euro et les économies avancées hors zone euro, et (d) l'écart de rendement entre les emprunts publics de la zone euro et ceux des économies avancées hors zone euro. Le modèle est estimé à l'aide de données mensuelles, sur la base du filtre de Kalman par le maximum de vraisemblance. Pour plus de détails, cf. l'encadré 3 de l'article intitulé « Les flux financiers transfrontières au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2012.

Graphique B

Estimations à partir d'un modèle des facteurs à l'origine des sorties nettes d'investissements de portefeuille sur titres de créance

(en pourcentage du PIB ; moyennes mobiles sur trois mois ; contributions des variables)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Un chiffre positif (négatif) indique des sorties (entrées) nettes de (dans) la zone euro. Pour plus de détails concernant les variables, cf. la note de bas de page n° 1 du présent encadré. La dernière observation se rapporte à décembre 2016.

Selon les données disponibles pour les trois premiers trimestres de 2016, les acquisitions nettes par les résidents de la zone euro de titres de créance étrangers au cours de cette période ont porté presque exclusivement sur les instruments de dette à long terme et reflété dans une large mesure les transactions des « autres sociétés financières ». Ce groupe de sociétés – qui recouvre les fonds d'investissement et les fonds de pension, ainsi que les sociétés d'assurance – représente 74 % environ des acquisitions nettes par la zone euro d'instruments de dette étrangers au cours de cette période, les « autres entités privées »¹² et les IFM hors Eurosysteme représentant, respectivement, 14 % et 7 %. Les acquisitions de titres de créance étrangers par les résidents de la zone euro étaient composées à 40 % environ de titres émis par des administrations publiques étrangères, le reste étant constitué de titres émis par les IFM non résidentes, par les autres sociétés financières et par les autres entités privées (soit 20 % environ pour chaque rubrique).

Les investissements de portefeuille de la zone euro en titres de créance étrangers sont demeurés concentrés sur les autres économies avancées en 2016 (cf. graphique C). D'après les informations disponibles pour les trois premiers trimestres de 2016, 46 % des acquisitions nettes de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro au cours de cette période ont porté sur des titres émis par les États-Unis, suivis du Royaume-Uni (17 %), des autres États membres de l'UE (13 %) et du Canada (4 %). Les acquisitions nettes globales

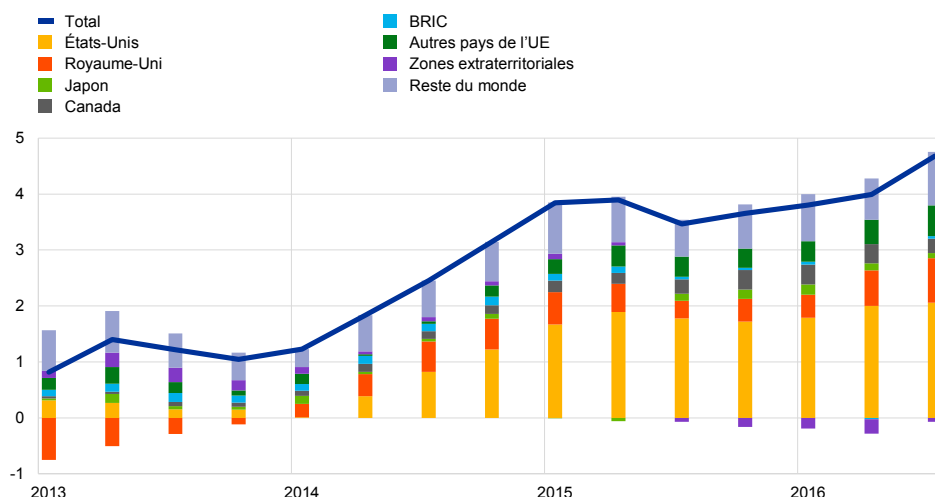
¹² Celles-ci recouvrent les sociétés non financières, les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

de titres de créance émis par le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie ont continué de représenter moins de 1 % des acquisitions nettes totales.

Graphique C

Ventilation géographique des acquisitions nettes de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro

(en pourcentage du PIB de la zone euro ; moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les initiales « BRIC » signifient Brésil, Russie, Inde et Chine ; les « autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

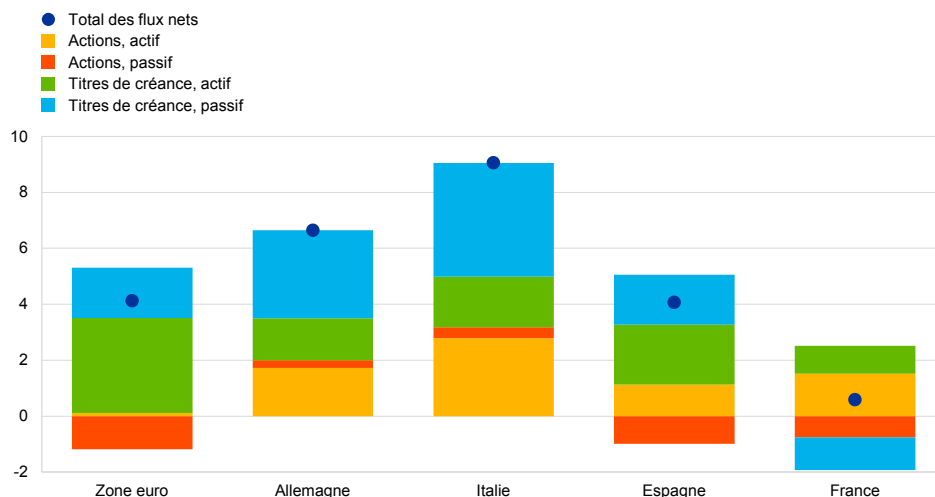
Les données par pays font apparaître des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille pour les principaux pays de la zone euro, en raison de cessions nettes de titres de créance de la zone euro par les investisseurs étrangers et d'acquisitions nettes d'actifs étrangers par les investisseurs de la zone (cf. graphique D). Les cessions nettes de titres de

créance les plus importantes par les investisseurs non résidents ont été enregistrées par l'Italie (4,1 % du PIB), suivie de l'Allemagne (3,1 % du PIB) et de l'Espagne (1,8 % du PIB), tandis que ces mêmes investisseurs ont été acquéreurs nets de titres de créance français (leurs achats nets représentant 1,2 % du PIB au total). L'Espagne et la France ont également enregistré des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille sur actions réalisés par les investisseurs étrangers. Contrairement au compte financier de la zone euro, d'importants flux nets transfrontières ont été observés au titre des investissements de portefeuille sur actions à l'échelle des différents pays. Cela peut s'expliquer par les importants flux transfrontières intra-zone euro vers les fonds d'investissement, qui se situent principalement dans les centres financiers de la zone euro. En 2016, les flux nets transfrontières vers les fonds d'investissement ont représenté l'essentiel des flux d'investissements de portefeuille sur actions observés pour les différents pays de la zone euro, l'Italie enregistrant les flux les plus élevés. De plus, les investisseurs en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne ont été acquéreurs nets de titres de créance étrangers en 2016, pour un montant total représentant de 1 % à 2 % du PIB.

Graphique D

Ventilation des flux nets d'investissements de portefeuille en 2016

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

Notes : À l'actif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes de titres étrangers par les investisseurs de la zone euro. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des cessions (acquisitions) nettes de titres de la zone euro par les investisseurs étrangers. S'agissant des flux nets, un chiffre positif (négatif) indique des sorties (entrées) nettes de (dans) le pays concerné/la zone euro. Les actions recouvrent les parts de fonds d'investissement.

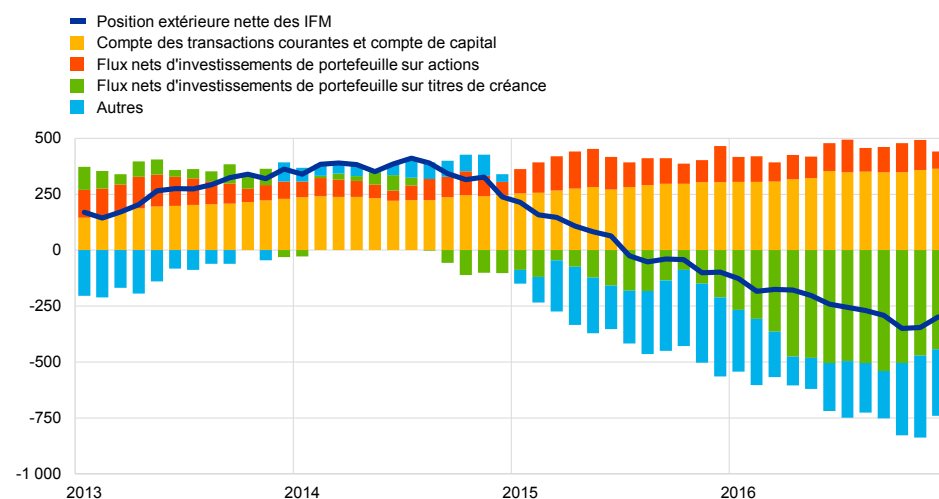
Dans le secteur des non-IFM, les arbitrages de portefeuille au détriment des titres de créance de la zone euro ont continué de peser sur la position extérieure nette des IFM de la zone euro en 2016 (cf. graphique E).

Les flux d'investissements de portefeuille de la zone euro hors secteur des IFM ont suivi de près le profil d'évolution pour l'ensemble de l'économie, comme le montre le graphique A. La position extérieure nette des IFM a comme contrepartie les transactions résultant des flux commerciaux et financiers du secteur des non-IFM. Ainsi que le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille sur titres de créance du secteur des non-IFM ont eu un impact de plus en plus négatif sur la croissance annuelle de M3 dans la zone euro en 2016 via la position extérieure nette des IFM. À l'inverse, la position extérieure nette des IFM a continué d'être soutenue par les transactions des non-IFM liées à l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro et, dans une moindre mesure, aux entrées nettes sur actions.

Graphique E

Présentation monétaire de la balance des paiements

(en milliards d'euros ; sommes mobiles sur 12 mois des flux mensuels)



Source : BCE.

Notes : Un chiffre positif (négatif) correspond à une entrée (sortie)/augmentation (diminution) nette de la position extérieure nette des IFM. Toutes les transactions dans la balance des paiements concernent le secteur des non-IFM. La rubrique « Autres » recouvre les flux nets au titre des investissements directs étrangers, les autres investissements et les dérivés financiers, les écarts de mesure entre les statistiques de balance des paiements et les statistiques monétaires, ainsi que les erreurs et omissions. La dernière observation se rapporte à décembre 2016.

3 Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes

Depuis juin 2014, la BCE a adopté une série de mesures non conventionnelles de politique monétaire afin de ramener les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Parmi ces mesures figurent les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), l'abaissement du taux de la facilité de dépôt à des niveaux négatifs et un programme étendu d'achats d'actifs (APP) portant sur un éventail de titres bien notés (*investment-grade*) des secteurs public et privé. À cet ensemble de mesures sont venues s'ajouter des indications de la BCE sur la trajectoire future de ses taux directeurs (*forward guidance*), qui devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs, ainsi que sur les achats d'actifs, qui devraient continuer au rythme actuel « jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ». Dans le cadre de cette stratégie, la BCE a également réitéré qu'elle se tenait prête à accroître le volume et/ou à allonger la durée de son programme d'achats d'actifs si les perspectives devenaient moins favorables ou en cas de resserrement injustifié des conditions financières.

Le présent encadré s'appuie sur des informations récentes pour faire le bilan de l'efficacité de ces mesures du point de vue de l'amélioration des conditions de financement et de l'intermédiation du crédit. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées par les principales banques centrales, tout comme leurs effets et les mécanismes par lesquels elles agissent, ont fait l'objet de nombreuses études universitaires au cours des dernières années¹³. Le présent encadré expose certaines des principales leçons pouvant être tirées de ces études sur la zone euro, en examinant plus particulièrement les ajustements de prix sur les marchés financiers et l'évolution du comportement des banques en matière d'octroi de prêts, qui sont les premières étapes essentielles du processus de transmission de la politique monétaire¹⁴. Les données empiriques présentées s'articulent autour de trois canaux de transmission stylisés, à savoir le canal du signal, le canal de la transmission directe et le canal du rééquilibrage des portefeuilles.

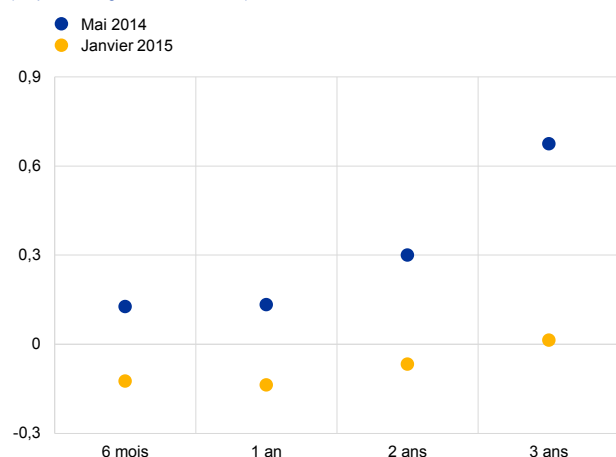
¹³ Pour les États-Unis, cf., par exemple, Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.), « *The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates* », *Brookings Papers on Economic Activity*, automne 2011, p. 215-265, et Gagnon (J.), Raskin (M.), Remache (J.) et Sack (B.), « *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases* », *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), 2011, p. 3-43 ; pour le Royaume-Uni, cf. Joyce (M.A.S.), Lasoosa (A.), Stevens (I.) et Tong (M.), « *The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom* », *International Journal of Central Banking*, vol. 7(3), 2011, p. 113-161.

¹⁴ Pour une précédente évaluation complète des mesures non conventionnelles de la BCE, cf. l'article intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

Par le canal du signal, les mesures non conventionnelles ont soutenu la volonté de la BCE de maintenir les taux d'intérêt à court terme à un bas niveau sur une période prolongée, ainsi que les anticipations d'inflation. La réduction du taux de la facilité de dépôt à des niveaux inférieurs à zéro a été un instrument puissant signalant que les taux d'intérêt à court terme pourraient demeurer faibles, voire être encore abaissés, sur une période plus longue que celle à laquelle on pouvait s'attendre ; cela a renforcé l'effet de l'APP de la BCE sur l'ensemble de la courbe de rendements.

Graphique A
Taux anticipés de l'Eonia à trois mois (OIS)

(en pourcentage annuel ; horizon)



Source : BCE.

La baisse de la trajectoire attendue des taux d'intérêt à court terme est attribuable en grande partie aux mesures non conventionnelles de politique monétaire. Le graphique A compare deux constellations de taux anticipés de *swaps* au jour le jour (OIS) à trois mois (qui sont une estimation des anticipations de marché concernant l'évolution des taux d'intérêt nominaux à court terme)¹⁵. La première constellation date de mai 2014, c'est-à-dire juste avant l'introduction des mesures non conventionnelles : la seconde est observée immédiatement après la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 janvier 2015, qui correspond à l'annonce de l'APP. Au cours de la période comprise entre mai 2014 et janvier 2015, les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt ont été notablement revues à la baisse, comme en témoigne, par exemple, la baisse de 70 points de base environ des taux des OIS à trois ans. Outre les mesures de

politique monétaire, divers facteurs ont probablement contribué à ce changement des anticipations de marché. Dans la littérature, une méthode utilisée pour identifier la contribution des mesures de la BCE consiste à examiner l'évolution des prix d'actifs autour des dates d'annonce de ces mesures (méthode souvent qualifiée d'« approche fondée sur l'étude d'événements »)¹⁶. Cette approche confirme qu'une part importante de la baisse de la trajectoire attendue des taux à court terme peut être attribuée aux mesures non conventionnelles de politique monétaire¹⁷. En outre, cette approche montre que les mesures ont exercé des effets de signal sur les anticipations d'inflation, qui ont fortement augmenté, notamment autour des

¹⁵ En principe, les taux anticipés des OIS peuvent ne pas refléter complètement les taux à court terme futurs attendus car ils sont susceptibles d'incorporer une prime de terme. Comme ce sont les échéances à court et à moyen terme qui sont examinées plus particulièrement, cette considération est un peu moins importante, la rémunération du risque tendant à être plus modérée sur ces échéances.

¹⁶ Les marchés financiers ayant une attitude prospective, les prix d'actifs réagissent aux mesures de politique monétaire au moment de la formation et de la révision des anticipations relatives à ces mesures, notamment autour de la date à laquelle elles sont annoncées. Des approches analogues fondées sur l'étude d'événements ont été utilisées pour évaluer les mesures de politique monétaire adoptées aux États-Unis et au Royaume-Uni. Pour les États-Unis, cf., par exemple, Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.), *op. cit.* ; et, pour le Royaume-Uni, cf. Joyce (M.A.S.), Lasaosa (A.), Stevens (I.) et Tong (M.), *op. cit.*

¹⁷ Le canal du signal a également contribué à réduire l'incertitude entourant les taux d'intérêt futurs. Comme la moindre volatilité des taux d'intérêt réduit la probabilité de fluctuations importantes du taux d'intérêt, elle rend également les obligations à long terme moins risquées, ce qui entraîne une diminution de la prime de terme.

différentes dates d'annonce de l'APP¹⁸. Ce ré-ancrage des anticipations d'inflation est essentiel pour parvenir à un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation¹⁹.

Par le canal de la transmission directe, la politique monétaire a entraîné une nouvelle détente prononcée sur les compartiments du marché ciblés par les mesures non conventionnelles. Outre l'assouplissement généralisé des conditions financières qu'elles ont induit, les mesures de politique monétaire de la BCE ont été conçues de manière à améliorer directement la façon dont le stimulus qui en résulte se transmet aux conditions d'emprunt des ménages et des entreprises. L'efficacité de ce canal est la plus manifeste dans le cas des TLTRO, qui intègrent des mécanismes d'incitation garantissant que les coûts de financement favorables qu'elles offrent aux banques se transmettent aux emprunteurs finaux²⁰.

¹⁸ On a constaté, par exemple, qu'avec l'annonce de l'APP en janvier 2015, les anticipations d'inflation avaient augmenté sur l'ensemble des échéances, l'impact étant compris entre 10 et 30 points de base pour une échéance de cinq ans sur les anticipations d'inflation tirées des contrats de *swaps* indexés sur l'inflation. Cf. Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* », *ECB Working Paper Series*, n° 1864, BCE, 2015 ; et Ambler (S.) et Rumler (F.), « *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study* » *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, n° 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

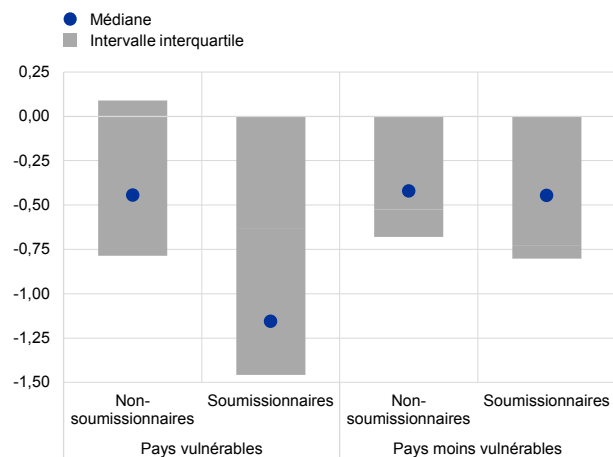
¹⁹ Plus précisément, une évaluation fondée sur un modèle indique que ce canal de ré-ancrage pourrait représenter le tiers de l'impact de l'APP sur l'inflation. Cf. Andrade (P.), Breckenfelder (J.), De Fiore (F.) et Karadi (P.), « *The ECB's asset purchase programme: an early assessment* », *ECB Working Paper Series*, n° 1956, BCE, 2016.

²⁰ Les TLTRO sont des opérations ciblées, dans la mesure où le montant que les banques peuvent emprunter est lié aux montants de prêts qu'elles consentent aux sociétés non financières et aux ménages. Le mécanisme d'incitation agit par le biais d'un effet sur les prix dans le cadre du programme TLTRO II : si les banques participantes dépassent leur montant de référence donné pour la création de crédit, le taux d'intérêt appliqué aux emprunts qu'elles contractent dans le cadre de TLTRO II diminue par rapport au coût d'emprunt standard – égal au taux de l'opération principale de refinancement en cours au moment du règlement – et peut descendre aussi bas que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt en vigueur au même moment.

Graphique B

Évolution des taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières : opérations TLTRO I

(en points de pourcentage)



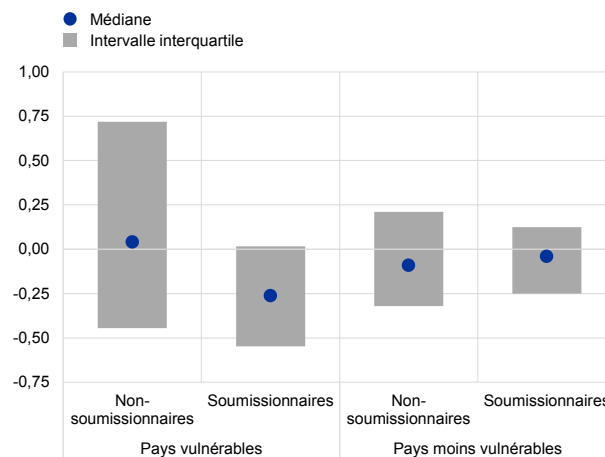
Source : BCE.

Notes : Ce graphique couvre la période allant de juin 2014 à juillet 2015. Dans la catégorie des pays « vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires » comprend 10 banques et celui des « soumissionnaires » en compte 49. Dans la catégorie des pays « moins vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires » comprend 71 banques et celui des « soumissionnaires » en compte 43.

Graphique C

Évolution des taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières : opérations TLTRO II

(en points de pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Ce graphique couvre la période allant de mars à décembre 2016. Dans la catégorie des pays « vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires » comprend 24 banques et celui des « soumissionnaires » en compte 47. Dans la catégorie des pays « moins vulnérables », le groupe des « non-soumissionnaires » comprend 73 banques et celui des « soumissionnaires » en compte 51.

Les graphiques B et C fournissent des informations au sujet de ce canal à l'aide de données sur les taux débiteurs des banques et sur leur comportement en matière de soumission au cours des deux séries de TLTRO. D'après ces informations, les banques situées dans les pays vulnérables ayant participé aux TLTRO ont abaissé leurs taux débiteurs dans des proportions plus importantes que les banques non participantes²¹. Cela a permis d'orienter la relance monétaire vers les emprunteurs du secteur privé de la zone euro ayant le plus besoin d'une politique monétaire accommodante.

Enfin, par le canal du rééquilibrage des portefeuilles, les mesures non conventionnelles de la BCE ont fait baisser les primes de risque sur un grand nombre de catégories d'actifs.

Les achats d'actifs par les banques centrales consistent généralement en l'absorption d'obligations à moyen et long terme en contrepartie de réserves de banque centrale à « durée zéro ». Par conséquent, les investisseurs sont incités à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'autres compartiments de marché plus risqués, tout en acceptant une moindre rémunération pour la détention de ce risque. Cela est dû au fait que les achats des banques centrales libèrent la capacité de prise de risque du secteur privé et font baisser les rendements corrigés des risques des actifs ciblés par les programmes d'achats, incitant par conséquent les investisseurs à se tourner vers d'autres investissements. Pour illustrer ce canal, les graphiques D et E retracent l'évolution des rendements des titres pour une sélection d'émetteurs souverains durant la conférence du

²¹ Dans cet encadré, le terme de « pays vulnérables » fait référence à l'Irlande, à la Grèce, à l'Espagne, à l'Italie, à Chypre, au Portugal et à la Slovaquie, et celui de « pays moins vulnérables » aux autres pays.

22 janvier 2015 qui correspond à l'annonce de l'APP ²². Conformément à la théorie, plus la durée jusqu'à l'échéance était longue, plus la baisse des rendements a été prononcée. Les réactions plus larges des prix d'actifs confortent également l'opinion selon laquelle les mesures de la BCE ont contribué à assouplir les conditions financières, ce dont témoignent l'amélioration sur les marchés boursiers et la baisse des rendements des obligations émises par les entreprises lors de l'annonce de ce programme. À l'évidence, restreindre l'évaluation à la réaction du marché lors de l'annonce officielle du programme le 22 janvier 2015 ne rend pas compte du fait que les déclarations de la BCE faisant allusion à l'introduction imminente d'un programme d'achats avaient commencé à influencer sur les anticipations de marché dès septembre 2014. Si l'on tient compte de ces effets d'anticipation, la réaction des prix d'actifs est qualitativement analogue à celle observée à la suite de l'annonce de l'APP le 22 janvier 2015 ; quantitativement, l'APP explique l'essentiel de la baisse des rendements obligataires à long terme observée dans la zone euro depuis septembre 2014 ²³. De plus, les primes de risque ont diminué pour un grand nombre de catégories d'actifs, indiquant des répercussions sur les actifs non ciblés. S'agissant des recalibrages de l'APP réalisés par la suite, leurs effets sont devenus de plus en plus difficiles à identifier à l'aide d'études d'événements car les intervenants de marché ont, au fil du temps, révisé progressivement leurs anticipations concernant les programmes de politique monétaire, à partir du flux continu de données économiques publiées ²⁴. Dans le même temps, les études disponibles qui cherchent à surmonter cette difficulté en utilisant des séries temporelles et des données transversales pour la variation des prix d'actifs et des volumes d'achats d'actifs confirment également que les mesures de la BCE expliquent l'essentiel de la diminution des primes de risque à long terme observée dans la zone euro depuis septembre 2014 ²⁵.

²² Les graphiques D et E retracent l'évolution des rendements observée entre 14h30 et 16h00 (heure d'Europe centrale) le 22 janvier 2015 – c'est-à-dire entre le début de la conférence de presse et immédiatement après la fin.

²³ L'impact attribué à l'APP résulte, pour l'essentiel, d'« effets stocks » – c'est-à-dire de variations persistantes des rendements liées à l'absorption de titres par les banques centrales. Cf., par exemple, Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), *op. cit.* ; Blattner (S.T.) et Joyce (M.A.S.), « *Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE* », *ECB Working Paper Series*, n° 1957, BCE, 2016 ; De Santis (R.), « *Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news* », *ECB Working Paper Series*, n° 1939, BCE, 2016 ; et Koijen (R.S.J.), Koulischer (F.), Nguyen (B.) et Yogo (M.), « Assouplissement Quantitatif en Zone Euro : Dynamiques de Risques et Effets Prix » (en anglais), *Banque de France, document de travail*, n° 601, 2016. On constate également que la mise en œuvre effective des achats (« effets flux ») a eu un impact important, mais plus limité cependant que les effets stocks. Cf. Holm-Hadulla (F.) et De Santis (R.), « *Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment* », *ECB Working Paper Series*, BCE, à paraître.

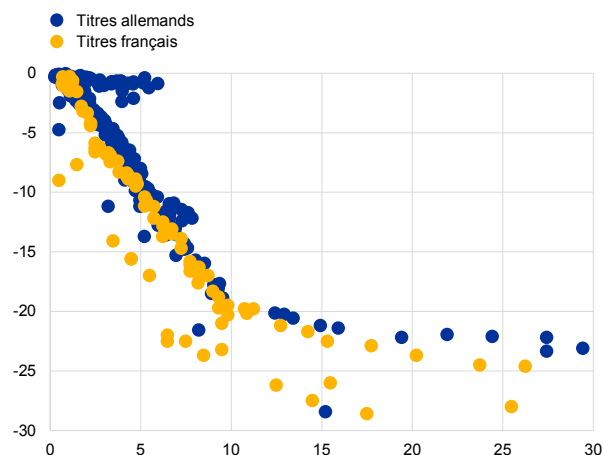
²⁴ Cela est manifeste, par exemple, dans le cas du dernier recalibrage de l'orientation de politique monétaire de la BCE, lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2016, qui a été largement anticipé par le marché, comme le confirment les informations tirées d'enquêtes.

²⁵ Cf., par exemple, Blattner (S.T.) et Joyce (M.A.S.), *op. cit.*

Graphique D

Évolution des rendements des titres allemands et français à la suite de l'annonce de l'APP le 22 janvier 2015

(en points de base ; nombre d'années jusqu'à l'échéance)

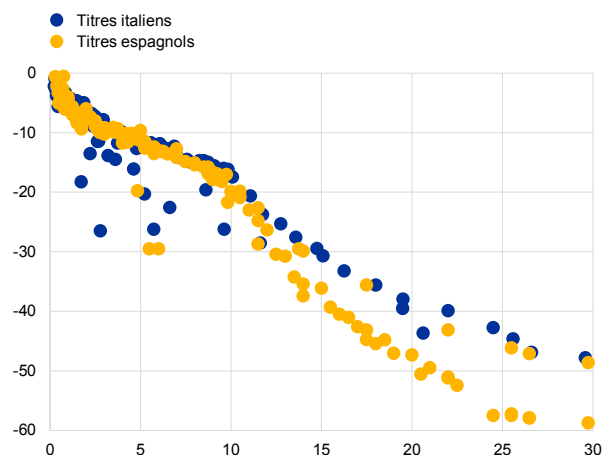


Source : Calculs de la BCE.

Graphique E

Évolution des rendements des titres italiens et espagnols à la suite de l'annonce de l'APP le 22 janvier 2015

(en points de base ; nombre d'années jusqu'à l'échéance)



Source : Calculs de la BCE.

Le canal du rééquilibrage n'a pas seulement eu un impact sur les actifs financiers, il a également incité les banques à améliorer les conditions du crédit pour les ménages comme pour les sociétés non financières. De

nombreuses analyses empiriques mettent en évidence le fait que les différentes mesures ont eu sur les conditions d'octroi de prêts bancaires des effets qui se sont renforcés mutuellement²⁶. Au passif, par exemple, les TLTRO ont entraîné un allègement des coûts de financement des banques participant à ces opérations ; dans le même temps, l'APP et les réductions des taux d'intérêt ont fait baisser les coûts de financement de l'ensemble du système bancaire. À l'actif, les taux d'intérêt négatifs appliqués à l'excédent de liquidité ont renforcé les effets de rééquilibrage des portefeuilles. Cela est dû au fait que le taux implicitement appliqué aux excédents de réserves a accéléré la vitesse de circulation de ces réserves sur le marché monétaire, augmentant ainsi l'intérêt relatif pour les banques d'accorder des prêts ou de détenir des titres mieux rémunérés. Dans le même temps, les schémas précis d'amélioration des conditions du crédit qui en ont découlé varient selon les différents types de banques et/ou selon les pays.

En ce qui concerne les banques dont le recours aux TLTRO est plus élevé et dont les contraintes de bilan sont plus importantes, les mesures se sont plutôt traduites par une réduction des taux débiteurs. Par exemple, les banques situées dans les pays vulnérables dont le degré de participation aux TLTRO est

²⁶ Cf., par exemple, Albertazzi (U.), Becker (B.) et Boucinha (M.), « *Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area* », intervention disponible dans *Monetary policy pass-through and credit markets – ECB conference 27-28 October 2016*, BCE, Frankfurt am Main, 2016 ; Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *ECB Working Paper Series*, n° 1978, BCE, 2016 ; et Boeckx (J.), De Sola Perea (M.) et Peersman (G.), « *The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area* », *Working Paper Research*, n° 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

élevé ont réagi aux mesures de politique monétaire principalement en abaissant les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux sociétés non financières ²⁷. Dans ce cas, le flux des crédits ne s'est rétabli que progressivement, dans un contexte marqué notamment par une nécessité structurelle de réduction du levier d'endettement et de faible demande conjoncturelle liée à la lenteur de la reprise économique dans les pays vulnérables. La forte transmission aux taux débiteurs dans les pays qui ont été le plus touchés par la crise financière reflète dans une large mesure une normalisation par rapport à des dysfonctionnements antérieurs. Cela s'est traduit également par une diminution de la dispersion des taux débiteurs des banques et par une atténuation de la fragmentation des conditions de financement entre les différents pays de la zone euro ²⁸.

S'agissant des banques détenant un excédent de liquidité et confrontées à une importante demande de crédits, le stimulus monétaire a plutôt entraîné une augmentation des volumes de crédits. Sous l'effet des mesures de la BCE, les banques situées dans les pays connaissant un raffermissement plus rapide de la reprise économique ont rééquilibré leurs portefeuilles en augmentant l'offre de crédit. Dans ces pays, l'impact sur le coût de l'emprunt est moins important que dans les économies plus vulnérables, probablement parce que les spreads et les primes avaient déjà diminué. En outre, les bilans relativement solides des banques dans les économies moins vulnérables ont permis un accroissement des actifs. Enfin, selon des informations complémentaires, les taux directeurs négatifs ont amplifié les incitations au rééquilibrage des portefeuilles, la hausse des volumes de crédits se révélant être particulièrement prononcée dans le cas des banques présentant un niveau élevé d'excédent de liquidité ²⁹.

Considérées dans leur ensemble, les informations confirment l'explication fondée sur le rôle des prêts bancaires dans la transmission de la politique monétaire, selon laquelle la situation des bilans des banques influe sur les modalités et les conditions d'attribution du crédit bancaire. Elles montrent également que la transmission des achats d'actifs dans un système fondé sur les banques, comme celui de la zone euro, n'est pas plus faible que dans les systèmes privilégiant le financement sur les marchés de capitaux. Conjuguée aux taux d'intérêt négatifs et aux opérations de refinancement ciblées, le stimulus monétaire de la BCE a entraîné une amélioration tangible des conditions d'emprunt pour l'économie réelle.

²⁷ Par exemple, fin décembre 2015, les mesures non conventionnelles avaient contribué pour 40 points de base au maintien à un bas niveau des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts. Cf. Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), *op. cit.* Cf. également Albertazzi (U.), Nobil, (A.) et Signoretti (F.), « *The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy* », *Banca d'Italia Working Papers*, n° 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ Cf. l'article intitulé « La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

²⁹ Demiralp (S.), Eisenschmidt (J.) et Vlassopoulos (T.), « *Negative Interest Rates, Excess Liquidity and Bank Business Models: Banks' Reaction to Unconventional Monetary Policy in the Euro Area* », *ECB Working Paper Series*, BCE, à paraître.

4 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 26 octobre 2016 au 24 janvier 2017

Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2016, comprises entre le 26 octobre et le 13 décembre 2016 et entre le 14 décembre 2016 et le 24 janvier 2017, respectivement. Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Le 21 décembre est intervenu le règlement de la troisième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II) pour un montant de 62,2 milliards d'euros. L'apport de liquidité par le biais de cette opération a été partiellement contrebalancé par des remboursements volontaires de la deuxième opération TLTRO I pour un montant total de 14,2 milliards d'euros. Cet apport net de liquidité de 48,0 milliards d'euros a porté l'encours total des deux programmes de TLTRO à 545,7 milliards d'euros à la fin de la période sous revue. En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP), qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 80 milliards d'euros en moyenne.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 993,2 milliards d'euros, soit une hausse de 85,2 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les cinquième et sixième périodes de constitution de 2016). Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable aux facteurs autonomes nets, qui ont augmenté de 84,3 milliards d'euros pour atteindre un niveau moyen record de 875,2 milliards, tandis que les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté (cf. tableau).

Tableau

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 26 octobre 2016 au 24 janvier 2017		Du 27 juillet 2016 au 25 octobre 2016		Huitième période de constitution		Septième période de constitution	
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 944,8	(+28,1)	1 916,7	1 942,8	(-3,7)	1 946,5	(+8,1)	
Billets en circulation	1 110,5	(+14,9)	1 095,5	1 119,1	(+16,1)	1 103,1	(+8,3)	
Dépôts des administrations publiques	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)	
Autres facteurs autonomes	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)	
Instruments de politique monétaire								
Comptes courants	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)	
Réserves obligatoires	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)	
Facilité de dépôt	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 070,0	(-56,2)	1 126,2	1 042,1	(-51,8)	1 093,9	(-21,6)	
Avoirs extérieurs nets	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)	
Actifs nets libellés en euros	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)	
Instruments de politique monétaire								
Opérations d'open market	2 179,9	(+257,2)	1 922,7	2 254,3	(+138,3)	2 116,0	(+128,1)	
Opérations d'appels d'offres								
Opérations principales de refinancement	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)	
Opérations TLTRO I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)	
Opérations TLTRO II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres								
1er programme d'achats d'obligations sécurisées	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)	
2e programme d'achats d'obligations sécurisées	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)	
3e programme d'achats d'obligations sécurisées	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)	
Programme pour les marchés de titres	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)	
Programme d'achats de titres du secteur public	1 221,2	(+198,2)	1 023,0	1 268,6	(+88,0)	1 180,6	(+107,7)	
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)	
Facilité de prêt marginal	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)	
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)								
Besoin global de refinancement	993,2	(+85,2)	908,0	1 019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)	
Facteurs autonomes ¹	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)	
Excédent de liquidité	1 186,7	(+172,0)	1 014,7	1 234,5	(+88,8)	1 145,7	(+98,9)	
Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)								
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)	

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau étant arrondis, il peut arriver que le chiffre indiqué comme étant la variation par rapport à la période précédente ne représente pas la différence entre les chiffres arrondis fournis pour ces deux périodes (avec une différence de 0,1 milliard d'euros).

1) La valeur globale des facteurs autonomes inclut également les « Éléments en cours de règlement ».

L'accroissement des facteurs autonomes résulte largement d'une augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité. La principale contribution à cette hausse a été apportée par la demande moyenne de billets de banque, qui a augmenté de 14,9 milliards d'euros pour s'établir à 1 110,5 milliards, ce qui est globalement conforme aux profils habituels de fin d'année. Les autres facteurs autonomes ont également augmenté, de 13,0 milliards d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 682,3 milliards. Les dépôts moyens des administrations publiques sont restés pratiquement inchangés, en hausse de 0,1 milliard d'euros seulement, à 152,0 milliards.

Les facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité ont diminué au cours de la période sous revue, en raison de la poursuite de la baisse des actifs nets libellés en euros, associée à une légère diminution des avoirs extérieurs nets.

Les actifs nets libellés en euros ont diminué pour ressortir en moyenne à 388,4 milliards d'euros, soit 51,5 milliards de moins que durant la précédente période sous revue, en raison de la baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et d'une augmentation des dépôts des institutions officielles étrangères auprès des banques centrales nationales. Il est probable que ces institutions ont renforcé leurs avoirs en raison de la rareté des opportunités d'investissement sur le marché. Les réserves nettes de change ont diminué de 4,7 milliards d'euros, ressortant en moyenne à 681,5 milliards.

La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée, pratiquement sans changement par rapport à la précédente période de constitution. Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

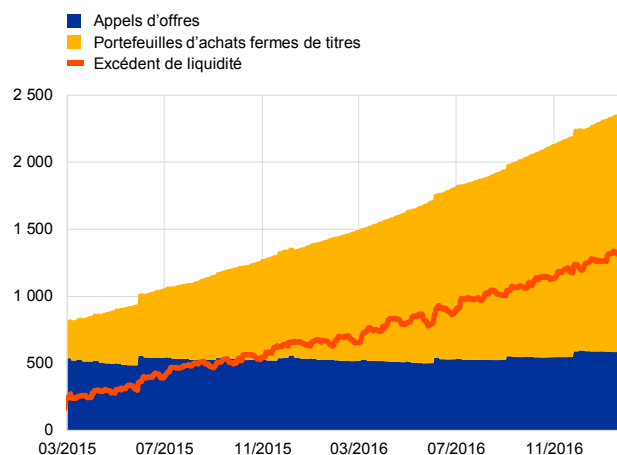
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (via les appels d'offres et les programmes d'achats d'actifs) a augmenté de 257,2 milliards d'euros pour s'établir à 2 179,9 milliards (cf. graphique). Cette hausse résulte principalement du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE.

Graphique

Évolution des instruments de politique monétaire et de l'excédent de liquidité

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 29,7 milliards d'euros pour s'établir à 563,2 milliards.

L'augmentation de la liquidité fournie par le biais des TLTRO a plus que compensé la baisse de la liquidité fournie par les opérations régulières. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 6,4 milliards d'euros et de 6,1 milliards, respectivement, alors que l'encours moyen des opérations TLTRO a augmenté de 42,1 milliards essentiellement sous l'effet, en termes nets, du règlement de la troisième opération TLTRO II et des remboursements volontaires anticipés des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième opération TLTRO I.

La liquidité moyenne fournie par le biais de l'APP a augmenté de 227,4 milliards d'euros pour s'établir à 1 616,7 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP).

La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté de 198,2 milliards d'euros, de 11,2 milliards, de 1,9 milliard et de 24,2 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées s'est élevé au total à 8,1 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions précédemment examinées en détail, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 172,0 milliards d'euros, pour s'établir à 1 186,7 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique).

Durant la septième période de constitution, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 98,9 milliards d'euros sous l'effet de l'apport de liquidité fourni par l'APP. La hausse plus faible (88,8 milliards d'euros) enregistrée au cours de la huitième période de constitution résulte principalement d'une diminution de 51,8 milliards des facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité, qui a contrebalancé en partie l'apport de liquidité résultant du programme étendu d'achats d'actifs. En outre, le rythme des achats dans le cadre des programmes d'achats d'actifs a été légèrement moins soutenu durant la huitième période de constitution en raison de la période de Noël.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée essentiellement dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 105,8 milliards d'euros pour s'établir à 867,8 milliards au cours de la période sous

revue. Le recours moyen à la facilité de dépôt s'est accru de 67,2 milliards d'euros pour s'établir à 437,1 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches (dans certains cas en deçà) du taux de la facilité de dépôt, tandis que le marché des pensions a enregistré des taux historiquement bas vers la fin de l'année. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,350 %, en légère baisse par rapport à une moyenne de – 0,342 % lors de la précédente période de référence. L'Eonia a oscillé au sein d'une fourchette relativement étroite, avec un point haut à – 0,329 % le dernier jour de 2016 et un point bas à – 0,356 %. En outre, sur le marché des opérations garanties, les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling ont légèrement fléchi pour s'établir à – 0,405 % et à – 0,399 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,004 point de pourcentage, dans les deux cas, par rapport à la précédente période sous revue.

Les taux des principales garanties ont enregistré des points bas historiques à la fin de l'année dans un contexte de contraintes d'offre. Par exemple, le taux des pensions à un jour pour les garanties allemandes a atteint – 4,9 % à la fin de l'année, tandis que l'équivalent français est ressorti à – 5,3 %. Par comparaison, sur l'ensemble de la période sous revue, les taux des pensions à un jour étaient en moyenne de – 0,86 % pour les garanties allemandes et de – 0,75 % pour les garanties françaises. Les taux pour les garanties italiennes et espagnoles ont enregistré des baisses plus faibles à la fin de l'année. Après la fin d'année, les taux des pensions ont renoué avec les niveaux observés en novembre.

Depuis le 8 décembre, les banques centrales de l'Eurosystème peuvent également accepter des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres dans le cadre du PSPP, et n'ont pas à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. Cette mesure permet de soutenir la liquidité et le fonctionnement du marché des pensions de la zone euro et contribue à réduire les tensions potentielles liées aux garanties sur le marché.

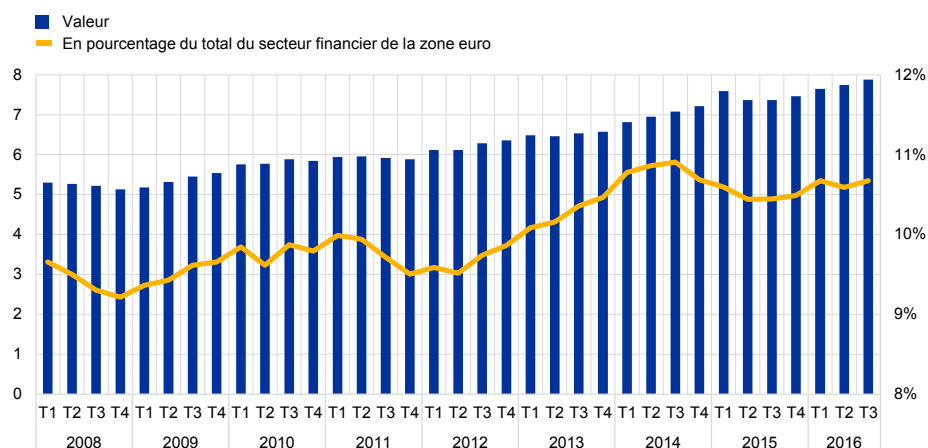
Nouvelles statistiques relatives aux sociétés d'assurance de la zone euro

Les sociétés d'assurance constituent un sous-secteur important du secteur financier de la zone euro (elles représentaient 11 % du total des actifs de ce secteur au troisième trimestre 2016). Ce sous-secteur a enregistré une croissance régulière ces dernières années, le total des actifs s'élevant à 7 900 milliards d'euros au troisième trimestre 2016 (soit 74 % du PIB annuel de la zone euro) comme le montre le graphique ci-dessous.

Graphique

Total des actifs des sociétés d'assurance de la zone euro

(en milliers de milliards d'euros ; en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

En février 2017, la BCE a publié pour la première fois des statistiques harmonisées concernant les sociétés d'assurance. L'ensemble des données prises en compte recouvre les actifs et les passifs trimestriels agrégés des sociétés d'assurance de la zone euro, à partir du troisième trimestre 2016. Ces données (ainsi qu'un nouvel ensemble de données distinct concernant les fonds de pensions) accroissent encore la qualité, la couverture et la granularité des statistiques de la BCE pour le secteur financier de la zone euro. À ce stade initial, l'ensemble des données couvre les encours. De nouvelles améliorations, telles que l'ajout des données relatives aux transactions, des ventilations plus détaillées et des publications plus rapides des données sont envisagées pour le futur.

L'ensemble des données relatives aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension de la zone euro publié par la BCE de juin 2011 à octobre 2016 présentait certaines lacunes. En particulier, les données n'étaient pas harmonisées pour toute la zone euro. De plus, certaines données étaient estimées lorsque les données effectives n'étaient pas disponibles au niveau national. Cette série a été interrompue après la publication pour le deuxième trimestre 2016. Toutefois, les utilisateurs des statistiques relatives aux sociétés d'assurance bénéficient d'un lien entre l'ancien et le nouveau jeu de données, les données pour

le troisième trimestre 2016 du dispositif précédent étant disponibles sous forme d'estimations.

Les nouvelles statistiques relatives aux sociétés d'assurance constituent à plusieurs égards une amélioration de l'ensemble de données précédent. Le nouvel ensemble de données se caractérise par (a) des concepts harmonisés respectant les normes statistiques internationales ; (b) une couverture exhaustive des institutions ; (c) une ventilation détaillée des actifs et des passifs ; (d) une ventilation par type de société d'assurance : assurance-vie, non-vie, sociétés composites et sociétés de réassurance ; et (e) une publication plus rapide des données.

Lors de la conception du dispositif de compilation statistique pour le nouvel ensemble de données, la BCE s'est efforcée de réduire le plus possible la charge de déclaration pesant sur les sociétés d'assurance en intégrant les exigences européennes en matière de déclaration de données prudentielles et statistiques. De cette façon, le dispositif de collecte des données statistiques permet, dans une large mesure, d'élaborer l'information statistique à partir des données déclarées à des fins prudentielles dans le cadre de Solvabilité II pour l'UE. Un grand nombre d'autorités compétentes nationales ont choisi de recevoir un flux de déclaration unique pour les données statistiques et prudentielles, sur la base des modèles de déclaration préparés par la BCE en étroite coopération avec l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), qui consolide les exigences en matière de déclaration de données statistiques et prudentielles. Un dispositif technique commun, fondé sur la taxonomie du langage XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), a été mis en place par l'AEAPP pour faciliter l'intégration.

Questions conceptuelles relatives à la mesure de la marge de manœuvre budgétaire

Les recommandations liées à la conduite des politiques budgétaires évoquent fréquemment la « marge de manœuvre » budgétaire des pays. Ainsi, le 5 décembre 2016, l'Eurogroupe a souligné qu'« il existait d'importantes différences entre les États membres en termes de marge de manœuvre budgétaire et de besoins d'assainissement budgétaire »³⁰. En conséquence, les recommandations expliquent souvent comment il est possible de générer une marge budgétaire, par exemple par la mise en œuvre de réformes structurelles propices à la croissance³¹.

La marge budgétaire décrit généralement la marge de manœuvre budgétaire des États associée au maintien de la situation budgétaire globale saine.

Toutefois, il n'existe pas d'approche communément admise pour la mesurer. Au contraire, les estimations de « marge de manœuvre budgétaire » varient, en fonction de la méthode ou du modèle utilisé. Différentes approches ont évolué lors des récents débats politiques. Elles peuvent être regroupées en trois grandes catégories, selon qu'elles représentent les éventuelles contraintes exercées sur les politiques budgétaires découlant (a) des cadres budgétaires existants, (b) des risques pesant sur la soutenabilité de la dette ou (c) des « limites d'endettement », à savoir les estimations des ratios d'endettement au-delà desquels la capacité des États à honorer leurs obligations d'endettement devient insoutenable³². Le présent encadré analyse et évalue ces différents concepts à la lumière du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE.

S'agissant tout d'abord de la première contrainte, la marge de manœuvre budgétaire des États membres de l'UE découle du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et des cadres budgétaires nationaux. Les dispositions du PSC aident les pays à parvenir à des situations budgétaires soutenables à moyen terme. Celles-ci sont mesurées par des « objectifs budgétaires à moyen terme » (OMT), qui sont définis comme des soldes budgétaires structurels, c'est-à-dire corrigés de l'incidence du cycle économique et des mesures temporaires. Les OMT sont spécifiques à chaque pays et fixés par les États, et sont conditionnés au respect de valeurs minimales calculées d'après une méthodologie commune³³. Dans ce contexte, la mesure la plus simple de la marge de manœuvre budgétaire au sein du PSC est l'écart séparant le solde structurel d'un pays de son OMT. Selon les prévisions de l'hiver 2017 de la Commission européenne, seuls trois pays de la zone euro (l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas) devraient dépasser leur OMT

³⁰ Cf. les principaux résultats de la [réunion de l'Eurogroupe du 5 décembre 2016](#).

³¹ Cf., par exemple, « [Priorities for structural reforms in G20 countries](#) », document de contexte des services du FMI destiné à la note de surveillance du G20, FMI, Washington, 2016.

³² Pour un autre classement des approches existantes, cf. « Utiliser les leviers budgétaires pour sortir du piège de la faible croissance », *Perspectives économiques de l'OCDE*, OCDE, novembre 2016.

³³ D'après le PSC, les OMT sont conçus pour servir trois objectifs : (a) les États membres maintiennent une marge de sécurité évitant tout dépassement de la valeur de référence de 3 % retenue par le traité de Maastricht pour le déficit lors de ralentissements conjoncturels ; (b) les dettes des États membres sont soutenables, compte tenu de l'incidence économique et budgétaire du vieillissement des populations ; et (c) les États membres dégagent une marge de manœuvre budgétaire, en particulier lorsqu'il s'agit de préserver les investissements publics.

en 2017 (cf. tableau). Quant aux pays qui n'ont pas encore atteint leur OMT, le PSC recommande un effort approprié pour y parvenir ³⁴. Par rapport aux recommandations par pays pour 2017, les efforts structurels vers la réalisation d'une situation budgétaire saine devraient être insuffisants dans de nombreux pays au regard des engagements pris dans le cadre du PSC (cf. tableau). Ainsi, cette année, seuls quelques pays sont susceptibles de disposer d'une marge de manœuvre budgétaire – limitée – par rapport à l'exigence d'ajustement.

Tableau

Indicateurs de marge de manœuvre budgétaire

	Solde structurel (2017)	Objectif budgétaire à moyen terme (OMT)	Effort structurel en 2017 (variation du solde structurel en points de pourcentage du PIB)	Engagement relatif à l'effort structurel dans le cadre du PSC (en points de pourcentage du PIB)*	Marge de manœuvre budgétaire			
					Écart par rapport à l'OMT	Insuffisance par rapport à l'engagement relatif à l'effort structurel	Critère de dette : écart par rapport à la valeur de référence de 60 %	Soutenable de la dette – évaluation globale de la CE**
Volet préventif du PSC								
Belgique	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	ÉLEVÉE
Allemagne	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	FAIBLE
Estonie	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	FAIBLE
Irlande	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	MOYENNE
Italie	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	ÉLEVÉE
Chypre	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	ÉLEVÉE
Lettonie	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	FAIBLE
Lituanie	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	FAIBLE
Luxembourg	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	FAIBLE
Malte	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	FAIBLE
Pays-Bas	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	FAIBLE
Autriche	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	MOYENNE
Slovénie	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	ÉLEVÉE
Slovaquie	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	FAIBLE
Finlande	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	ÉLEVÉE
Volet correctif du PSC								
Espagne	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	ÉLEVÉE
France	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	ÉLEVÉE
Portugal	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	ÉLEVÉE

Sources : Prévisions de l'hiver 2017 de la Commission européenne et *Debt Sustainability Monitor 2016* (cf. https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/debt-sustainability-monitor-2016_en).

Notes : Le tableau exclut la Grèce, qui est soumise à un programme d'assistance financière. Les engagements relatifs à l'effort structurel renvoient à ceux définis dans les recommandations par pays pour 2017 ; ils peuvent être moindres si les pays bénéficient d'une certaine flexibilité, entre autres en ce qui concerne la mise en œuvre de réformes structurelles ou d'investissements publics. Les exigences d'ajustement sont quant à elles accrues pour les pays dont la référence pour la réduction de l'endettement est l'exigence contraignante aux termes du PSC, et ce afin de garantir des progrès suffisants permettant de ramener les niveaux d'endettement élevés vers la valeur de référence de la dette de 60 % du PIB. **Ce regroupement dans des catégories de risques se rapporte aux risques décelés dans l'analyse « à moyen terme », réalisée par la Commission, de la viabilité de la dette. Le cadre de soutenabilité de la Commission comporte une analyse globale « à moyen terme » (à l'horizon de dix ans), ainsi que l'indicateur « S1 ». La Commission européenne utilise deux autres indicateurs pour rendre compte des risques : l'indicateur « S0 » (pour les risques à court terme) et l'indicateur « S2 » (pour les risques à (très) long terme). En particulier, « S2 » calcule l'ajustement budgétaire en amont afin de stabiliser le ratio dette/PIB à l'horizon infini, en ce compris le financement des dépenses supplémentaires liées au vieillissement de la population.

Le cadre budgétaire de l'UE est asymétrique. Les pays ne respectant pas les exigences d'ajustement sont invités à intensifier leurs efforts d'assainissement. En

³⁴ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

outre, dans certains pays, les cadres budgétaires nationaux peuvent imposer des ajustements budgétaires plus exigeants que ceux découlant du PSC. En revanche, le PSC ne contraint pas les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire à y recourir.

La disponibilité d'une marge budgétaire en vertu des règles budgétaires de l'UE reflète également des évolutions économiques et autres. Plusieurs dispositions du PSC permettent explicitement des évolutions cycliques et d'autres facteurs. Dans la foulée de la communication faite par la Commission en janvier 2015 sur la flexibilité offerte par le cadre budgétaire de l'UE, les exigences d'ajustement découlant du volet préventif du PSC ont été rendues tributaires de l'écart de production. Les pays qui mettent en œuvre des réformes structurelles ou qui accroissent leurs investissements peuvent également procéder plus lentement aux ajustements conduisant à la réalisation de leur OMT³⁵. En ce qui concerne les exigences en matière de réduction de l'endettement, différents facteurs pertinents tels que la faiblesse de l'inflation et de la croissance sont susceptibles d'atténuer la nécessité de procéder aux ajustements nécessaires³⁶. En outre, la « clause dérogatoire générale », qui n'a jamais été appliquée à ce jour, ouvre en principe la voie à des modifications de l'ajustement budgétaire en cas de grave récession économique, pour autant que la soutenabilité de la dette à moyen terme ne soit pas mise en péril.

S'agissant de la deuxième contrainte précitée, la marge budgétaire disponible peut être établie à partir de l'analyse complète de la viabilité de la dette. Il n'existe pas de mesure unique de l'évaluation pratique de la soutenabilité de la dette. L'analyse complète de la viabilité de la dette examine à la fois la dynamique de la dette et le niveau auquel elle se stabilise dans un scénario de référence et en présence de différents chocs négatifs. Elle tient également compte d'autres indicateurs pertinents tels que les besoins de financement brut d'un État, son cadre budgétaire, la structure par échéances de la dette publique, l'importance des engagements conditionnels, la qualité des institutions et les risques politiques³⁷. Comme il est indispensable de prévoir à long terme l'évolution de la dette, toute analyse de la viabilité de la dette est sensible aux hypothèses utilisées. D'après le dernier *Debt Sustainability Monitor*³⁸, publié par la Commission européenne, un risque élevé ou très élevé pèse à moyen terme sur la soutenabilité de la dette d'un nombre considérable de pays (cf. tableau)³⁹. Si l'on en croit cette méthodologie, la plupart des pays de la zone euro n'ont donc pas ou très peu de marge de manœuvre

³⁵ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

³⁶ Cf. également les articles intitulés « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016 et « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

³⁷ Cf., par exemple, Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), Warmedinger (T.), de Stefani (R.), Drudi (F.), Setzer (R.) et Westphal (A.), « *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*, Occasional Paper », à paraître, BCE, 2017.

³⁸ Cf. https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/debt-sustainability-monitor-2016_en et le tableau.

³⁹ Selon les résultats fondés sur l'indicateur « S0 », aucun pays de la zone euro n'est confronté à des risques élevés à court terme. En revanche, les résultats basés sur l'indicateur « S2 » révèlent qu'un seul État est confronté à des risques très élevés à (très) long terme.

budgétaire. Comme le montre le tableau, les résultats fournis par cette approche correspondent largement à ceux obtenus à l'aide de la marge budgétaire fondée sur des règles : de manière générale, les pays confrontés à des risques élevés ou très élevés pesant sur la soutenabilité de la dette sont également ceux dont les ratios d'endettement dépassent le plus largement la valeur de référence de 60 % du PIB et dont la situation budgétaire structurelle s'écarte le plus de l'OMT ⁴⁰.

Quant à la troisième contrainte, le concept associant la marge budgétaire aux « limites d'endettement » veut que la marge de manœuvre budgétaire soit égale à l'écart entre le taux d'endettement existant et le niveau au-delà duquel les États souverains risquent de ne plus honorer leurs engagements en matière d'endettement ⁴¹. La spécification de ces limites d'endettement est soit directement liée à la capacité de l'État d'accroître ses recettes, soit évaluée plus largement comme étant, selon les estimations, le niveau auquel la lassitude politique empêche de prendre les mesures d'assainissement nécessaires pour stabiliser la hausse de l'endettement. Différentes approches modélisent les chocs supposés atteindre les économies, le bilan des politiques budgétaires des États et leurs réactions face au gonflement de la dette. En général, étant donné qu'ils varient significativement selon les hypothèses sous-jacentes, les résultats fondés sur des modèles et les résultats empiriques s'accompagnent d'un degré d'incertitude élevé, ce qui suscite des interrogations quant à leur applicabilité concrète aux conseils sur la politique à suivre.

En matière d'élaboration de politiques, la marge budgétaire fondée sur des règles influence directement la planification budgétaire des pays de la zone euro et est moins sujette à des révisions radicales que d'autres mesures. Elle répond donc à la nécessité des politiques budgétaires de l'Union économique et monétaire de pécher par excès de prudence. Dans le même temps, l'examen des différents concepts de mesure de la marge budgétaire révèle qu'ils impliquent tous que des politiques bien étudiées peuvent contribuer à générer une marge de manœuvre budgétaire ⁴². Ces politiques vont d'un assainissement supplémentaire à une composition favorable à la croissance des politiques budgétaires, en passant par des réformes structurelles visant à accroître la production potentielle. Tous les pays de la zone euro disposent de latitude à cet égard.

⁴⁰ En principe, un environnement de taux d'intérêt bas accroît la marge budgétaire d'un État résultant à la fois du PSC et des contraintes associées au niveau d'endettement : l'allègement des charges d'intérêts améliore les soldes structurels et la soutenabilité de la dette.

⁴¹ Cf. par exemple Gosh (A.R.), Kim (J.I.), Mendoza (E.), Ostry (J.D.) et Quereshi (M.), « *Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies* », *Economic Journal*, vol. 123, 2013. Une autre approche concerne la définition du niveau de dette stable, c'est-à-dire le ratio dette/PIB vers lequel une économie tend à converger à long terme. Il devient opérationnel lorsque l'on actualise des soldes primaires historiques à l'aide d'un différentiel positif entre taux d'intérêt et taux de croissance. Dans Gosh *et al.*, les estimations des ratios de dette soutenable varient entre 62 et 74 % du PIB dans les pays de la zone euro.

⁴² Cf. également l'encadré 3 de Bankowski (K.) et Ferdinandusse (M.), « *Euro area fiscal stance, Occasional Paper Series* », n 182, BCE, janvier 2017.

La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2017 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2016

Le 22 février 2017, la Commission européenne a publié le paquet d'hiver du Semestre européen, qui comprend les conclusions tirées à la suite de l'application de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), ainsi qu'une évaluation des progrès en matière de réformes réalisés par chaque État membre depuis l'adoption des recommandations par pays (RPP) en juillet 2016.

Résultats de l'évaluation de la PDM pour 2017 par la Commission européenne

Instaurée en 2011, la PDM en est à présent à sa sixième année d'existence.

Cette procédure vise à éviter l'émergence de déséquilibres macroéconomiques préjudiciables dans les pays de l'UE et à corriger ceux-ci lorsqu'ils sont excessifs. À la suite d'un exercice de filtrage mené chaque année à l'automne sur la base d'un tableau de bord, la Commission européenne réalise des examens approfondis des pays retenus (figurant dans les rapports annuels par pays) en vue d'évaluer la gravité d'éventuels déséquilibres. Si des déséquilibres sont avérés, le Conseil de l'Union européenne adresse à l'État membre concerné des recommandations (lesquelles reposent sur des recommandations formulées par la Commission européenne) au titre du volet préventif de la procédure. Si les déséquilibres se révèlent excessifs, la procédure concernant les déséquilibres excessifs (PDE) est susceptible d'être mise en œuvre, sur recommandation de la Commission au Conseil⁴³. Dans le cadre de ce volet correctif de la procédure, un plan d'action corrective doit être présenté afin d'expliquer comment ces déséquilibres excessifs seront résolus. Le Conseil peut infliger des sanctions financières au pays de la zone euro qui faillirait à plusieurs reprises à soumettre un plan adéquat ou qui ne respecterait pas un plan approuvé.

Lors de son évaluation, la Commission européenne a recensé six pays présentant des déséquilibres excessifs : la Bulgarie, la France, la Croatie, l'Italie, Chypre et le Portugal (cf. tableau A). Des déséquilibres excessifs ont été détectés dans chacun de ces pays, à l'exception de Chypre, depuis 2015. Chypre a rejoint cette liste en 2016 après être sorti en mars de cette même année de son programme d'ajustement économique et financier. Si l'on observe les évolutions sur une période plus longue, le nombre de pays dont la Commission a estimé qu'ils présentaient des déséquilibres excessifs a progressé chaque année depuis 2012, et ne s'est stabilisé que cette année (cf. graphique A). Cette tendance a, dans une certaine mesure, été alimentée par des pays qui sont parvenus à l'issue de leurs programmes d'ajustement économique et qui ont donc été automatiquement réintégrés dans les processus ordinaires de surveillance de l'UE. Bien que les

⁴³ Cf. le considérant 22 du règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

programmes d'ajustement aient contribué à réduire les déséquilibres, les vulnérabilités globales de ces pays restent élevées, et il est dès lors toujours essentiel de les surveiller étroitement. Pourtant, même si l'on permet ces inclusions « automatiques », le nombre de pays figurant dans la catégorie « déséquilibres excessifs » n'a pas diminué. Ce constat semble rejoindre la conclusion de l'évaluation de la mise en œuvre des RPP pour 2016 (cf. ci-dessous), à savoir que les réformes demeurent lentes nonobstant les défis auxquels sont confrontés ces pays. Seules l'Espagne et la Slovénie sont parvenues à sortir de la catégorie « déséquilibres excessifs », alors que l'Italie en fait partie pour la quatrième année d'affilée.

Tableau A

Conclusions de la Commission relatives à la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2017

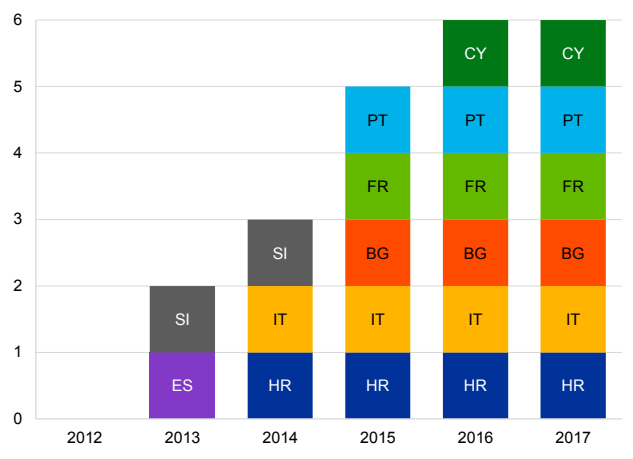
(1) Aucun déséquilibre				(2) Déséquilibres		(3) Déséquilibres excessifs		(4) Déséquilibres excessifs et application du volet correctif (PDE)	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Source : Commission européenne.

Notes : * Chacun de ces pays a fait l'objet d'un examen approfondi en 2017. Le rapport sur le mécanisme d'alerte, c'est-à-dire la première phase de la PDM, ne renvoie à aucun déséquilibre pour les autres pays figurant dans la colonne (1). ** Pour l'Italie, Chypre et le Portugal, la Commission vérifiera en particulier si leurs programmes nationaux de réforme contiennent des mesures suffisamment ambitieuses. Si elle estime que tel est le cas, la Commission ne déclencherà pas le volet correctif de la PDM à l'encontre du pays concerné. La même approche a été retenue pour la Croatie et le Portugal en 2016.

Graphique A

Augmentation depuis 2012 du nombre de pays présentant des déséquilibres excessifs



Source : Commission européenne.

Notes : Ce graphique montre pour chaque année les pays jugés par la Commission européenne comme présentant des « déséquilibres excessifs ». Un pays soumis à un programme d'ajustement économique intègre automatiquement la PDM dès que ce programme prend fin. En 2012, aucun pays n'a été jugé comme présentant des déséquilibres excessifs.

Comme l'année précédente, la Commission a de nouveau détecté des déséquilibres (bien que non excessifs) touchant l'Allemagne, l'Irlande, l'Espagne, les Pays-Bas, la Slovaquie et la Suède. En revanche, la Commission a clos la procédure concernant la Finlande après avoir conclu à la disparition des déséquilibres décelés l'année dernière, grâce (entre autres) aux mesures vigoureuses de restauration de la compétitivité auxquelles avait recouru le gouvernement de ce pays.

S'il est permis de constater que les pays ne présentant pas de déséquilibres sont plus nombreux en 2016, cela ne signifie pas pour autant qu'ils devraient cesser de s'employer à mettre en œuvre des réformes. La plupart des pays de la zone euro sont encore loin d'exceller en matière de politiques visant au bon fonctionnement des marchés du travail et des produits⁴⁴. En outre, d'après des travaux empiriques, il existe un lien étroit entre amélioration de la qualité des institutions et renforcement tant de la résilience aux chocs que de la croissance⁴⁵. Il est donc nécessaire que les réformes se poursuivent dans les pays concernés afin que leur résilience et leur compétitivité s'accroissent.

Bien que des déséquilibres excessifs aient été dépistés dans six pays, la Commission européenne ne propose pas à ce stade d'actionner la procédure concernant les déséquilibres excessifs (c'est-à-dire le volet correctif de la procédure). Depuis l'instauration de cette procédure, la BCE a estimé que les instruments de la PDM, notamment l'intégralité du volet correctif de la procédure, devraient être pleinement exploités vis-à-vis des pays présentant des déséquilibres excessifs. Les cinq présidents l'ont explicitement réclamé dans leur rapport 2015⁴⁶. Il est souhaitable de mettre ces instruments en œuvre non seulement pour améliorer les perspectives économiques du pays concerné, mais aussi pour contribuer à faciliter les processus d'ajustement économique au sein de la zone euro et à réduire les vulnérabilités touchant l'ensemble de celle-ci.

Bien qu'elle n'ait pas pour l'instant mis en route le volet correctif, la Commission a annoncé que trois des pays présentant des déséquilibres excessifs (l'Italie, Chypre et le Portugal) ont été invités à présenter des mesures particulièrement ambitieuses dans leurs programmes nationaux de réforme (qui doivent être soumis d'ici avril 2017). Au cas où ces programmes n'incluraient pas les mesures requises, la procédure concernant les déséquilibres excessifs pourrait être lancée au mois de mai. Pour chaque pays dont elle a jugé

⁴⁴ « Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

⁴⁵ Ibid.

⁴⁶ J.-C. Juncker *et al.*, *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, juin 2015.

qu'il présente un déséquilibre ou un déséquilibre excessif, la Commission mènera une mission spécifique de surveillance en rapport avec la gravité du déséquilibre.

Évaluation de la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2016

Dans l'ensemble, les mesures prises par les États membres de l'UE pour mettre en œuvre des réformes découlant des RPP pour 2016 sont insuffisantes (cf. tableau B). La Commission européenne a conclu que la mise en œuvre de l'écrasante majorité (plus de 90 %) des recommandations de réformes n'a enregistré que « certains » progrès ou des progrès « limités », tandis que seules deux RPP (sur 90 environ) ont été substantiellement mises en œuvre et qu'aucune ne l'a été pleinement. Cette faible dynamique des réformes forme un contraste frappant avec le constat selon lequel le nombre de pays présentant des déséquilibres excessifs n'a pas baissé. En dépit de leur plus grande vulnérabilité, les six pays recensés l'année dernière comme présentant des déséquilibres excessifs n'ont en moyenne – à l'exception de la France – pas atteint des taux de mise en œuvre significativement plus élevés que l'État membre moyen de l'UE. Ceci est particulièrement surprenant dans le cas du Portugal et de la Croatie, ces pays s'étant engagés à mettre en œuvre un ambitieux programme de réformes en 2016, en foi de quoi la Commission avait décidé de ne pas appliquer la PDE.

Tableau B

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

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
RPP 1*	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
RPP 2	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
RPP 3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
RPP 4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
RPP 5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
Catégorie PDM 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	

Source : Commission européenne.

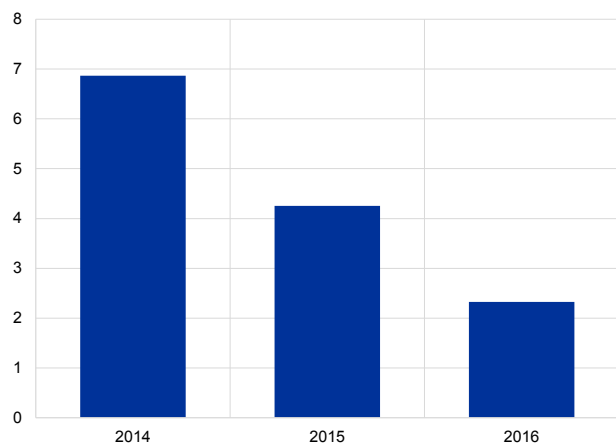
Notes : * L'évaluation de la RPP 1 ne tient pas compte du respect du Pacte de stabilité et de croissance, que la Commission évaluera au printemps de 2017.

Le Semestre européen de 2016 n'a pas inclus la Grèce (GR) car aucune RPP ne lui a été adressée, le pays étant engagé dans un programme d'ajustement économique. La mention « aucun progrès » signifie que l'État membre n'a ni annoncé ni adopté de façon crédible des mesures visant à donner suite aux RPP. Tombe également dans cette catégorie un État membre ayant chargé un groupe d'étude d'examiner des mesures potentielles. La mention « progrès limités » signifie que l'État membre a annoncé certaines mesures, mais que celles-ci ne permettent que dans une faible mesure de donner suite aux RPP et/ou a proposé des actes législatifs aux instances exécutives ou législatives mais qu'ils n'ont pas encore été adoptés et que des travaux non législatifs substantiels restent à effectuer pour que la RPP soit mise en œuvre et/ou a proposé des actes non législatifs mais sans suivi supplémentaire relatif à la mise en œuvre nécessaire pour satisfaire aux RPP. La mention « certains progrès » signifie que l'État membre a adopté des mesures donnant partiellement suite aux RPP et/ou a adopté des mesures donnant suite aux RPP, mais qu'il reste beaucoup à faire pour y parvenir complètement car seules quelques mesures ont été mises en œuvre. La mention « progrès substantiels » signifie que l'État membre a adopté des mesures contribuant dans une large mesure au suivi des RPP et ayant pour la plupart été mises en œuvre. La mention « pleinement suivie » signifie que l'État membre a mis en œuvre toutes les mesures nécessaires pour donner suite aux RPP de manière appropriée. La mention « non évaluée » s'applique à des cas où la RPP 1 concerne essentiellement ou exclusivement le Pacte de stabilité et de croissance (cf. ci-dessus). Pour les catégories de la PDM pour 2017, cf. tableau A.

Graphique B

Diminution de la proportion de RPP pleinement suivies ou dont la mise en œuvre a progressé de façon substantielle

(en pourcentages)



Source : Commission européenne.

Note : Le graphique illustre, pour chaque année, la proportion de RPP générales (par opposition à leurs composantes détaillées) qui ont été pleinement suivies ou dont la mise en œuvre a enregistré des progrès substantiels (pour des définitions précises des expressions « pleinement suivie » et « progrès substantiels », cf. les notes du tableau B).

Le bilan de la mise en œuvre des RPP au cours des trois dernières années montre que les efforts de réforme ont continué à se relâcher en dépit de la chute du nombre de RPP. L'année dernière, la

Commission concluait que la plupart des pays n'avaient fait que « certains » progrès ou des progrès « limités » dans la mise en œuvre des RPP pour 2015. Cette année, le nombre de cas où des progrès « substantiels » ont été accomplis ou de ceux où les RPP ont été « pleinement suivies » a même reculé (cf. tableau B). La décision prise par la Commission de réduire significativement le nombre de RPP en 2015 pour permettre aux États membres de se concentrer sur des priorités essentielles d'intérêt macroéconomique et social n'a pas suscité l'accentuation souhaitée des efforts de réforme.

Dans l'ensemble, les États membres ont proportionnellement mis en œuvre moins de recommandations sur les politiques du marché des produits que sur les politiques du marché du travail. Selon l'évaluation de la Commission, la mise en

œuvre de réformes sur le marché des produits a été particulièrement faible par rapport à celles réalisées dans d'autres domaines de politique (comme les réformes du marché du travail). Entre autres RPP liées au marché des produits, les États membres sont appelés à (a) réduire les entraves à l'implantation de nouvelles entreprises dans les industries de réseau (énergie, transport, communications, etc.), (b) libéraliser les professions protégées et (c) améliorer leurs cadres réglementaires afin de favoriser la concurrence. Il est essentiel de progresser dans tous ces domaines pour gonfler la croissance de la productivité et encourager l'investissement.

Tous les instruments disponibles dans le cadre de la PDM, y compris son volet correctif, doivent être utilisés de manière complète et efficace pour accélérer le rythme des réformes. Le nouveau ralentissement observé dans la mise en œuvre des réformes va nettement à l'encontre tant de la nécessité de remédier aux vulnérabilités majeures qui subsistent dans de nombreux pays de la zone euro que du besoin d'accroître la résilience. Les piètres antécédents que des pays enregistrent à cet égard suggèrent que les engagements politiques pris par les États membres dans leurs programmes nationaux de réforme et les appels répétés de la Commission à prendre des mesures décisives ne suffisent pas à apporter la preuve des réformes, ni à les exécuter. Les instruments disponibles dans le cadre du volet correctif de la PDM sont bien adaptés pour intensifier les efforts de réforme et ainsi augmenter la résilience des pays, tout en améliorant le fonctionnement de l'Union économique et monétaire.

Articles

1 L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant – une perspective mondiale

La participation aux chaînes de valeur mondiales (CVM) peut améliorer la compétitivité d'une économie et, donc, son solde courant. Plus spécifiquement, la compétitivité d'une économie peut augmenter sous l'effet d'une substitution des biens intermédiaires importés aux biens intermédiaires produits sur le territoire national. Ce gain de compétitivité soutient les exportations de ladite économie et accroît son revenu. S'il est prévu que d'autres économies finiront par rattraper leur retard en termes de compétitivité en participant également à des CVM, l'avantage concurrentiel de l'économie concernée – et donc la hausse de son revenu – n'est que temporaire. En conséquence, une partie de ce gain sera converti en épargne, ce qui fera augmenter le solde courant. Le présent article fournit des données empiriques qui semblent indiquer qu'une plus grande participation aux CVM par rapport au reste du monde a un impact positif sur le solde courant d'une économie. Selon les résultats issus de modèles de régression de forme réduite très répandus, relatifs au compte courant, les économies qui participent davantage que leurs partenaires commerciaux aux CVM sont également celles qui affichent les excédents courants les plus élevés ou les déficits courants les plus faibles. Les différences en termes de degré de participation des différents pays aux CVM expliquent une part substantielle des excédents courants enregistrés au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale.

1 Introduction

La persistance de déséquilibres importants a été un trait saillant de l'économie mondiale au cours des dernières décennies. En effet, les années qui ont précédé la crise financière mondiale ont été marquées par d'importants excédents courants dans les économies de marché émergentes, les pays exportateurs de matières premières et certaines économies avancées, avec pour contrepartie des déficits dans d'autres économies, en particulier aux États-Unis. Plusieurs études ont montré que ces déséquilibres mondiaux pouvaient s'expliquer en partie par les écarts de développement des marchés financiers entre les différentes économies, en particulier par le faible degré de développement financier des économies de marché émergentes affichant un excédent ⁴⁷. Pourtant, le débat concernant les facteurs à

⁴⁷ Cf., par exemple, Bermanke (B.S.), « *The global saving glut and the U.S. current account deficit* », discours prononcé à l'occasion de la conférence Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2005 ; Caballero (R.), Farhi (E.) et Gourinchas (P.-O.), « *An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates* », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, 2008, p. 358-393 ; ou Mendoza (E.G.), Quadrini (V.) et Ríos-Rull (J.-V.), « *Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances* », *Journal of Political Economy*, vol. 117, n° 3, 2009, p. 371-416.

l'origine de la persistance d'un niveau élevé d'excédent courant dans plusieurs économies avancées n'est toujours pas clos. Il est primordial pour les universitaires et les autorités publiques de comprendre les facteurs déterminant les déséquilibres externes, ces facteurs jouant un rôle important dans la transmission transfrontière des chocs et des politiques domestiques, dans un monde de plus en plus intégré.

Le développement des CVM a été une autre caractéristique notable de l'économie mondiale au cours des dernières décennies. Plusieurs facteurs ont favorisé la dispersion croissante des étapes de production entre les pays. Avec la baisse des coûts de transport dans un contexte d'importants écarts de salaires entre les économies avancées et les économies de marché émergentes, l'internationalisation des chaînes d'approvisionnement est devenue rentable. En outre, les avancées technologiques dans le domaine de l'information et de la communication ont permis que la coordination complexe des processus de production soit effectuée à distance⁴⁸. Un autre facteur a été l'adoption de politiques de libéralisation des échanges commerciaux au cours des dernières décennies.

La fragmentation des chaînes de production entre les pays a entraîné une hausse régulière de la part des biens intermédiaires dans les échanges commerciaux. Cette évolution s'est poursuivie au moins jusqu'au début de la crise financière mondiale. Les échanges commerciaux de biens et de services intermédiaires représentent aujourd'hui une part très importante de l'ensemble des flux commerciaux de biens et de services⁴⁹. La dispersion régionale des activités de recherche et développement, de fabrication et d'assemblage des composants de l'iPod et de ses circuits de vente et de distribution sur les marchés locaux est un exemple bien connu de fragmentation de la production⁵⁰.

Les CVM peuvent avoir des effets sur un large éventail de résultats économiques. Plusieurs études ont mis en évidence les effets des CVM en démontrant la fragmentation accrue de la production au-delà des frontières. À partir de tableaux d'entrées-sorties nouvellement développés, ces études ont élaboré des cadres permettant de mesurer les échanges commerciaux en valeur ajoutée ainsi que l'intégration des économies et des différents secteurs dans les CVM⁵¹. En s'appuyant sur ces informations, d'autres études se sont penchées sur les

⁴⁸ Cf., par exemple, Elms (D.) et Low (P.) (eds.), « *Global value chains in a changing world* », secrétariat de l'OMC, 2013 ; Baldwin (R.), « *Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going* », dans Elms (D.) et Low (P.) (eds.), « *Global value chains in a changing world* », secrétariat de l'OMC, 2013, p. 13-59 ; et Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), *Rapport sur l'investissement dans le monde 2013* – « Les chaînes de valeur mondiales : l'investissement et le commerce au service du développement », 2013.

⁴⁹ D'après une estimation, les biens et services intermédiaires représentent, respectivement, 56 % et 73 % du total des flux commerciaux ; cf. Miroudot (S.), Lanz (R.) et Ragoussis (A.), « *Trade in Intermediate Goods and Services* », *OECD Trade Policy Papers* 93, OECD Publishing, 2009.

⁵⁰ Cf. Dedrick (J.), Kraemer (K.) et Linden (G.), « *Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A Study of the iPod and Notebook PCs* », *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, n° 1, 2010, p. 81-116.

⁵¹ Cf., par exemple, Hummels (D.), Ishii (J.) et Yi (K.-M.), « *The nature and growth of vertical specialization in world trade* », *Journal of International Economics*, vol. 54, n° 1, 2001, p. 75-96 ; Treffer (D.) et Zhu (S.C.), « *The structure of factor content predictions* », *Journal of International Economics*, vol. 82, n° 2, novembre 2010, p. 195-207 ; Johnson (R.C.) et Noguera (G.), « *Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added* », *Journal of International Economics*, vol. 86, n° 2, 2012, p. 224-236 ; ou Koopman (R.), Wang (Z.) et Wei (S.-J.), « *Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports* », *American Economic Review*, vol. 104, n° 2, 2014, p. 459-494.

implications économiques des CVM. Par exemple, on constate que la participation aux CVM stimule la croissance⁵², accentue les répercussions transfrontières de la politique monétaire⁵³ et rend plus inégale la distribution du revenu dans l'économie.

Le présent article examine, en se plaçant dans une perspective mondiale, le rôle des CVM dans le solde du compte des transactions courantes⁵⁴. Il

présente des données empiriques indiquant que les économies dont la participation aux CVM est plus importante que d'autres affichent un excédent courant plus élevé ou un déficit courant plus faible. Les informations indiquent également que l'impact de la participation aux CVM sur le solde du compte courant est économiquement significatif. Par exemple, un quart environ de l'important déficit courant enregistré par les États-Unis durant la période précédant la crise financière mondiale, qu'aucune autre donnée fondamentale n'est en mesure de justifier, peut s'expliquer par la participation *relative* limitée du pays aux CVM.

La conclusion selon laquelle la participation aux CVM améliore le solde du compte courant d'une économie a des conséquences importantes du point de vue de la politique économique. En particulier, elle implique que des écarts

persistants par rapport à un compte courant en équilibre ne reflètent pas, comme on le dit souvent, des distorsions sur le plan domestique mais optimisent en fait le niveau de bien-être dans un contexte de différences de compétitivité entre les pays. Par conséquent, les politiques destinées à réduire les déséquilibres mondiaux doivent privilégier les mesures facilitant la participation aux CVM. Par exemple, l'adoption de politiques facilitant l'innovation et réduisant les barrières protectionnistes peut contribuer à améliorer la compétitivité d'une économie en favorisant sa participation aux CVM ; de la même manière, les initiatives multilatérales ayant pour objet la libéralisation commerciale et financière peuvent également réduire les déséquilibres externes d'une économie en favorisant la participation aux CVM.

L'article est structuré comme suit : la section 2 décrit l'évolution des déséquilibres mondiaux et de la participation aux CVM au cours des dernières décennies ; la section 3 examine le mécanisme par lequel la participation aux CVM peut influencer sur le solde courant d'une économie ; la section 4 fournit les résultats d'une analyse de données par pays qui met en évidence la pertinence empirique, du point de vue du compte courant, de la participation aux CVM ; et la section 5 apporte des éléments de conclusion.

⁵² Cf. Saito (M.), Ruta (M.) et Turunen (J.), « *Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains* », *IMF Policy Paper*, août 2013.

⁵³ Cf. Georgiadis (G.), « *Determinants of global spillovers from US monetary policy* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, 2016, p. 41-61.

⁵⁴ Le présent article n'étudie pas l'impact de la participation aux CVM sur les soldes de comptes courants de la zone euro.

2 L'évolution des déséquilibres mondiaux et de la participation aux CVM

2.1 Les déséquilibres des comptes courants à l'échelle mondiale

La période précédant la crise financière mondiale a été caractérisée par une accumulation d'importants déséquilibres externes (cf. graphique 1). Tandis que les États-Unis ont enregistré d'importants déficits courants, la Chine, le Japon et les économies exportatrices de pétrole dégageaient d'importants excédents. À cette époque, l'idée selon laquelle la résorption – éventuellement rapide – de ces déséquilibres risquait en définitive de déclencher une crise faisait l'unanimité⁵⁵. Le Fonds monétaire international (FMI) a préconisé, à plusieurs reprises, des mesures destinées à faciliter une résorption sans heurt dans le cadre d'un processus multilatéral de consultation⁵⁶.

La crise financière mondiale a été suivie d'un processus de rééquilibrage.

Entre 2007 et 2015, les excédents et les déficits ont fortement diminué. Concernant les économies du G20, le solde moyen du compte courant, en termes absolus, est revenu de 4,7 % du PIB en 2007 à 3,9 % en 2015 ; en valeur pondérée du PIB, il est revenu de 3,6 % à 2,6 %, les économies de plus grande taille connaissant un rééquilibrage plus important. La crise financière mondiale, qui a été déclenchée par d'autres facteurs, a donc précédé la résorption des déséquilibres mondiaux. S'il est difficile de décomposer le solde du compte courant en composantes structurelles et composantes cycliques, les données montrent que ces deux catégories ont contribué au rééquilibrage après la crise financière mondiale⁵⁷.

⁵⁵ Cf. Catão (L.A.) et Milesi-Ferretti (G.M.), « *External Liabilities and Crises* », *IMF Working Paper* WP/13/113, mai 2013.

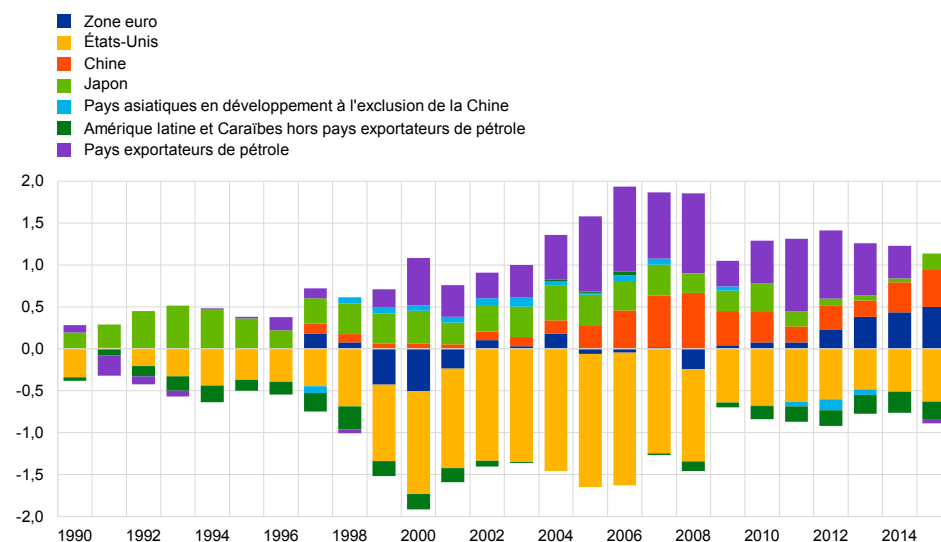
⁵⁶ FMI, « *Imbalances and Growth: Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process* », septembre 2013.

⁵⁷ FMI, « *2013 Pilot External Sector Report* », *IMF Policy Paper*, août 2013.

Graphique 1

Évolution du solde du compte courant au niveau mondial

(en pourcentage du PIB mondial)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

Les ajustements constatés dans les principales économies en excédent et en déficit ont fortement contribué à la réduction des déséquilibres mondiaux.

Par exemple, le déficit courant des États-Unis est revenu de 1,6 % du PIB mondial en 2006 à 0,6 % en 2015. En Chine, l'excédent courant est tombé de 0,6 % du PIB mondial en 2007 à 0,3 % environ, en moyenne, entre 2009 et 2015. Au Japon, l'excédent courant persistant de l'ordre de 0,3 % du PIB mondial entre 2005 et 2010 a presque disparu par la suite, en partie en raison de la modification de l'environnement de la politique économique due à l'arrêt temporaire de la production d'énergie nucléaire et aux effets des politiques « *Abenomics* » introduites en 2012.

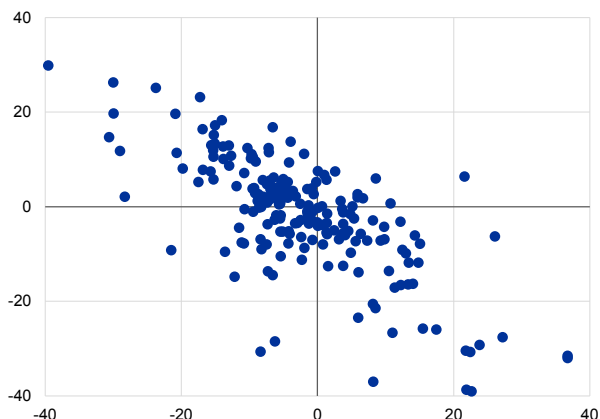
Le rééquilibrage a été un phénomène mondial concernant à la fois les économies avancées et les économies de marché émergentes.

C'est ce que fait apparaître la relation entre le solde du compte courant des pays examinés dans les Perspectives de l'économie mondiale du FMI en 2007 et la variation de ce solde entre 2007 et 2015 (cf. graphique 2). Les économies dont le solde était positif au début de la crise financière mondiale ont généralement enregistré une détérioration de ce solde entre 2007 et 2015, alors que ceux dont le solde était négatif ont connu une amélioration.

Graphique 2

Soldes du compte courant en 2007 et variations entre 2007 et 2015

(en pourcentage du PIB ; axe des abscisses : solde du compte courant 2007 ; axe des ordonnées : variations du solde, 2007-2015)

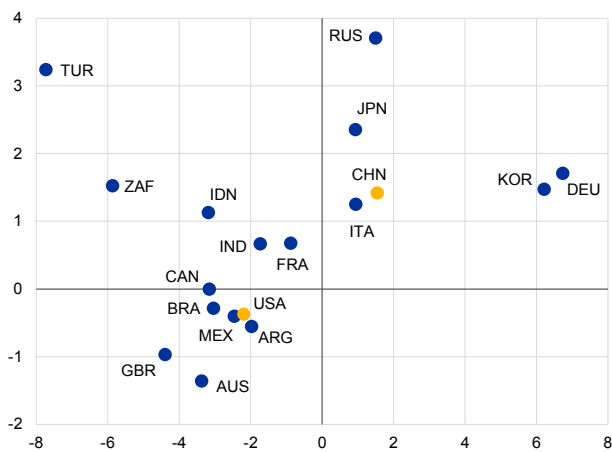


Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

Graphique 4

Soldes du compte courant en 2013 et variations entre 2013 et 2015 dans les économies du G20

(en pourcentage du PIB ; axe des abscisses : solde du compte courant 2013 ; axe des ordonnées : variations du solde, 2013-2015)



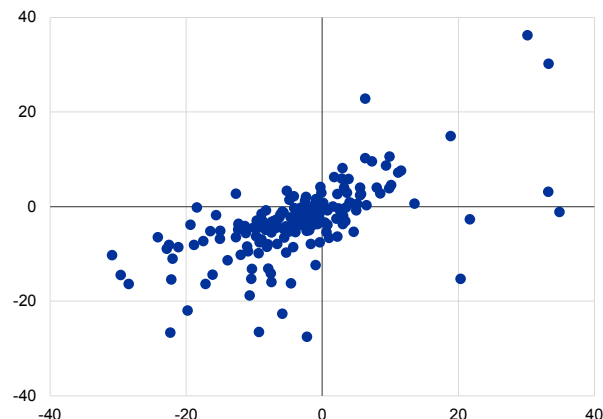
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

compte courant en 2013 et la variation de ces soldes entre 2013 et 2015 (cf. graphique 4). En dépit de la récente hausse des excédents et des déficits du compte courant de ces économies, les déséquilibres mondiaux sont demeurés globalement stables en raison de la chute des prix du pétrole et de la baisse des excédents courants des économies exportatrices de pétrole qui lui est associée.

Graphique 3

Soldes du compte courant pour les périodes 1990-2005 et 2008-2015

(en pourcentage du PIB ; axe des abscisses : solde du compte courant 1990-2005 ; axe des ordonnées : variations du solde, 2008-2015)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

En dépit de la réduction des déséquilibres mondiaux dans les différentes économies, la constellation des excédents et des déficits courants est demeurée globalement inchangée. Le

graphique 3 montre que la majorité des économies affichant un excédent (déficit) courant au cours de la période 1990-2005 sont demeurées en excédent (déficit) après 2008.

Plus récemment, les déséquilibres du compte courant de plusieurs économies se sont de nouveau creusés, en particulier dans certaines économies d'importance systémique. Après 2013, le déficit courant des États-Unis a augmenté pour ressortir à 2,6 % du PIB, l'excédent de la Chine est passé à 3 % et celui du Japon à 3,3 %. Le processus de rééquilibrage semble s'être interrompu dans les économies du G20, d'une manière générale, car on constate une corrélation positive entre les soldes du

2.2 La participation aux CVM

La participation aux CVM est difficile à mesurer. La « participation en amont » d'une économie, c'est-à-dire la teneur en importations des exportations qu'elle produit, peut être mesurée par le ratio de la valeur ajoutée domestique dans ses exportations brutes, ou ratio « VAX »⁵⁸. Une faible valeur du ratio VAX indique qu'une part importante des exportations brutes de l'économie reflète la valeur ajoutée des intrants étrangers. Là encore, la production de l'iPod est un bon exemple pour illustrer la participation en amont : si l'iPod est exporté de Chine, la valeur ajoutée effectivement apportée par ce pays est cependant très limitée, consistant essentiellement en des services d'assemblage faiblement qualifiés. L'essentiel de la valeur est produite par des entreprises aux États-Unis, au Japon, en Corée du Sud et à Taïwan, qui livrent des consommations intermédiaires sophistiquées⁵⁹. La Chine affiche donc un faible ratio VAX s'agissant de l'iPod et, d'après cette mesure de la participation, une forte participation en amont de la CVM de l'iPod. Une autre mesure de la participation en amont peut être calculée comme le ratio des consommations intermédiaires brutes d'une économie rapportées à sa production totale brute, établi à partir des données de la base WIOD (*World Input-Output Database*)⁶⁰. L'encadré 1 présente la mesure de la participation en amont établie à partir de la base de données WIOD.

La participation aux CVM a fortement augmenté depuis les années soixante-dix. Les données historiques font apparaître une baisse tendancielle du ratio VAX (cf. graphique 5). Ainsi, une part de plus en plus importante des exportations brutes d'une économie correspond à la valeur ajoutée importée, c'est-à-dire aux consommations intermédiaires importées qui sont utilisées dans la production des exportations. La participation aux CVM a également augmenté lorsqu'elle est mesurée par le ratio établi à partir de la base de données WIOD (cf. graphique 6).

La plus forte participation aux CVM est un phénomène mondial. La moyenne de la participation en amont des différents pays a augmenté parallèlement à sa dispersion, mesurée par l'écart type (cf. tableau 1). Cela tend à indiquer que la hausse de la participation en amont au cours de cette période a été répartie de façon relativement uniforme sur l'ensemble des économies, et cohérente avec l'augmentation limitée de la fourchette entre les valeurs minimale et maximale de cette participation.

⁵⁸ Cf. Johnson (R.C.) et Noguera (G.), « *A Portrait of Trade in Value Added over Four Decades* », *Review of Economics and Statistics*, 2016.

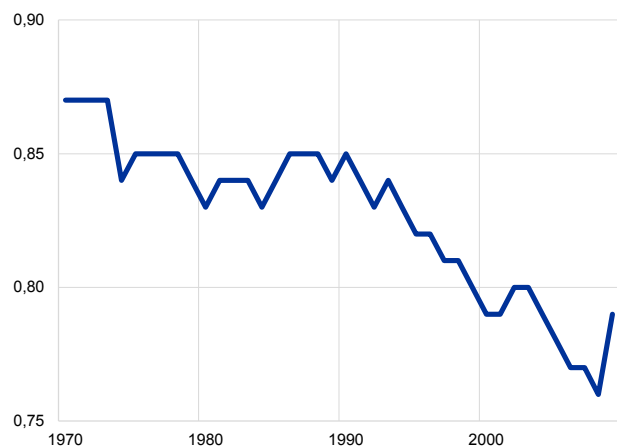
⁵⁹ Cf. Dedrick *et al.*, *op. cit.*

⁶⁰ Cf. Timmer (M.P.), Dietzenbacher (E.), Los (B.), Stehrer (R.) et de Vries (G.), « *An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production* », *Review of International Economics*, vol. 23, n° 3, 2015, p. 575-605 ; et Timmer (M.P.), Los (B.), Stehrer (R.) et de Vries (G.J.), « *An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release* », *Groningen Growth and Development Centre research memorandum 162*, 2016.

Graphique 5

Évolution du ratio VAX mondial

(ratio valeur ajoutée domestique/exportations brutes)

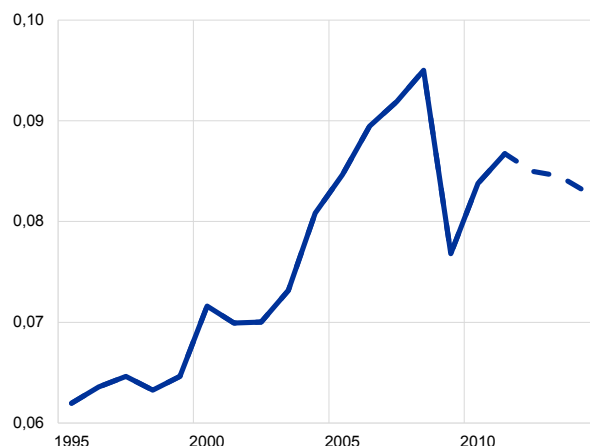


Source : Johnson (R.C.) et Noguera (G.) (cf. note de bas de page n° 12).

Graphique 6

Évolution de la participation en amont à l'échelle mondiale

(ratio consommations intermédiaires importées brutes/production totale brute)



Sources : WIOD et calculs de la BCE.

Note : La ligne continue représente les données tirées de la version 2013 de la base WIOD, et la ligne en pointillés celles de la version 2016.

Très récemment, au lendemain de la crise financière mondiale, les mesures de la participation en amont ont indiqué un ralentissement dans le développement des CVM ⁶¹. La stabilisation du développement des CVM étant géographiquement répandue, il est peu probable que les causes du ralentissement soient spécifiques à un pays ou à une région. Parmi les explications possibles avancées figurent la réduction de la longueur des chaînes d'approvisionnement des entreprises afin d'améliorer la gestion des risques (par exemple, en réponse au séisme qui a frappé le Japon en 2011), l'adoption d'exigences locales de contenu et autres mesures réglementaires, ainsi qu'une modification de la composition de la demande ⁶².

Tableau 1

Statistiques descriptives de la participation en amont en 2000 et en 2014

(ratio consommations intermédiaires importées brutes/production totale brute)

	Observations	Moyenne	Écart type	Minimum	Maximum
2000	44	0,12	0,06	0,03	0,35
2014	44	0,15	0,08	0,04	0,42

Sources : WIOD et calculs de la BCE.

⁶¹ Cf. également BCE, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, 2016 ; Timmer (M.), Los (B.), de Vries (G.) et Stehrer (R.), « *Peak trade? An anatomy of the recent global trade slowdown* », Groningen Growth and Development Centre, 2016.

⁶² Cf. également FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2016.

Encadré 1

Mesurer la participation aux CVM à partir des tableaux internationaux d'entrées-sorties

Le présent encadré utilise la base de données WIOD pour construire des mesures de la participation des économies aux CVM. Dans ses deux versions, la base de données WIOD contient des tableaux d'entrées-sorties établis tous les ans pour un grand nombre de pays et de secteurs. La version 2013 couvre la période 1995-2011 et la version 2016, celle allant de 2000 à 2014. Malheureusement, les deux versions de la base de données WIOD ne sont pas homogènes du point de vue de la couverture des pays et des secteurs. Par exemple, la version 2013 regroupe 35 secteurs de 40 pays, contre 56 secteurs et 43 pays pour celle de 2016. En outre, les deux versions comportent un bloc de pays défini comme « le reste du monde ». Il est donc impossible, pour de nombreuses raisons, de combiner les données des deux versions de la base WIOD afin de construire des mesures continues de la participation aux CVM pour l'intégralité de la période 1995-2014. Le présent article utilise l'évolution de la mesure de la participation en amont aux CVM pour la période 2011-2014 tirée de la version 2016 de la base de données afin d'extrapoler, pour la période postérieure à 2011, les valeurs des mesures construites à l'aide de la version 2013.

Divers concepts et mesures ont été proposés afin d'évaluer les échanges commerciaux en valeur ajoutée et la participation aux CVM sur la base des tableaux internationaux d'entrées-sorties⁶³. Cet article présente une mesure simple de la participation aux CVM établie à partir des données de la base WIOD : la « participation en amont » reflète la position d'un pays en amont de la chaîne de production, et se définit comme le ratio des consommations intermédiaires importées d'une économie par rapport à sa production totale brute.

L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a élaboré et mis en place un autre cadre pour la mesure des échanges commerciaux en valeur ajoutée⁶⁴. Dans ce cadre, l'OCDE définit la participation en amont comme la « valeur ajoutée étrangère »⁶⁵. Cet indicateur est construit à partir de la base de données TiVA (*Trade in Value Added database*) de l'OCDE–Organisation mondiale du commerce (OMC), qui couvre 61 pays et 34 secteurs pour 1995, 2000, 2005, 2008 et 2011. La corrélation entre la mesure de la participation en amont utilisée dans cet article et la mesure de la valeur ajoutée étrangère selon la définition de l'OCDE est de 0,94. La corrélation entre le ratio VAX et la mesure de la participation en amont utilisée dans cet article est de 0,97.

3 L'incidence de la participation aux CVM sur le compte de transactions courantes

La participation aux CVM peut conférer à une économie un avantage concurrentiel temporaire qui entraîne une hausse de son solde des transactions courantes (afin de lisser la consommation dans le temps). Cela peut être le cas lorsque les biens intermédiaires domestiques et importés sont

⁶³ Cf., par exemple, Hummels *et al.*, *op. cit.* ; Johnson (R.C.) et Noguera (G.), *op. cit.* ; Koopman *et al.*, *op. cit.* ; ou OCDE, *TIVA 2015 indicators – definitions*, 2015.

⁶⁴ Cf. OCDE–OMC « *Trade in Value-Added: Concepts, Methodologies and Challenges*, 2012.

⁶⁵ OCDE 2015, *op. cit.*

substituables dans la production et lorsque l'économie subit un choc réduisant le coût des intrants importés par rapport à ceux qui sont produits au niveau national ; ce choc peut refléter l'adoption de politiques libéralisant les flux d'échanges et de capitaux ou des progrès des technologies de l'information et de la communication, qui ont été identifiées dans la littérature comme les facteurs à l'origine de la progression de la participation aux CVM. En substituant des biens intermédiaires importés moins chers que ceux produits au niveau domestique, les entreprises nationales participent aux CVM et, dans le même temps, réalisent des gains de compétitivité par rapport aux exportateurs du reste du monde. Par conséquent, le solde commercial de l'économie s'améliore, grâce à la hausse de ses exportations⁶⁶. Logiquement, les économies étrangères adoptant également, peut-être avec un certain décalage, des politiques libéralisant les flux d'échanges et de capitaux et exploitant les progrès des technologies de l'information et de la communication, le gain de compétitivité des exportateurs domestiques est perçu comme étant de nature seulement temporaire. Par conséquent, afin de lisser la consommation dans le temps, une partie du gain de revenu de l'économie domestique sera converti en épargne, améliorant ainsi le solde des transactions courantes⁶⁷. Un élément clé de ce mécanisme supposé est que la participation aux CVM (par la substitution de biens intermédiaires importés à des intrants produits au niveau domestique) accroît l'efficacité de la production dans l'économie nationale. L'encadré 2 analyse les preuves empiriques de l'effet de la participation aux CVM sur la productivité. En outre, il est essentiel de noter que le gain de compétitivité obtenu par cette substitution est seulement temporaire. Si l'avantage concurrentiel est permanent, ou perçu comme tel, le solde des transactions courantes devrait se détériorer à mesure que la consommation, et par conséquent les importations, augmente en proportion du revenu permanent.

Encadré 2

Preuves empiriques de l'effet de la participation aux CVM sur la productivité

La participation aux CVM affecte la productivité au niveau des entreprises, notamment parce qu'elle leur permet de profiter des gains de spécialisation⁶⁸. Les études qui explorent ce lien en utilisant des données au niveau sectoriel tendent à conclure que l'externalisation affecte la productivité de façon positive. C'est ainsi que Amiti et Wei⁶⁹ examinent les effets de l'externalisation sur la productivité dans les industries manufacturières américaines et concluent que l'externalisation des services a un effet positif, de même que, dans une moindre mesure, celle des fabrications.

⁶⁶ En théorie, la hausse des importations de biens intermédiaires pourrait également entraîner une dégradation du solde commercial de l'économie. Cependant, dans un modèle structurel standard d'économie ouverte en équilibre général, la hausse des exportations est supérieure à celle des biens intermédiaires importés : cf. Brumm (J.), Georgiadis (G.), Gräß (J.) et Trottnner (F.), [Global value chain participation and current account imbalances](#), 2015.

⁶⁷ Pour une analyse de ce mécanisme dans un modèle structurel d'équilibre général, cf. Brumm *et al.*, *op.cit.*

⁶⁸ Pour une enquête, cf. Amador (J.) et Cabral (S.), « *Global Value Chains: Surveying Drivers, Measures and Impacts* », *Banco de Portugal Working Paper*, n° 3/2014, 2014.

⁶⁹ Cf. Amiti (M.) et Wei (S.-J.), « *Service Offshoring and Productivity: Evidence from the US* », *The World Economy*, vol. 32, n° 2, 2009, p. 203-220.

Winkler⁷⁰ obtient des résultats semblables pour l'Allemagne en utilisant des données entrées/sorties pour 1995-2006. Crinò⁷¹ utilise des données comparables pour neuf pays européens et conclut que l'externalisation des services entraîne un effet positif et économiquement important sur la productivité domestique. Egger et Egger⁷² analysent la façon dont l'externalisation affecte la productivité des salariés faiblement qualifiés employés dans le secteur manufacturier de l'UE. Ils concluent à un effet négatif à court terme, qui devient toutefois positif à long terme. Schwörer⁷³ combine des données sectorielles sur l'externalisation provenant du WIOD avec des données au niveau des entreprises pour neuf pays européens entre 1995 et 2008. Cette étude montre que l'externalisation de services et d'activités périphériques de fabrication contribuait à accroître la productivité ; cependant, elle n'a constaté aucun effet significatif pour l'externalisation des activités principales de fabrication. Schwörer constate également des gains de productivité supplémentaires pour les entreprises multinationales.

D'autres études ont utilisé des données au niveau des entreprises. Görg et Hanley⁷⁴ examinent l'effet de l'externalisation internationale sur la productivité au niveau de l'entreprise dans l'industrie électronique en Irlande. Ils concluent à l'augmentation de cette productivité, mais seulement pour les entreprises ayant de faibles intensités à l'exportation. Lorsqu'ils distinguent l'externalisation des services de celle des produits, leur conclusion est que l'impact positif sur la productivité est limité à l'externalisation des produits. Görg et al.⁷⁵ étudient l'impact de l'externalisation internationale sur la productivité en utilisant des données par entreprise pour l'industrie irlandaise et concluent qu'une intégration accrue dans les marchés internationaux entraîne des gains de productivité plus importants. McCann⁷⁶ conclue également qu'une augmentation de l'intensité de l'externalisation entraîne des gains de productivité pour les entreprises étrangères et pour les exportateurs étrangers en Irlande. En revanche, l'externalisation est très importante pour les entreprises irlandaises non exportatrices, mais les hausses de productivité sont beaucoup plus faibles pour les exportateurs et les filiales étrangères. En utilisant les données d'entreprises japonaises, Ito et al.⁷⁷ constatent des gains de productivité pour les entreprises qui externalisent à la fois les tâches manufacturières et celles liées aux services, mais pas pour les entreprises qui externalisent seulement les unes ou les autres. Hijzen et al.⁷⁸ utilisent également des données au niveau des entreprises pour les industries manufacturières japonaises et concluent que la délocalisation intra-entreprise produit généralement un effet positif sur la productivité de l'entreprise, tandis que la

⁷⁰ Cf. Winkler (D.), « *Services Offshoring and its Impact on Productivity and Employment: Evidence from Germany* », *The World Economy*, vol. 33, n° 12, 2010, p. 1672-1701.

⁷¹ Cf. Crinò (R.), « *Service Offshoring and Productivity in Western Europe* », *Economics Bulletin*, vol. 6, n° 35, 2008, p. 1-8.

⁷² Cf. Egger (H.) et Egger (P.), « *International Outsourcing and the Productivity of Low-Skilled Labor in the EU* », *Economic Inquiry*, vol. 44, n° 1, 2006, p. 98-108.

⁷³ Cf. Schwörer (T.), « *Offshoring, domestic outsourcing and productivity: Evidence for a number of European Countries* », *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, vol. 149, n° 1, 2013, p. 131-149.

⁷⁴ Cf. Görg (H.) et Hanley (A.), « *International Outsourcing and Productivity: Evidence from the Irish Electronics Industry* », *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 16, n° 2, 2005, p. 255-269.

⁷⁵ Cf. Görg (H.), Hanley (A.) et Strobl (E.), « *Productivity Effects of International Outsourcing: Evidence from Plant-level Data* », *Canadian Journal of Economics*, vol. 41, n° 2, 2008, p. 670-688.

⁷⁶ Cf. McCann (F.), « *The heterogeneous effect of international outsourcing on firm productivity* », *Working Papers 2010-06, CEPII Research Center*, 2010.

⁷⁷ Cf. Ito (B.), Tomiura (E.) et Wakasugi (R.), « *Offshore Outsourcing and Productivity: Evidence from Japanese Firm-level Data Disaggregated by Tasks* », *Review of International Economics*, vol. 19, n° 3, 2011, p. 555-567.

⁷⁸ Cf. Hijzen (A.), Inui (T.) et Todo (Y.), « *Does Offshoring Pay? Firm-Level Evidence From Japan* », *Economic Inquiry*, vol. 48, n° 4, 2010, p. 880-895.

délocalisation sans lien de dépendance n'en produit pas. Kasahara et Rodrigue ⁷⁹ démontrent l'impact positif des intrants importés sur la productivité des industries manufacturières chiliennes. Morrison Paul et Yasar ⁸⁰ concluent que la hausse de la part des matériaux importés et des intrants sous-traités est associée à une productivité plus élevée pour les industries manufacturières turques du textile et de l'habillement. Les résultats de Fariñas et Martín Marcos ⁸¹ suggèrent que l'externalisation étrangère a un impact positif sur la croissance de la productivité totale des facteurs au niveau des entreprises pour un échantillon d'entreprises manufacturières espagnoles. Jabbour ⁸² trouve des effets positifs de la délocalisation sur la productivité et la rentabilité des entreprises manufacturières françaises, mais seulement dans le cas de l'externalisation internationale vers des pays en développement. Enfin, pour l'Allemagne, Wagner ⁸³ démontre un effet positif de la délocalisation sur la productivité au niveau de l'entreprise, bien que cet effet soit faible.

⁷⁹ Cf. Kasahara (H.) et Rodrigue (J.), « *Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant-level evidence* », *Journal of Development Economics*, vol. 87, n° 1, 2008, p. 106-118.

⁸⁰ Cf. Morrison Paul (C.) et Yasar (M.), « *Outsourcing, Productivity, and Input Composition at the Plant Level* », *Canadian Journal of Economics*, vol. 42, n°2, 2009, p. 422-439.

⁸¹ Cf. Fariñas (J.C.) et Martín-Marcos (A.), « *Foreign Sourcing and Productivity: Evidence at the Firm Level* », *World Economy*, vol. 33, n° 3, 2010, p. 482-506.

⁸² Cf. Jabbour (L.), « *Offshoring and Firm Performance: Evidence from French Manufacturing Industry* », *World Economy*, vol. 33, n° 3, 2010, p. 507-524.

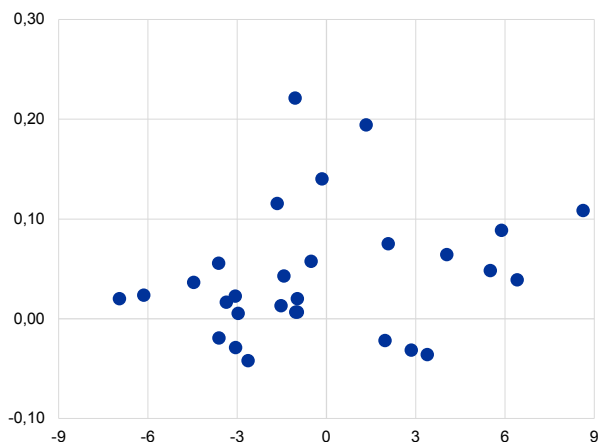
⁸³ Cf. Wagner (J.), « *Offshoring and Firm Performance: Self-selection, Effects on Performance, or Both?* », *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, vol. 147, n° 2, juin 2011, p. 217-247.

4 Preuves empiriques de l'effet de la participation aux CVM sur les soldes des transactions courantes

Graphique 7

Soldes des transactions courantes des économies et participation en amont par rapport au reste du monde

(axe des abscisses : solde des transactions courantes en pourcentage du PIB ;
axe des ordonnées : participation en amont)



Source : WIOD et calculs de la BCE.

Note : Chaque point correspond à la participation en amont moyenne de l'échantillon d'un pays et à son solde des transactions courantes par rapport au reste du monde.

La participation aux CVM et les soldes des transactions courantes sont corrélés de façon positive.

Conformément au mécanisme étudié dans la section précédente, la corrélation inconditionnelle observée dans les différents pays entre les soldes des transactions courantes et la participation en amont des économies par rapport au reste du monde est positive, tout en n'étant pas sensiblement éloignée de zéro sur le plan statistique (cf. graphique 7). En outre, pour les économies étudiées caractérisées par des déséquilibres importants et persistants des comptes courants, il existe une corrélation remarquable dans le temps entre la participation en amont par rapport au reste du monde et le solde des transactions courantes (cf. graphique 8)⁸⁴. C'est ainsi que, pour les États-Unis, l'augmentation et la diminution du déficit des transactions courantes au cours des deux décennies écoulées se sont accompagnées d'un recul comparable et d'une hausse ultérieure de la participation en amont du pays par rapport au reste du monde. De la même façon, pour l'Allemagne et la Chine, il existe une

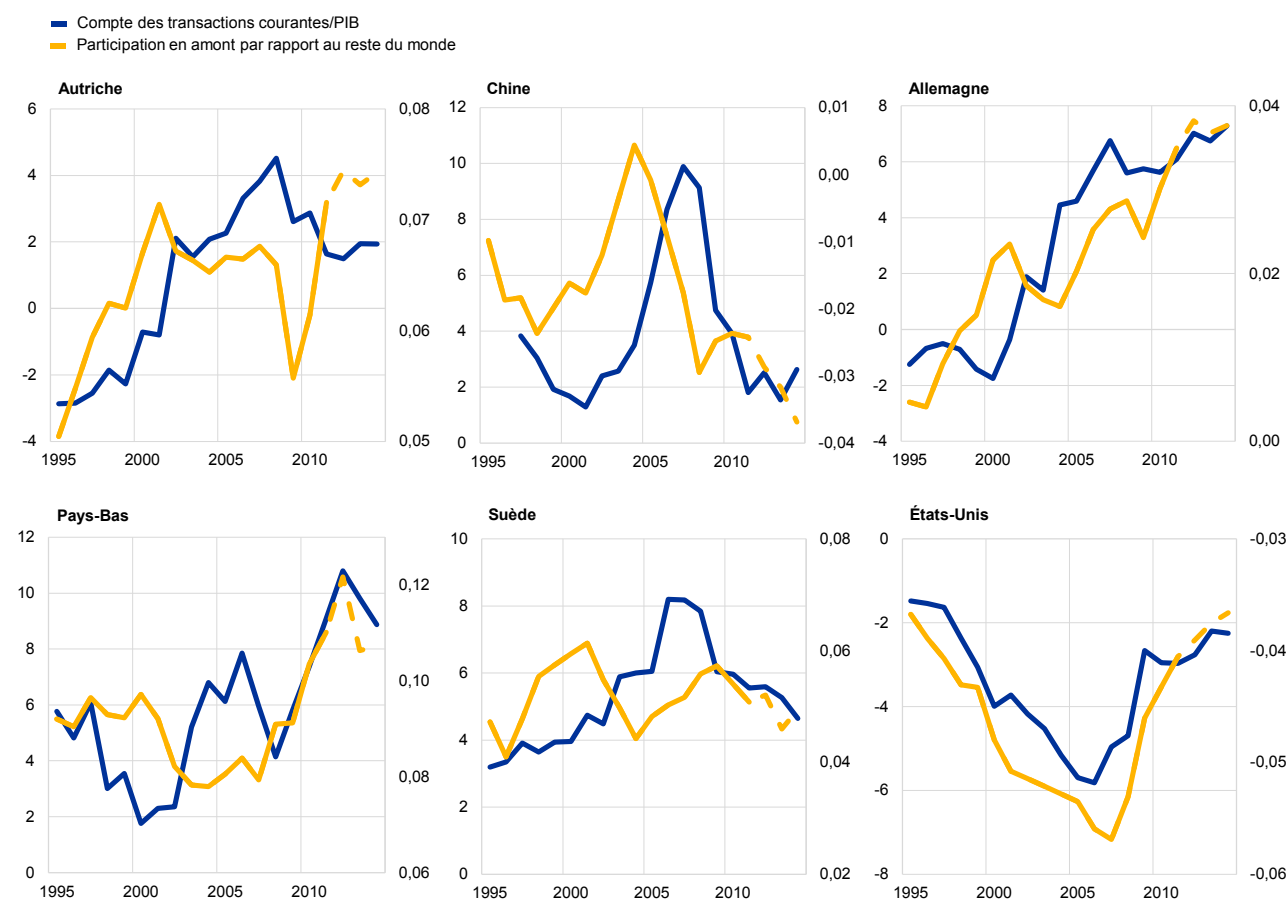
corrélation fortement positive entre leur participation en amont par rapport au reste du monde et leurs soldes des transactions courantes.

⁸⁴ La mesure en amont utilisée dans le graphique 8 se rapporte à la valeur de la participation en amont d'une économie par rapport au reste du monde. Une variation de la participation aux CVM dans un pays donné ne peut affecter son solde des comptes courants que dans la mesure où la participation des autres pays ne change pas dans la même proportion.

Graphique 8

Corrélation entre la participation aux CVM d'une sélection d'économies par rapport au reste du monde et les soldes des transactions courantes

(compte des transactions courantes en pourcentage du PIB)



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI et WIOD.

Note : Pour les données relatives à la participation aux CVM, la ligne continue représente les données tirées de la publication 2013 du WIOD et la ligne en pointillés les données tirées de la publication 2016 du WIOD. Les données de la publication 2016 ont été utilisées pour extrapoler les données de la publication 2013.

Pour identifier l'effet de la participation aux CVM sur les soldes des transactions courantes, il est nécessaire de tenir compte d'autres déterminants possibles des transactions courantes.

À cet effet, les soldes des transactions courantes sont généralement régressés sur un nombre important de déterminants potentiels dans les ensembles de données d'un panel de pays. Cette approche a également été adoptée par le FMI pour sa surveillance multilatérale, d'abord dans la méthodologie du Groupe consultatif sur les taux de change (CGER) et ensuite dans l'évaluation du solde extérieur (EBA), qui lui a succédé. Même s'il est largement reconnu que ce modèle EBA présente des faiblesses⁸⁵, il constitue néanmoins un cadre empirique utile, notamment parce qu'il est devenu la principale référence pour l'évaluation des déséquilibres des transactions courantes dans les

⁸⁵ Pour une discussion, cf. Phillips (S.), Catão (L.), Ricci (L.), Bems (R.), Das (M.), Di Giovanni (J.), Unsal (D.F.), Castillo (M.), Lee (J.), Rodriguez (J.) et Vargas (M.), « *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* », *IMF Working Paper*, n° 13, 2013.

consultations au titre de l'article IV et les rapports sur le secteur extérieur du FMI. L'encadré 3 fournit une description plus détaillée du modèle EBA du FMI.

Encadré 3

Le modèle d'évaluation du solde extérieur (EBA)

Afin d'identifier les déterminants des soldes des transactions courantes, un courant de littérature a utilisé les modèles structurels inspirés par le nouveau paradigme macroéconomique de l'économie ouverte⁸⁶. Dans cette approche inter-temporelle, les déséquilibres des transactions courantes sont le résultat de décisions prises par des agents ayant une vision prospective, qui optimisent l'utilité en fonction des anticipations relatives à la productivité future, à la politique budgétaire et aux conditions du marché financier. Même si ces modèles permettent une analyse structurelle de la dynamique des transactions courantes, leur ajustement empirique tend à être relativement faible. Un autre courant de la littérature a examiné les déterminants des transactions courantes dans des cadres empiriques qui ne sont pas liés à un modèle structurel particulier⁸⁷. Dans cet esprit, des régressions d'échantillon sous forme réduite ont été explorées pour la détermination des transactions courantes. Le modèle d'évaluation du solde extérieur (EBA) du FMI est une version de ce modèle de régression d'échantillon sous forme réduite⁸⁸.

La base de l'EBA est constituée de la régression sur données de panel

$$ca_{it} = \alpha + x_{it} * \beta + u_{it},$$

dans laquelle ca représente le solde des transactions courantes par rapport au PIB pour le pays i pour la période t , et x est un ensemble de fondamentaux économiques supposés déterminer le compte de transactions courantes. Il est important de noter que la plupart des variables explicatives de x sont mesurées par rapport aux moyennes du reste du monde ; on procède ainsi parce qu'un changement, par exemple, du solde budgétaire dans le pays i ne peut affecter son solde des transactions courantes que dans la mesure où les soldes budgétaires des autres pays ne varient pas en proportion. Les variables explicatives de l'EBA comprennent la position extérieure nette, le solde pétrolier, la production par travailleur, la croissance de la population, le taux de dépendance des personnes âgées, l'ouverture du compte de capital, la croissance attendue de la production, les termes de l'échange, l'écart de production et le solde budgétaire. Les résidus de la régression EBA sont généralement interprétés comme les parties des soldes des transactions courantes qui ne peuvent pas s'expliquer par les fondamentaux économiques.

⁸⁶ Cf. , par exemple, Sachs (J.), « *The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 12, n° 1, 1981, p. 201-282 ; Glick (R.) et Rogoff (K.), « *Global versus country-specific productivity shocks and the current account* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, n° 1, 1995, p. 159-192 ; ou Obstfeld (M.) et Rogoff (K.), « *The Intertemporal Approach to the Current Account* », dans Grossman (G.) et Rogoff (K.) (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 3, Elsevier, 1995, Chap. 34, p. 1731-1799.

⁸⁷ Cf. , par exemple, Calderon (C.), Chong (A.) et Loayza (N.), « *Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries* », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 2, n° 1, 2002, p. 1-33 ; Chinn (M.) et Prasad (E.), « *Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration* », *Journal of International Economics*, vol. 59, n° 1, 2003, p. 47-76 ; Gruber (J.), Kamin (S.), « *Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances* », *International Finance Discussion Papers*, n° 846, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2005 ; ou Ca'Zorzi (M.), Chudik (A.) et Dieppe (A.), « *Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 6, 2012, p. 1319-1338.

⁸⁸ FMI 2013, *op. cit.* ; et Phillips *et al.*, *op. cit.*

Les résultats des modèles de régression EBA suggèrent que l'augmentation de la participation aux CVM par rapport au reste du monde améliore les soldes des transactions courantes des économies, même après la prise en compte d'autres fondamentaux économiques. La première colonne du tableau 2 illustre les résultats de l'estimation de l'effet de la participation en amont des économies par rapport au reste du monde sur le solde des transactions courantes, obtenus à partir du modèle de régression EBA⁸⁹. L'estimation du coefficient est positive et statistiquement significative, tout en étant cohérente avec le mécanisme étudié en section 3 : les pays qui participent davantage aux CVM enregistrent des excédents plus importants ou des déficits plus faibles de leurs transactions courantes^{90 91}.

Tableau 2
Résultats de la régression EBA

	compte de transactions courantes (1)	solde commercial (2)
participation en amont	0.13***	0.50***

Source : Calculs de la BCE.

Note : *** indique la signification statistique au niveau de 1 %.

Les résultats suggèrent que l'effet de la participation aux CVM sur le compte des transactions courantes s'exerce par le biais du solde commercial. Le mécanisme présenté en section 3 laisse penser que la participation aux CVM affecte le solde des transactions courantes d'une économie en favorisant ses exportations et par conséquent son solde commercial. Les données empiriques énoncées dans la deuxième colonne du tableau 2 confortent cette hypothèse, suggérant que la participation aux CVM améliore effectivement les soldes commerciaux des économies.

Les différences de la participation aux CVM selon les pays expliquent une part importante de la composante inexpliquée des soldes des transactions courantes. Malgré un certain succès en termes d'ajustement empirique, les études portant sur les modèles empiriques sous forme réduite concluent généralement que la partie inexpliquée des soldes des transactions courantes demeure importante. Le graphique 9 illustre, pour l'année 2009, les soldes absolus des transactions courantes en pourcentage du PIB pour les pays n'appartenant pas à l'UE dans lesquels ce solde était supérieur à 2,5 % avant la récente contraction des déséquilibres mondiaux. Les résidus absolus du modèle EBA qui expliquent et qui n'expliquent pas la participation des économies aux CVM sont représentés sous forme de barres supplémentaires. Le graphique 9 suggère qu'il existe d'importants soldes des transactions courantes inexpliqués pour les économies excédentaires et déficitaires du modèle standard EBA dépourvu des mesures de la participation aux

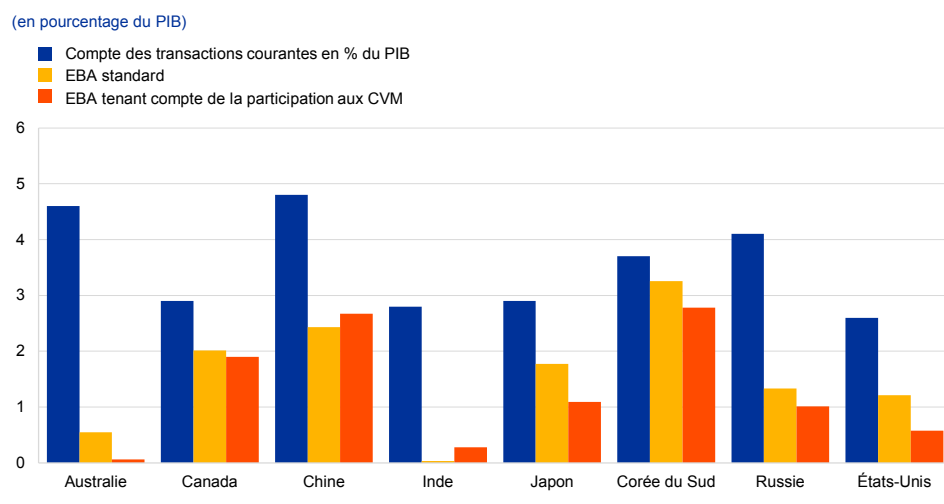
⁸⁹ Comme le modèle original EBA du FMI, les résultats sont obtenus à partir d'une estimation des moindres carrés généralisés, en utilisant les données de 29 économies sur la période 1995-2011. Les résultats de la régression sont robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation dans le terme d'erreur.

⁹⁰ Les résultats impliquent également que le solde des transactions courantes d'une économie s'améliore si sa participation aux CVM diminue moins fortement que celle du reste du monde.

⁹¹ Certaines données indiquent également que, en plus de la participation en amont, l'augmentation de la participation en aval est susceptible d'améliorer les soldes des transactions courantes des économies, même si les effets sont quantitativement plus faibles et opèrent par le biais d'autres mécanismes (cf. Brumm *et al.*, *op. cit.*).

CVM. Les soldes des transactions courantes inexplicés sont considérablement plus faibles lorsque l'on tient compte de la participation des économies aux CVM. C'est ainsi que, pour les États-Unis, près de la moitié de la part inexplicée du déficit des transactions courantes de 2,6 % du PIB en 2009 peut s'expliquer par la participation limitée du pays aux CVM par rapport au reste du monde.

Graphique 9
Soldes des transactions courantes observés et inexplicés



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* et calculs de la BCE.

5 Conclusion

Les données empiriques suggèrent que la participation aux CVM, en plus de favoriser la croissance, d'amplifier les effets de contagion entre les pays et de modifier la distribution des revenus d'une économie, améliore également les soldes des transactions courantes.

Dans le contexte du récent ralentissement de la hausse de la participation aux CVM, il est naturel de se demander si cette évolution aura des implications sur les soldes des transactions courantes au niveau mondial. Cependant, il convient de garder à l'esprit que la participation d'une économie aux CVM n'affecte son solde des transactions courantes que si cette participation change par rapport à celle du reste du monde. Comme l'ont souligné les études récentes, le ralentissement actuel de la fragmentation de la production entre les frontières a constitué un phénomène mondial et ne devrait pas avoir d'incidence sur les configurations des transactions courantes au niveau mondial.

2 L'hétérogénéité des entreprises et la compétitivité dans l'Union européenne

Les entreprises sont très hétérogènes en termes de résultats économiques même au sein de secteurs étroitement définis, comme le confirment les éléments fournis par cet article pour plusieurs pays de l'UE. Cette situation a des conséquences majeures sur la compétitivité d'un pays, entendue comme sa capacité à exporter ou, plus largement, comme la croissance de sa productivité agrégée. L'article examine ces implications et les recommandations qui en découlent pour améliorer la compétitivité dans l'UE. En ce qui concerne les performances commerciales, seul un nombre relativement faible d'entreprises, les plus grandes et les plus productives dans un secteur donné, sont en mesure d'exporter. Cela signifie que les résultats à l'exportation agrégés de chaque pays dépendent essentiellement de la dynamique de ces entreprises. La participation au commerce international modifie, à son tour, la productivité des entreprises exportatrices et, indirectement, celle des entreprises qui n'exportent pas, exerçant ainsi une influence positive sur les évolutions de la productivité agrégée. De plus, compte tenu de l'hétérogénéité importante entre les entreprises, la croissance de la productivité agrégée peut être favorisée de manière significative par une meilleure répartition des capitaux et du travail entre les entreprises, des données suggérant que des gains de productivité importants peuvent résulter d'une amélioration de l'efficacité de l'allocation des ressources au sein des secteurs. Toutefois, certains indicateurs d'une mauvaise allocation des capitaux ont enregistré une tendance haussière dans plusieurs pays de l'UE ces dernières années, en raison tant de l'incertitude que des frictions sur les marchés des facteurs de production et du crédit.

1 Introduction

Grâce à la disponibilité accrue de données au niveau des entreprises, plusieurs études empiriques ont mis en évidence l'existence d'une forte hétérogénéité des performances entre les entreprises. La littérature empirique basée sur les données granulaires montre que les entreprises sont très différentes en termes, par exemple, de taille, de structure des coûts, de bénéfices et de productivité, même au sein de secteurs considérés à un niveau de ventilation fin ⁹². Cela se vérifie également pour les pays de l'UE, comme le confirme une base de données constituée récemment par le Réseau de recherche sur la compétitivité

⁹² Pour une revue de la littérature, cf. Bartelsman (E.J.) et Doms (M.), « *Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata* », *Journal of Economic Literature*, vol. 38, 2000, p. 569-594 ; et, plus récemment, Syverson (C.), « *What Determines Productivity?* », *Journal of Economic Literature*, vol. 49, n° 2, 2011, p. 326-365.

(CompNet)⁹³. Dans les « anciens » États membres (c'est-à-dire les neuf pays qui avaient adhéré à l'Union européenne au plus tard en 1995, pour lesquels des données sont disponibles), les 10 % d'entreprises les plus productives sont, en moyenne, presque trois fois plus productives que les entreprises se trouvant dans les 10 % inférieurs de la distribution de la productivité au sein de chaque secteur (cf. graphique 1)⁹⁴. Ce chiffre est même plus élevé pour la plupart des dix « nouveaux » États membres de l'UE pour lesquels des données sont disponibles⁹⁵. De plus, la distribution de la productivité est asymétrique car elle présente une grande densité d'entreprises à faible productivité et peu d'entreprises ayant une forte productivité. Bien que cette régularité empirique s'applique à l'ensemble des pays et des secteurs, la forme de la distribution peut différer d'un pays à l'autre, reflétant leurs caractéristiques structurelles. Par exemple, les distributions de la productivité du secteur manufacturier en France et en Allemagne se caractérisent par une moyenne plus élevée et une queue plus épaisse à droite que celles de pays tels que l'Espagne et l'Italie (cf. graphique 2).

L'hétérogénéité des entreprises a des répercussions sur l'évaluation globale de la compétitivité, qui couvre à la fois les résultats commerciaux et les évolutions de la productivité. Au sens large, la compétitivité a trait à l'environnement des affaires et au cadre institutionnel qui permet aux entreprises

⁹³ CompNet est un réseau de recherche créé initialement au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) en 2012, qui se consacre à l'analyse de la compétitivité dans une perspective multidimensionnelle. Il est composé d'économistes appartenant à la BCE/au SEBC, à la Commission européenne ainsi qu'à plusieurs organisations européennes et internationales, universités, instituts statistiques et *think tanks*. L'ensemble de données de CompNet s'appuie principalement sur les données administratives provenant des registres des entreprises et fournit des informations harmonisées par pays pour les principaux moments de la distribution par secteur (par exemple la moyenne, la médiane, l'écart type, les déciles de la distribution, etc) pour plusieurs variables relatives aux performances et à la compétitivité des entreprises. Pour plus de détails sur cette base de données micro-agrégée sur la productivité, cf. Lopez-Garcia (P.), di Mauro (F.) et la Task Force CompNet, « *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database* », *Working Paper Series*, n° 1764, BCE, 2015, ainsi que Berthou (A.), Dhyne (E.), Bugamelli (M.), Cazacu (A.-C.), Demian (C.-V.), Harasztsi (P.), Lalinsky (T.), Meriküll (J.), Oropallo (F.) et Soares (A.C.), « *Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module* », *Working Paper Series*, n° 1788, BCE, 2015, pour des détails sur les données relatives au commerce international.

⁹⁴ Dans la plupart des cas, les résultats relatifs aux échanges commerciaux pour les différents pays présentés dans cet article couvrent 16 pays de l'UE : dix pays de la zone euro (la Belgique, l'Estonie, la France, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Portugal, la Slovaquie et la Finlande) et six autres États membres de l'UE (la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie). Les graphiques contenant uniquement les indicateurs relatifs à la productivité incluent également l'Allemagne, l'Espagne et l'Autriche. L'utilisation d'échantillons de pays (légèrement) différents est indiquée dans la note du graphique concerné. Les informations pour 2013 ne sont disponibles que pour 12 pays, car on n'en dispose pas pour la Lituanie, la Hongrie, la Roumanie et la Slovaquie. Cet article examine 54 secteurs au niveau à deux chiffres dans l'économie marchande non financière, dont 23 sont classés dans l'industrie manufacturière, selon la nomenclature NACE Rév. 2. De plus, dans cet article, seules les données de CompNet se rapportant aux entreprises de plus de 20 salariés sont considérées. Cet échantillon est pondéré par la population, pour une meilleure comparabilité entre les différents pays. Toutefois, certains problèmes de comparabilité, liés par exemple aux procédures d'échantillonnage, demeurent. Pour des informations détaillées sur l'ensemble de données, cf. Lopez-Garcia *et al.*, *op. cit.*, et Berthou *et al.*, *op. cit.*

⁹⁵ Bartelsman *et al.* expliquent les différences au niveau de la dispersion intrasectorielle de la productivité entre les pays d'Europe centrale et orientale et ceux d'Europe occidentale par le fait qu'au cours des premières années de la transition, des entreprises peu productives ont pu survivre sur le marché et coexister avec les entreprises nouvelles, beaucoup plus productives, créées dans le secteur privé (cf. Bartelsman (E.), Haltiwanger (J.) et Scarpetta (S.), « *Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection* », *The American Economic Review*, vol. 103, n° 1, 2013, p. 305-334.

efficientes de prospérer⁹⁶, soutenant ainsi les performances commerciales et la productivité. L'existence d'une forte hétérogénéité entre les entreprises a des répercussions importantes pour l'évaluation de la compétitivité sous ces deux angles.

S'agissant des performances commerciales, la littérature empirique et la littérature théorique mettent en évidence un lien à double sens entre les échanges commerciaux au niveau de l'entreprise et la productivité.

En conformité avec les éléments empiriques fondés sur des données granulaires, la littérature théorique la plus récente portant sur le commerce international estime que les entreprises exportatrices sont les plus productives dans une économie⁹⁷. De plus, outre les gains traditionnels procurés par le commerce, les modèles et les analyses empiriques montrent que la libéralisation des échanges commerciaux peut, à son tour, doper la productivité agrégée en réorientant les ressources vers les entreprises exportatrices, plus productives.

L'hétérogénéité des entreprises a également des implications pour la croissance de la productivité agrégée.

En présence de performances hétérogènes des entreprises, les évolutions de la productivité agrégée dépendent également de l'efficacité avec laquelle les facteurs de production sont répartis entre les entreprises sous l'effet de deux évolutions fondamentales : (a) la naissance et la mort des entreprises, et (b) leur expansion et leur contraction. La réallocation des facteurs améliore la productivité lorsque, en raison de ces évolutions, les ressources se déplacent des entreprises les moins productives vers celles qui le sont le plus. Toutefois, des contraintes telles que des frictions sur le marché du crédit ou des rigidités structurelles peuvent compromettre l'efficacité du processus d'allocation des ressources.

Le présent article a pour objectif de dresser un tableau des implications de l'hétérogénéité des entreprises pour la compétitivité dans l'UE.

L'article est organisé comme suit. La section 2 étudie le lien entre la productivité des entreprises et le commerce international d'un point de vue empirique. Dans cette section, l'encadré 1 examine les modèles théoriques solides du commerce international qui confortent l'analyse empirique, tandis que l'encadré 2 évalue le rôle de l'hétérogénéité des entreprises pour expliquer la réactivité des exportations agrégées aux variations des taux de change réels au sein des pays et d'un pays à l'autre. La section 3 est consacrée à l'efficacité de la répartition du capital et du travail entre les entreprises au sein d'un secteur donné, qui est un déterminant important de la croissance de la productivité. La section 4 conclut par quelques implications en termes de politique économique.

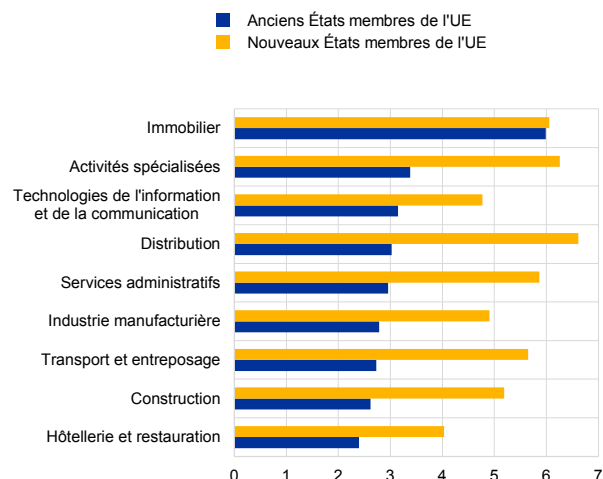
⁹⁶ Cf., par exemple, la définition donnée dans le *Rapport des cinq présidents* intitulé « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », Commission européenne, juin 2015, p. 9 : « *En fin de compte, une économie compétitive est une économie dans laquelle les institutions et les politiques permettent aux entreprises productives de prospérer* ».

⁹⁷ Il ne faut pas négliger le fait que cette littérature trouve son origine dans la contribution d'économistes tels que Joseph Schumpeter qui prenait déjà en compte dans ses travaux, dans les années 1930, l'évolution dynamique des agents économiques hétérogènes (cf., par exemple, Schumpeter (J.A.), « *The Theory of Economic Development* », Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1934).

Graphique 1

Dispersion de la productivité des entreprises au sein des secteurs dans 19 pays de l'UE

(ratio de la productivité du travail des déciles supérieurs et inférieurs des entreprises dans chaque secteur à deux chiffres, agrégé ensuite au niveau macro-sectoriel ; moyennes entre les pays sur les années 2001-2013)

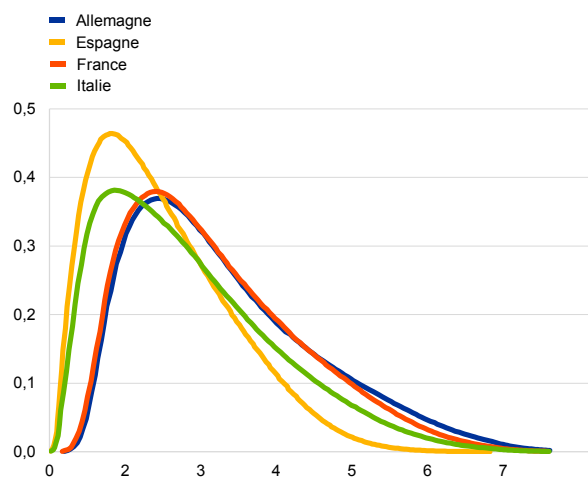


Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Notes : Les anciens États membres inclus dans le graphique sont : la Belgique, le Danemark, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Les « nouveaux » États membres de l'UE pris en compte ici sont la République tchèque, l'Estonie, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie. Les ratios dans chacun des secteurs à deux chiffres sont agrégés au niveau macro-sectoriel en utilisant les parts dans la valeur ajoutée. Moyennes non pondérées entre les pays et les années. Les données de 2013 sont disponibles pour 12 pays car elles sont manquantes pour l'Allemagne, la Lituanie, la Hongrie, l'Autriche, le Portugal, la Roumanie et la Slovénie.

Graphique 2

Distribution de la productivité des entreprises dans l'industrie manufacturière des quatre principaux pays de la zone euro

(noyaux de la productivité du travail, normalisés par rapport au PIB par habitant du pays ; en dizaines de milliers d'euros ; secteur manufacturier ; moyenne sur les années 2006-2012)



Sources : Calculs de la BCE à partir des données de CompNet et Office allemand de la statistique - données du panel AFID pour l'Allemagne.
Notes : Les niveaux de la productivité sont réajustés pour que la moyenne de la distribution de la productivité soit égale au PIB par habitant provenant d'Eurostat. Il convient de noter, toutefois, que le fait de réajuster les données avec le PIB par habitant est susceptible de modifier l'ordre des pays pour des raisons qui ne sont pas nécessairement liées à la productivité, telles que la composition des secteurs, la taille de l'économie parallèle ou des profils démographiques inhabituels. Les données pour l'Allemagne se rapportent à un échantillon stratifié représentatif des entreprises du secteur manufacturier comptant plus de 20 salariés. Les données allemandes révisées étant disponibles par classes de taille, une moyenne pondérée a été calculée dans laquelle les pondérations correspondent au nombre d'entreprises au sein d'une classe de taille donnée.

2 Productivité et commerce international : un lien à double sens

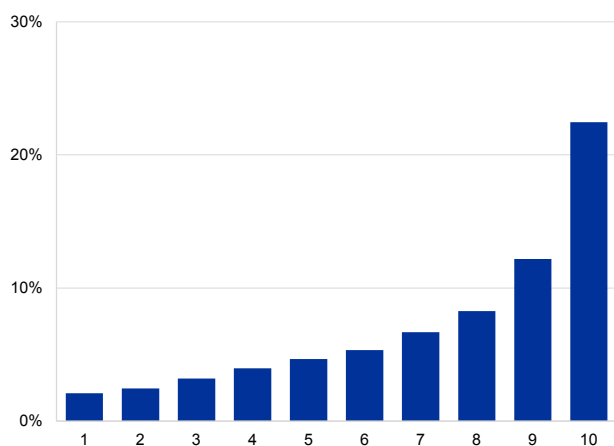
2.1 L'importance de la productivité des entreprises pour le commerce international

La participation des entreprises au commerce international et leur importance relative dans les exportations d'un pays dépend de façon décisive du niveau de leur productivité. Des résultats microéconomiques fondés sur les données de CompNet sur le commerce international, qui sont disponibles pour les secteurs manufacturiers dans 15 pays de l'UE, montrent que la part des exportations des entreprises qui se situent dans le décile supérieur de la distribution de la productivité du travail est près de quatre fois plus importante que celle de l'entreprise médiane (cf. graphique 3).

Graphique 3

Part des exportations des entreprises du secteur manufacturier dans les différents déciles de la distribution de la productivité du travail dans 15 pays de l'UE

(moyenne entre les pays sur la période 2001-2013 ; part en pourcentage des exportations totales de produits manufacturés)

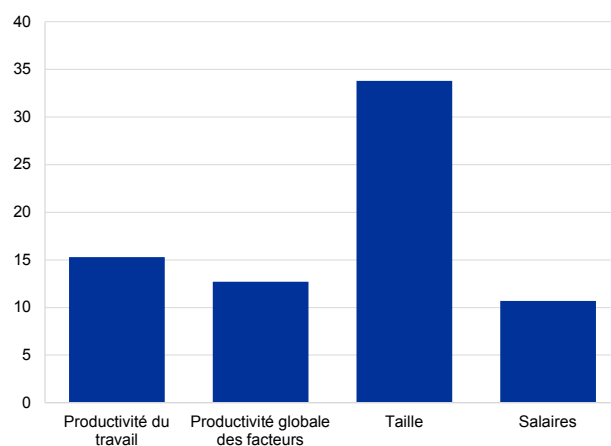


Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Note : Part moyenne des exportations en pourcentage du total des exportations de produits manufacturés par décile de productivité du travail entre les 15 pays de l'UE (les 16 pays de l'UE mentionnés dans la note de bas de page n° 3 à l'exception de la Hongrie).

Graphique 4

Écart de performance des nouveaux exportateurs de produits manufacturés par rapport aux entreprises non exportatrices du même secteur dans 16 pays de l'UE

(en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Notes : Les pays couverts dans ce graphique sont les 16 pays de l'UE mentionnés dans la note de bas de page n° 3. Les barres représentent le coefficient estimé d'une variable muette prenant la valeur 1 pour les nouveaux exportateurs et zéro dans les autres cas, après prise en compte des effets fixes propres aux pays et aux secteurs à deux chiffres. Tous les coefficients muets sont significatifs. Les régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires sont réalisées sur la période 2001-2013. Les nouveaux exportateurs correspondent aux entreprises qui exportent à la date t et $t+1$ mais pas à $t-1$.

Selon les études empiriques au niveau des entreprises, les entreprises exportatrices dans tous les secteurs sont non seulement plus productives, mais également de plus grande taille, à plus forte intensité capitaliste et en mesure de payer des salaires plus élevés que les entreprises du même secteur qui n'exportent pas⁹⁸. Après prise en compte des effets fixes propres aux pays et aux secteurs, on constate que les nouvelles entreprises exportatrices (c'est-à-dire les entreprises qui viennent de commencer à exporter) dans l'échantillon de pays de l'UE sont, en moyenne, environ 15 % plus productives, 30 % plus grandes et versent des salaires 10 % plus élevés que les entreprises qui n'exportent pas au sein du même secteur étroitement défini (cf. graphique 4). Cela confirme l'hypothèse selon laquelle les nouveaux exportateurs présentent un avantage en termes de productivité et de taille par rapport aux entreprises qui n'exportent pas et cela avant même de commencer à affronter la concurrence sur les marchés internationaux⁹⁹.

⁹⁸ Par exemple, Bernard et Jensen font état de différences importantes et significatives entre les entreprises du secteur manufacturier aux États-Unis qui exportent et celles qui n'exportent pas (cf. Bernard (A.B.) et Jensen (J.B.), « *Exporters, Jobs, and Wages in US Manufacturing: 1976-1987* », *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, vol. 1995, 1995, p. 67-112 ; « *Exporters, skill upgrading and the wage gap* », *Journal of International Economics*, vol. 42, 1997, p. 3-31 ; et « *Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?* », *Journal of International Economics*, vol. 47, n° 1, 1999, p. 1-25).

⁹⁹ La participation aux échanges internationaux pourrait à son tour favoriser la croissance de la propre productivité des entreprises (sur ce sujet, cf. la section 2.2)

Une raison essentielle pour laquelle les entreprises exportatrices ont besoin d'être plus productives tient au fait que c'est la seule façon pour elles d'avoir les moyens de payer les coûts connexes de ces échanges commerciaux, de sorte que l'expansion sur les marchés étrangers soit rentable ¹⁰⁰. S'engager

dans des activités de commerce international est coûteux. Les coûts des infrastructures et de la logistique, les tarifs douaniers et les barrières non tarifaires, les coûts pour se couvrir par rapport au taux de change nominal, le coût du crédit et celui lié à l'obtention d'informations sur les marchés étrangers sont des exemples des obstacles au commerce international ¹⁰¹. Comme indiqué dans l'encadré 1, la littérature, aussi bien théorique qu'empirique, suggère qu'il existe un seuil de productivité au-dessus duquel les entreprises estiment rentable de payer ces coûts et de se développer sur les marchés étrangers. Une approximation de ce seuil non observable est donnée par l'avantage estimé des nouveaux exportateurs en termes de productivité du travail par rapport aux entreprises qui n'exportent pas opérant dans le même secteur - la « prime de productivité à l'exportation » ¹⁰².

En accord avec la littérature, des données sur les pays de l'UE laissent penser que plus le niveau de développement économique d'un pays est faible, plus la prime de productivité à l'exportation tend à être élevée. Les pays dont le PIB par

habitant est bas ont généralement des marchés moins intégrés ; cela permet aux entreprises qui n'exportent pas et qui ont une productivité faible de survivre, expliquant ainsi la coexistence dans le même secteur d'entreprises très productives ayant les moyens de payer les coûts associés à l'exportation et d'entreprises peu productives orientées vers le marché domestique ¹⁰³. En conséquence, la prime de productivité à l'exportation est plus importante dans des économies telles que la Roumanie qu'en Finlande et au Danemark, par exemple (cf. graphique 5). Le PIB par habitant constitue également une approximation de la qualité institutionnelle. De meilleures institutions permettent de diminuer les coûts des échanges, tant fixes que

¹⁰⁰ Des éléments attestant la présence de coûts d'entrée irrécupérables pour accéder aux exportations et leur persistance dans les activités d'exportation ont été mis en évidence pour la Colombie (cf. Roberts (M.J.) et Tybout (J.R.), « *The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs* », *The American Economic Review*, vol. 87, n° 4, 1997, p. 545-564). D'autres exemples de l'auto-sélection des entreprises sur les marchés d'exportation se rapportent à la France (cf. Eaton (J.), Kortum (S.) et Kramarz (F.), « *An anatomy of international trade: evidence from French firms* », *Econometrica*, vol. 79, n° 5, 2011, p. 1453-1498), à Allemagne (cf. Bernard (A.B.) et Wagner (J.), « *Export entry and exit by German firms* », *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 137, n° 1, 2001, p. 105-123), et aux États-Unis (cf. Bernard (A.B.) et Jensen (J.B.), « *Exporting and Productivity in the USA* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n° 3, 2004, p. 343-357).

¹⁰¹ Cf., par exemple, Minetti (R.) et Chun Zhu (S.) « *Credit constraints and firm export: Microeconomic evidence from Italy* », *Journal of International Economics*, vol. 83, n° 2, 2011, p. 109-125, sur le rôle du rationnement du crédit ; et Fontagné (L.), Orefice (G.), Piemartini (R.) et Rocha (N.), « *Product standards and margins of trade: Firm-level evidence* » *Journal of International Economics*, vol. 97, n° 1, 2015, p. 29-44, sur l'impact des tarifs douaniers et des barrières non tarifaires strictes sur les marchés étrangers pour les performances à l'exportation.

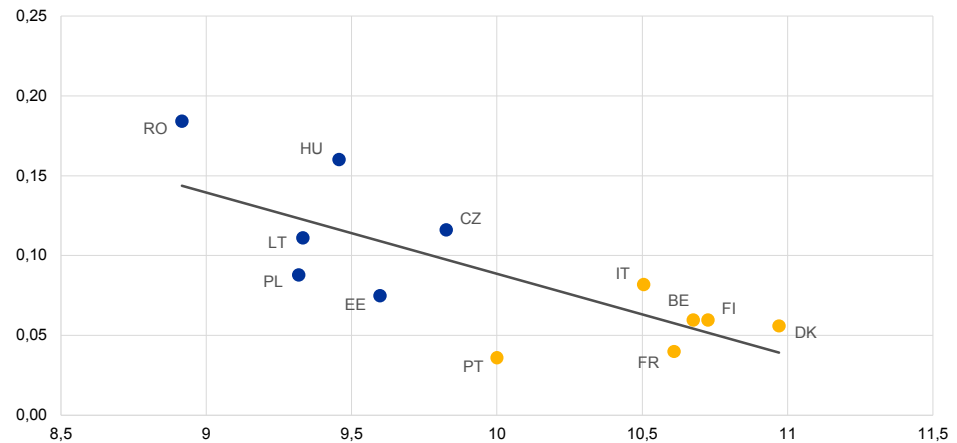
¹⁰² Dans cet article, la prime de productivité à l'exportation est estimée en suivant la méthodologie du Groupe d'étude international sur les exportations et la productivité (*International Study Group on Exports and Productivity - ISGEP*), « *Understanding Cross-Country Differences in Exporter Premia: Comparable Evidence for 14 Countries* », *Review of World Economics*, vol. 144, n° 4, 2008, p. 596-635. Toutefois, à la différence de cette étude, parmi l'ensemble des entreprises exportatrices, seuls les nouveaux exportateurs ont été intégrés ici afin de mieux garantir que la prime de productivité n'inclut pas les gains de productivité résultant de la participation des entreprises au commerce international.

¹⁰³ Cf. Hallward-Driemeier (M.), Iarossi (G.) et Sokoloff (K.L.), « *Exports and Manufacturing Productivity in East Asia: A Comparative Analysis with Firm-Level Data* », *NBER Working Papers*, n° 8894, National Bureau of Economic Research, 2002.

variables, que les entreprises doivent supporter ¹⁰⁴. La prime de productivité à l'exportation présentée dans le graphique 5 est en effet faible dans les pays dont la qualité institutionnelle est réputée élevée.

Graphique 5
Prime de productivité à l'exportation dans le secteur manufacturier et PIB par habitant dans 12 pays de l'UE

(moyennes sur la période 2001-2013 ; axe des abscisses : PIB par habitant (log) ; axe des ordonnées : prime de productivité à l'exportation)



Sources : Calculs de la BCE à partir de la méthodologie de l'ISGEP, des données de CompNet et de la base de données sur les Indicateurs du développement dans le monde de la Banque mondiale.
Notes : La prime de productivité à l'exportation est estimée en utilisant la méthodologie de l'ISGEP. Elle est calculée comme le coefficient sur une variable muette prenant la valeur 1 pour les nouveaux exportateurs et zéro dans les autres cas, dans une régression où la variable dépendante correspond au logarithme de la productivité du travail moyenne du secteur. Les variables explicatives supplémentaires incluent la taille moyenne des entreprises, le salaire moyen, l'année et les effets fixes spécifiques au secteur à deux chiffres. Les pays couverts dans ce graphique sont les 16 pays de l'UE mentionnés dans la note de bas de page n° 3, à l'exception de la Croatie, pour laquelle les données ne sont pas disponibles, et de la Lettonie, de la Slovaquie et de la République tchèque pour lesquelles les coefficients estimés n'étaient pas statistiquement significatifs aux niveaux conventionnels. Les pays d'Europe centrale et orientale sont indiqués en bleu ; les pays d'Europe occidentale sont indiqués en jaune.

Encadré 1

Concilier les résultats empiriques et la théorie : l'introduction d'entreprises hétérogènes dans la théorie sur le commerce international

Jusqu'aux années 1990, la plupart des études supposaient que les entreprises étaient homogènes lors de l'évaluation de la compétitivité, cette dernière s'entendant comme les performances commerciales. Dans les modèles néoclassiques sur le commerce international, les gains en termes de bien-être générés par les échanges commerciaux résultent de la hausse de la production et de la consommation au niveau mondial à la suite de la spécialisation des pays dans les secteurs où ils bénéficient d'un avantage comparatif. Plus spécifiquement, les pays exportent les produits pour lesquels les coûts d'opportunité de la production sont plus faibles comparés aux autres secteurs et aux autres pays. Par la suite, des modèles sur le « nouveau commerce international » ont inclus la caractéristique empirique selon laquelle les pays échangent des biens similaires, ce qui implique que les échanges commerciaux entre pays interviennent également au sein d'un même secteur, en supposant des rendements d'échelle croissants, une concurrence monopolistique et la préférence des consommateurs pour une variété des produits. Dans ces modèles, les gains générés par le commerce mondial sont liés au fait que la libéralisation des

¹⁰⁴ Cf. ISGEP, *op. cit.*

échanges conduit à une augmentation de la taille du marché, qui permet aux entreprises de réduire les coûts de production et accroît la disponibilité de variétés de produits moins chères ¹⁰⁵. Dans tous ces modèles, les entreprises sont supposées être homogènes.

La « nouvelle théorie du commerce international » reconnaît l'existence d'une hétérogénéité des entreprises, comme l'ont révélé les études empiriques, et fournit un cadre maniable pour analyser la compétitivité au travers du lien entre le commerce international et la productivité.

Dans un article fondateur de 2003, Marc Melitz a introduit l'hétérogénéité des entreprises en termes de productivité dans les modèles standards de la nouvelle théorie du commerce international ¹⁰⁶. En s'appuyant sur des modèles théoriques antérieurs relatifs à la taille et à la dynamique des entreprises ¹⁰⁷, le modèle de Melitz offre un cadre souple et est devenu la nouvelle pierre angulaire de la théorie du commerce international. Dans ce modèle, les entreprises doivent payer un coût fixe pour pouvoir produire localement. La participation à des activités d'exportation nécessite également le paiement d'un coût fixe supplémentaire et d'un coût variable. Cela implique que les entreprises entreront sur le marché et produiront, et éventuellement exporteront, seulement si elles estiment que cela est rentable (c'est-à-dire si leurs revenus sont plus importants que ces coûts fixes et variables). Dans la mesure où la rentabilité dépend de la productivité de chaque entreprise, seule une fraction du nombre total d'entreprises (c'est-à-dire celles qui se situent au-dessus d'un certain « seuil de productivité ») pourront produire pour le marché domestique, et seule une partie d'entre elles sera ensuite en mesure d'exporter ¹⁰⁸. Dans le même temps, même si la libéralisation des échanges entraîne une augmentation des ventes potentielles sur les marchés à l'exportation, elle renforce également la concurrence sur le marché domestique. En conséquence, les entreprises les plus productives – celles qui peuvent payer les coûts liés à l'exportation – s'engagent dans des activités d'exportation et se développent pour profiter du marché étranger qui est plus vaste, tandis que les producteurs les moins efficaces ont tendance à sortir du marché, la concurrence accrue entraînant une contraction de leurs revenus. Les ressources sont, par conséquent, réallouées vers les producteurs les plus productifs, ce qui conduit à une hausse de la productivité agrégée.

¹⁰⁵ Le point de référence de cette littérature est l'article de Krugman (P.R.), « *Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade* », *The American Economic Review*, vol. 70, 1980, p. 950-959.

¹⁰⁶ Cf. Melitz (M.J.), « *The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity* », *Econometrica*, vol. 71, 2003, p. 1695-1725. L'hétérogénéité des entreprises a été introduite dans le modèle de Krugman (cf. Krugman, op.cit.).

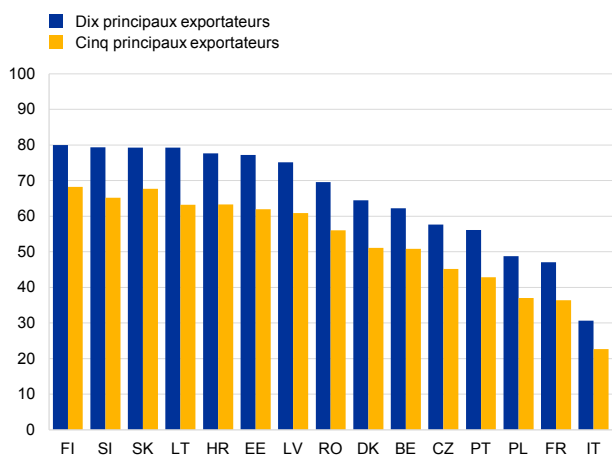
¹⁰⁷ Parmi les modèles théoriques plus anciens dans ce courant de littérature on trouve, par exemple, Jovanovic (B.), « *Selection and the evolution of industry* », *Econometrica*, vol. 50, n° 3, 1982, p. 649-670, et Hopenhayn (H.), « *Entry, Exit, and Firm Dynamics in Long Run Equilibrium* », *Econometrica*, vol. 60, n° 5, 1992, p. 1127-1150.

¹⁰⁸ Dans le modèle présenté par Marc Melitz, seul le premier moment de la distribution de la productivité, c'est-à-dire la productivité moyenne des entreprises, a de l'importance pour les exportations. Toutefois, une étude récente fondée sur les données de CompNet pour 16 pays de l'UE sur la période allant de 2001 à 2012 montre comment la compétitivité des exportateurs (mesurée comme le résidu d'une régression des exportations, après déduction de toutes les caractéristiques possibles du marché de destination, des coûts des échanges commerciaux et des éléments géographiques, culturels et historiques) est corrélée positivement non seulement avec la productivité moyenne des entreprises, mais également avec d'autres moments de la distribution de la productivité, à savoir sa dispersion et son asymétrie. Cf. Barba Navaretti (G.), Bugamelli (M.), Forlani (E.) et Ottaviano (G.), « *The importance of micro data in assessing aggregate outcomes* », dans Altomonte (C.) et Békés (G.) (eds.), « *Measuring competitiveness in Europe: resource allocation, granularity and trade* », *Bruegel Blueprint Series*, vol. 24, 2016, p. 14-25.

Graphique 6

Part des principales entreprises exportatrices dans les exportations de produits manufacturés Ventilation par pays

(parts moyennes en pourcentage sur la période 2001-2013 ; moyennes pondérées selon les secteurs, en fonction de leurs parts dans la valeur ajoutée totale du secteur manufacturier)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Note : Les pays représentés dans ce graphique sont les 16 pays de l'UE mentionnés dans la note de bas de page n° 3, à l'exception de la Hongrie.

Graphique 7

Part des principales entreprises exportatrices dans les exportations de produits manufacturés et taille du secteur manufacturier dans chaque pays

(part des exportations des dix principales entreprises exportatrices dans chaque secteur manufacturier et taille du secteur manufacturier en termes de valeur ajoutée réelle dans chaque pays ; moyennes sectorielles pondérées par la valeur ajoutée pour chaque pays sur la période 2001-2013 ; abscisses : valeur ajoutée du secteur manufacturier (log) ; ordonnées : concentration des exportations sur les dix principaux exportateurs)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet et d'Eurostat.
Notes : Les pays étudiés sont ceux du graphique 6. La corrélation entre ces deux séries est de -0,83.

Ces conclusions impliquent également que la performance internationale d'un pays donné dépend de la distribution de sa productivité, comme illustré au graphique 2, et, en particulier, du comportement d'un assez petit nombre d'entreprises exportatrices. Dans les 15 pays de l'UE pris en compte au graphique 6, la part des principaux exportateurs (les dix premières entreprises en termes de valeur des exportations) dans les exportations totales est comprise entre 50 % et 80 %, sauf en France et, plus particulièrement, en Italie, où les parts des principaux exportateurs sont plus faibles. Certains éléments indiquent que la concentration des exportations est d'autant plus forte que le secteur manufacturier du pays est petit (cf. graphique 7)¹⁰⁹. La concentration généralement forte des exportations dans la plupart des pays implique que les performances commerciales agrégées sont attribuables à un très petit nombre d'entreprises. La concentration des exportations varie aussi fortement entre les différents secteurs manufacturiers, ses niveaux les plus élevés étant enregistrés dans des secteurs comme le matériel de transport et les produits pharmaceutiques, et ses niveaux les plus bas, par exemple, dans les secteurs des machines et équipements et des produits métalliques (cf. graphique 8). Les différences sectorielles dans la concentration des exportations peuvent être en partie liées aux caractéristiques technologiques des processus de production spécifiques du secteur, qui nécessitent différentes tailles d'entreprises selon les secteurs. Le graphique 9 montre une corrélation positive

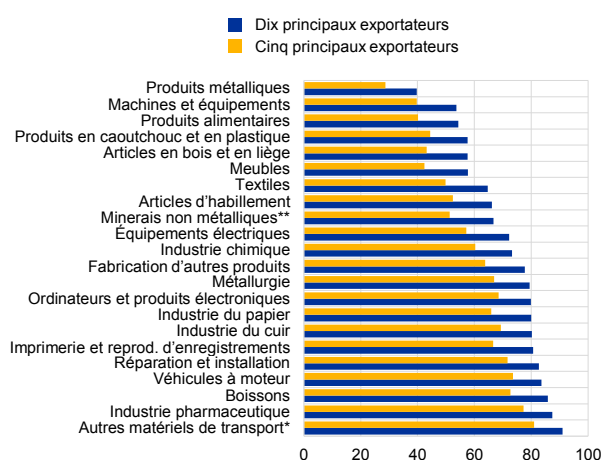
¹⁰⁹ En outre, d'après les données de CompNet, la taille médiane des entreprises exportatrices d'un secteur donné en Italie est d'environ 60 % de celle du même secteur de tous les autres pays considérés dans le graphique 6. La petite taille des exportateurs italiens peut contribuer à expliquer la faible concentration de ses exportations.

entre la concentration moyenne des exportations dans les différents pays et la taille médiane des entreprises de chaque secteur, qui est une approximation de l'échelle requise pour les activités du secteur.

Graphique 8

Part des principales entreprises exportatrices dans les exportations de produits manufacturés, ventilation par secteurs

(parts moyennes en pourcentage sur la période 2001-2013 ; moyennes non pondérées selon les pays)

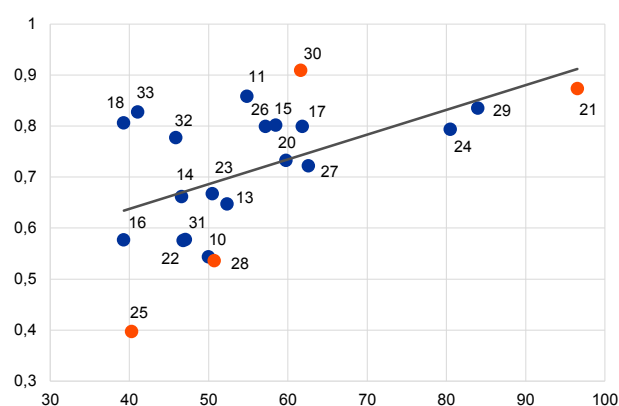


Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Notes : Les pays représentés sont ceux pris en considération dans le graphique 6. * Fabrication de matériels de transport autres que véhicules à moteur ** Fabrication de produits minéraux non métalliques, comme le verre, les matières plastiques, le ciment, etc.

Graphique 9

Part des principales entreprises exportatrices dans les exportations de produits manufacturés et taille médiane des entreprises du secteur

(part des exportations des dix principales entreprises exportatrices dans chaque secteur manufacturier et effectif employé médian par entreprise dans un secteur donné ; moyennes par pays pour chaque secteur sur la période 2001-2013 ; abscisses : taille médiane d'une entreprise d'un secteur donné (nombre d'employés) ; ordonnées : concentration des exportations sur les dix principaux exportateurs)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Notes : Moyennes non pondérées entre les pays pris en considération dans le graphique 6. Secteurs : 10. Produits alimentaires ; 11. Boissons ; 13. Textiles ; 14. Articles d'habillement ; 15. Cuir et produits liés ; 16. Articles en bois et en liège ; 17. Industrie du papier ; 18. Imprimerie et reproduction d'enregistrements ; 20. Industrie chimique ; 21. Industrie pharmaceutique ; 22. Produits en caoutchouc et en plastique ; 23. Autres minerais non métalliques ; 24. Métallurgie ; 25. Produits métalliques ; 26. Ordinateurs et produits électroniques ; 27. Équipements électriques ; 28. Machines et équipements ; 29. Véhicules à moteur ; 30. Autres matériels de transport ; 31. Meubles ; 32. Fabrication d'autres produits ; 33. Réparation et installation de machines. Les secteurs indiqués en rouge sont ceux dont les parts moyennes en pourcentage des principales entreprises exportatrices dans les exportations de produits manufacturés (cf. graphique 8) sont les plus élevées (secteurs 30 et 21) et les plus faibles (secteurs 25 et 28). La corrélation entre ces séries est de 0,54.

Cette distribution granulaire des exportations implique que des chocs microéconomiques affectant un nombre relativement faible d'entreprises peuvent avoir des effets à l'échelle agrégée.

Un exemple en est donné dans l'encadré 2 qui analyse l'impact que la granularité des exportations, illustrée au graphique 6, et le profil de la distribution de la productivité, représenté au graphique 2, peuvent exercer sur la réaction des exportations agrégées d'un pays aux variations du taux de change effectif réel ¹¹⁰. En particulier, la hausse des exportations en réponse à une dépréciation du taux de change effectif réel est d'autant plus forte que le vivier d'entreprises productives qui jugeraient rentable de se mettre à exporter compte tenu de l'amélioration de la situation en termes de

¹¹⁰ Le taux de change effectif réel est la moyenne pondérée du taux de change d'un pays par rapport à un panier de devises de ses partenaires commerciaux, corrigée des effets de l'inflation. Plus généralement, plusieurs autres questions macroéconomiques peuvent s'éclaircir en observant le comportement des grandes entreprises. Cf. Gabaix (X.), « *The granular origins of aggregate fluctuations* », *Econometrica*, vol. 79, n° 3, 2011, p. 733-772.

compétitivité prix est important (c'est-à-dire, plus la queue de distribution de la productivité d'un pays est épaisse à droite). Inversement, l'élasticité des exportations aux variations du taux de change effectif réel est généralement moindre dans les pays ou les secteurs caractérisés par une concentration relativement plus forte des exportations sur un petit nombre d'entreprises.

Encadré 2

La distribution de la productivité des entreprises, les variations du taux de change réel et les exportations totales

Le présent encadré analyse comment la distribution de la productivité entre les entreprises, qui est variable d'un pays à l'autre, peut affecter les processus de rééquilibrage externe.

La dynamique globale des exportations dépend, entre autres facteurs, des variations de la compétitivité prix d'un pays, qui est généralement mesurée par le taux de change effectif réel (TCER). Tandis que, toutes choses égales par ailleurs, une dépréciation du TCER entraîne généralement une augmentation de la croissance des exportations, il est essentiel de rappeler que cette incidence s'exerce via deux canaux différents, à savoir (a) la « marge intensive » (les variations des ventes à l'étranger réalisées par des entreprises exportatrices *existantes*) et (b) la « marge extensive » (l'entrée de *nouvelles* entreprises exportatrices). Certaines études empiriques récentes ont montré que l'ampleur de ces effets dans les différents pays dépend – via chacun des deux canaux – de deux facteurs analysés dans cet article : premièrement, la mesure dans laquelle les exportations sont concentrées sur un petit nombre d'entreprises (ce que montre le graphique 6) et, deuxièmement, le profil de la distribution de la productivité dans le secteur manufacturier d'un pays donné (illustré par le graphique 2).

S'agissant de la marge intensive (c'est-à-dire l'intensité en exportations des exportateurs existants), les entreprises exportatrices les plus grandes et les plus productives sont généralement moins sensibles aux évolutions du taux de change réel, peut-être parce que leur pouvoir de marché, la diversification de leurs produits et leur intensité en importations sont plus élevés. D'après des données fondées sur 11 pays de l'UE, les exportateurs les plus importants et les plus productifs affichent des élasticités trois fois plus faibles aux variations du TCER que les entreprises exportatrices plus petites et moins productives¹¹¹. Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, la réactivité globale des exportations aux variations du TCER est d'autant plus faible que la concentration des exportations sur un petit nombre d'entreprises à forte productivité est forte. Une première explication possible de la réactivité différente des entreprises aux chocs de taux de change est que les entreprises suivent des stratégies hétérogènes de fixation des prix en fonction du marché (*pricing-to-market*) : pour les exportateurs les plus importants et les plus productifs, il est plus facile d'absorber les variations du taux de change en ajustant leur marge bénéficiaire, ce qui entraîne une moindre réaction de leurs volumes d'exportations¹¹². Les *exportateurs à forte intensité en importations* sont généralement les entreprises les plus grandes et

¹¹¹ Ce résultat repose sur une estimation des élasticités des exportations aux taux de change effectifs réels déflatés des coûts unitaires de main-d'œuvre par quartile de productivité au niveau de l'entreprise tirée des données de CompNet pour onze pays de l'UE sur la période 2001-2008 (Berthou (A.), Demian (V.) et Dhyne (E.), « *Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity* », à paraître). Cf. également Demian (C.-V.) et Di Mauro (F.), « *The exchange rate, asymmetric shocks and asymmetric distributions* », *Working Paper Series*, n° 1801, BCE, 2015.

¹¹² Des éléments solides attestent de stratégies hétérogènes de fixation des prix en fonction du marché en France, par exemple (Berman (N.), Martin (P.) et Mayer (T.), « *How do different exporters react to exchange rate changes?* », *The Quarterly Journal of Economics*, n° 127, 2012, p. 437-492).

les plus productives y compris parmi les exportateurs ; ils ont donc moins besoin d'ajuster leurs prix à l'exportation aux variations du TCER, parce que leurs marges bénéficiaires sont plus importantes et qu'ils compensent les effets de taux de change sur leurs coûts marginaux ¹¹³. Enfin, les grandes *entreprises multiproduits* sont moins sensibles aux variations du TCER car, en réaction à des chocs de taux de change négatifs, elles peuvent retirer leurs produits les moins rentables des marchés d'exportation ¹¹⁴.

S'agissant de la marge extensive, c'est-à-dire de la mesure dans laquelle davantage d'entreprises deviennent exportatrices, la sensibilité aux variations du taux de change réel dépend également du profil de la distribution de la productivité dans le pays concerné. Une dépréciation du TCER dans un pays donné déclenche une augmentation de la demande pour ses biens exportables, entraînant donc une baisse du « seuil de productivité » des entreprises exportatrices, c'est-à-dire le niveau à partir duquel il devient possible pour les entreprises d'accéder aux marchés d'exportation. Les exportations agrégées d'un pays augmenteront, par conséquent, sous l'effet des ventes supplémentaires réalisées par les entreprises exportatrices existantes, ainsi qu'en raison de l'activité des nouvelles entreprises exportatrices. Dans ce contexte, plus les entreprises très productives d'un pays donné sont nombreuses, plus forte est la probabilité que de nouvelles entreprises soient en mesure de pénétrer les marchés extérieurs lorsque la compétitivité prix s'améliore. Toutes choses égales par ailleurs, des pays comme l'Allemagne et la France, qui par rapport à des pays comme l'Italie et l'Espagne (cf. graphique 2), sont caractérisés par une productivité moyenne plus élevée et par une queue de distribution de la productivité plus épaisse à droite (c'est-à-dire par un plus grand vivier d'entreprises dont la productivité est assez élevée) peuvent dès lors voir leurs exportations davantage impactées par une variation donnée du taux de change via la marge extensive ¹¹⁵.

En définitive, la sensibilité globale des exportations agrégées aux variations du taux de change réel dépendra de l'importance relative des marges intensive et extensive. La littérature empirique existante ne permet pas de tirer de conclusions quant à l'importance relative des deux canaux par lesquels les variations du TCER peuvent affecter les exportations agrégées, dans la mesure où elle varie selon les secteurs, la période considérée et la granularité des données utilisées ¹¹⁶. Cependant, la marge intensive est généralement jugée plus importante que la marge extensive dans les économies avancées ¹¹⁷. Cela impliquerait, toutes choses égales par ailleurs, que la proportion de grandes entreprises exportatrices qui est, par exemple, plus faible en Italie

¹¹³ Amiti (M.), Itskhoki (O.) et Konings (J.), « *Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect* », *The American Economic Review*, vol. 104, n° 7, 2014, p. 1942-1978. Pour une analyse approfondie des déterminants de la transmission des variations du taux de change (la mesure dans laquelle les variations du taux de change se transmettent aux prix des importations et, par la suite, aux prix au niveau du consommateur final), cf. l'article intitulé « La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016. Ces déterminants incluent le degré de concurrence entre les secteurs, la devise de facturation des importations, les coûts de menu, le degré d'ouverture du pays, et la perception de la persistance des chocs.

¹¹⁴ Dekle (R.), Jeong (H.) et Kiyotaki (N.), « *Dynamics of Firms and Trade in General Equilibrium* », *USC Dornsife Institute for New Economic Thinking Working Paper*, University of Southern California, 2015, n° 15-12 ; et Mayer (T.), Melitz (M.) et Ottaviano (G.), « *Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition* », *CEP Discussion Papers*, n° 1442, Centre for Economic Performance, 2016.

¹¹⁵ Di Mauro (F.) et Pappadà (F.), « *Euro area external imbalances and the burden of adjustment* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, 2014, p. 336-356.

¹¹⁶ Cf., par exemple, Crozet (M.) et Koenig (P.), « *Structural gravity equations with intensive and extensive margins* », *CEPII Working Papers*, n° 30, 2008.

¹¹⁷ Besedeš (T.) et Prusa (T. J.), « *The role of extensive and intensive margins and export growth* », *Journal of Development Economics*, vol. 96, 2011, p. 371-379.

qu'en France et en Allemagne, expliquerait en grande partie la réactivité plus forte des exportations agrégées aux variations du TCER en Italie, mentionnée dans la littérature macroéconomique ¹¹⁸.

2.2 Les effets du commerce international sur la productivité

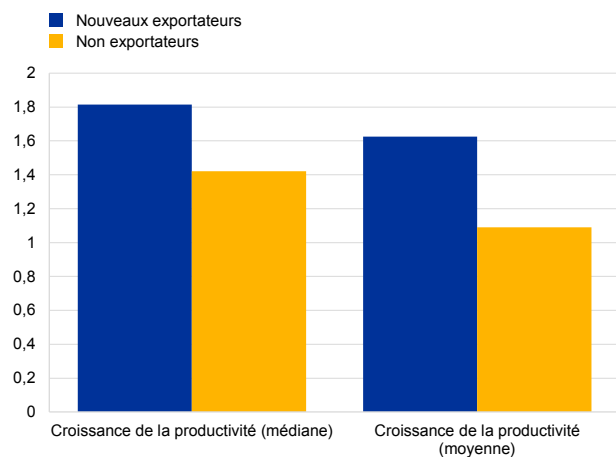
Le commerce international, quant à lui, peut améliorer la productivité agrégée via deux canaux : premièrement, celui de la croissance de la productivité propre aux entreprises et, deuxièmement, celui d'une meilleure répartition des capitaux et du travail entre les entreprises. L'exposition aux échanges internationaux peut en effet amener les entreprises exportatrices à accroître leur productivité (« croissance de la productivité intra-entreprise »). Elle peut aussi se traduire par une allocation différente des facteurs de production entre les entreprises exportatrices et non-exportatrices, que ce soit au sein d'un secteur donné ou entre les secteurs (« effet de réallocation »), qui est susceptible d'avoir un impact important sur la productivité agrégée.

¹¹⁸ Cf., par exemple, Giordano (C.) et Zollino (F.), « *Shedding light on price and non-price competitiveness determinants of foreign trade in the four largest euro-area countries* », *Review of International Economics*, vol. 24, n° 3, 2016, p. 604-634.

Graphique 10

Croissance de la productivité du travail des nouveaux exportateurs de produits manufacturés après leur entrée sur les marchés d'exportation et des non-exportateurs du même secteur dans 16 pays de l'UE

(taux de croissance annuels de la productivité du travail dans l'année suivant l'entrée des nouveaux exportateurs ; en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.
Note : Les pays couverts dans ce graphique sont les 16 pays de l'UE mentionnés dans la note de bas de page n° 3.

En ce qui concerne le premier canal, les échanges commerciaux internationaux peuvent modifier la productivité intra-entreprise pour les principales raisons suivantes : (a) les exportateurs « apprennent en exportant », et (b) les exportateurs bénéficient d'importations de biens intermédiaires meilleur marché et/ou de meilleure qualité.

S'agissant de la première raison, des données empiriques montrent que les exportateurs sont plus enclins à innover, à réaffecter des ressources aux produits les plus rentables et à élargir la gamme des produits de l'entreprise¹¹⁹. En conséquence, l'écart de productivité par rapport aux entreprises non-exportatrices a tendance à s'élargir après l'entrée sur les marchés d'exportation. En effet, pour l'échantillon des pays de l'UE observés ici, la croissance moyenne de la productivité des exportateurs un an après leur entrée sur les marchés d'exportation est supérieure à celle des entreprises non-exportatrices (cf. graphique 10)¹²⁰. Ainsi, non seulement ce sont les entreprises les plus productives qui font leur entrée sur les marchés d'exportation, comme expliqué dans la section 2.1, mais l'activité exportatrice renforce encore

leur productivité *après cette entrée*. S'agissant de la seconde raison, on constate empiriquement que l'importation de biens intermédiaires stimule la productivité intra-entreprise¹²¹. En effet, les exportateurs ont accès à un ensemble plus large de produits intermédiaires plus sophistiqués¹²². En particulier, la participation aux chaînes de valeur mondiales (CVM), agit comme un mécanisme de diffusion des technologies. Des éléments récents reposant sur les données de CompNet révèlent, par exemple, que la croissance de la productivité dans les entreprises les plus performantes (dites « entreprises nationales en pointe ») dans 11 pays d'Europe

¹¹⁹ Pour des éléments théoriques et empiriques, cf., par exemple, Mayer (T.), Melitz (M. J.) et Ottaviano (G.), « Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters », *The American Economic Review*, vol. 104, n° 2, 2014, p. 495-36.

¹²⁰ On peut aussi noter que les entreprises durablement exportatrices accroissent leur productivité dans une plus large mesure que les entreprises non-exportatrices du même secteur.

¹²¹ En se fondant sur un panel d'entreprises indonésiennes, Amity et Konings montrent qu'une diminution de 10 points de pourcentage des droits de douane sur les biens intermédiaires entraîne un gain de productivité de 12 % pour les entreprises qui importent leurs consommations intermédiaires (cf. Amity (M.) et Konings (J.), « Trade Liberalisation, Intermediate Inputs, and Productivity: Evidence from Indonesia », *The American Economic Review*, vol. 97, n° 5, 2007, p. 1611-1638). De même, en mettant l'accent sur la libéralisation des échanges commerciaux en Inde, Topolova et Khandelwal montrent que l'accès à des biens intermédiaires de meilleure qualité, grâce à une réduction des droits de douane, a contribué à accroître la productivité au niveau des entreprises (cf. Topolova (P.) et Khandelwal (A.), « Trade Liberalisation and Firm Productivity: The Case of India », *Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n° 3, 2011, p. 995-1009).

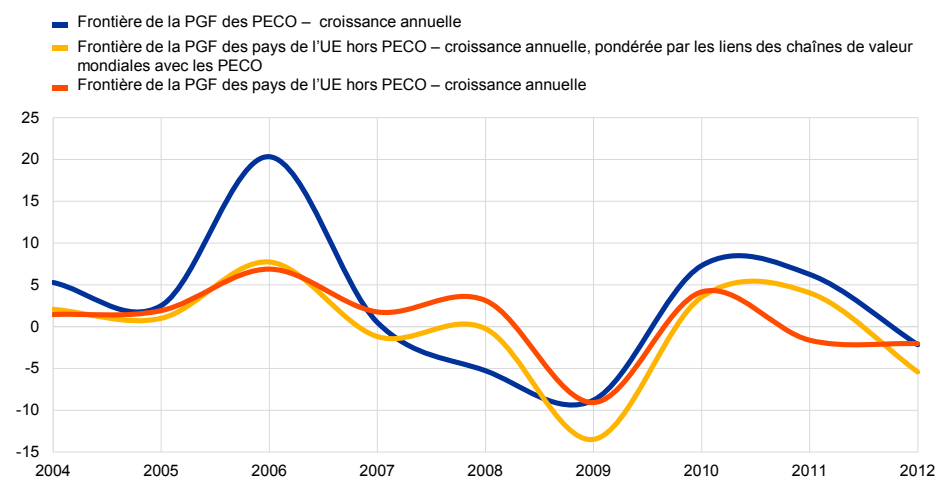
¹²² Par exemple, en s'appuyant sur un panel d'entreprises françaises, Bas et Strauss-Kahn concluent que l'entreprise moyenne ajoute quatre types de biens intermédiaires importés sur la période, entraînant une hausse de 2,5 % de la productivité globale des facteurs (PGF). De même, ils constatent qu'en prenant en compte la PGF, une hausse de 10 % du nombre de variétés de biens intermédiaires importés accroît de 10,5 % le nombre de produits exportés (cf. Bas (M.) et Strauss-Kahn (V.) « Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France », *Review of World Economics*, vol. 150, n° 2, 2014, p. 241-475).

centrale et orientale faisant partie de l'UE reproduit étroitement la croissance de la productivité des entreprises en pointe des pays de l'UE n'appartenant pas à l'Europe centrale et orientale qui fournissent des biens intermédiaires aux premières (à la « frontière des CVM »). Il est intéressant de noter que la corrélation entre ces deux séries est plus élevée qu'entre les évolutions de la productivité des entreprises nationales en pointe des pays d'Europe centrale et orientale faisant partie de l'UE et celles des autres pays de l'UE n'ayant pas de lien de CVM particulier avec elles (cf. graphique 11) ¹²³.

Graphique 11

Croissance de la productivité des entreprises les plus productives (« en pointe ») et de leurs partenaires dans les chaînes de valeur mondiales de 11 pays d'Europe centrale et orientale faisant partie de l'UE et de 9 autres pays de l'UE

(taux de croissance annuels de la productivité globale des facteurs ; en pourcentage)



Sources : Chiacchio *et al.*, 2016, à partir de données de CompNet et de l'OCDE.

Notes : La frontière de la productivité globale des facteurs se rapporte à la moyenne non pondérée de la croissance de la productivité globale des facteurs des entreprises appartenant aux 20 % les plus productives dans chaque secteur correspondant à un code à deux chiffres de la classification des activités économiques. La frontière des chaînes de valeur mondiales est la moyenne pondérée de la croissance de la productivité globale des facteurs des entreprises les plus productives de pays de l'UE hors PECO, les pondérations reposant sur la part des consommations intermédiaires importées de chaque paire pays-secteur des PECO en provenance des pays de l'UE hors PECO. Les PECO faisant partie de l'UE sont la Bulgarie, la République tchèque, l'Estonie, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovaquie ; les pays de l'UE hors PECO sont la Belgique, le Danemark, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

S'agissant du deuxième canal permettant au commerce international

d'améliorer la croissance de la productivité agrégée, les exportations peuvent également favoriser une meilleure répartition des ressources. Lorsque les coûts

des échanges commerciaux baissent, les entreprises exportatrices les plus productives sont susceptibles de se développer au détriment des entreprises les moins productives, améliorant de ce fait l'allocation des ressources entre les entreprises (cf. l'encadré 1 pour le cadre théorique). Des résultats empiriques robustes montrent qu'une réaffectation des ressources au profit des producteurs exposés aux échanges commerciaux internationaux peut doper la productivité agrégée. Par exemple, d'après des données du Bureau du recensement aux États-Unis pour la période 1983-1992, la croissance de la productivité agrégée

¹²³ Chiacchio (F.), Gamberoni (E.), Gradeva (K.) et Lopez-Garcia (P.), « *The post-crisis total factor productivity growth slowdown in central and eastern European countries: exploring the role of global value chains* », à paraître.

résulte à hauteur de quelque 40 % des parts accrues dans la production des entreprises exportatrices les plus productives¹²⁴. De même, selon des données de CompNet relatives à 14 pays de l'UE, sur la période 1998–2011, une augmentation de la demande d'exportations était associée à une hausse de la productivité globale du secteur manufacturier, dont un tiers environ résultait de la réallocation intra-sectorielle du travail¹²⁵.

3 L'allocation efficiente des ressources et la croissance de la productivité agrégée

La section précédente a montré comment la participation au commerce international améliore la productivité via deux canaux : mais l'hétérogénéité des entreprises exerce également d'autres effets, plus directs, sur la compétitivité, entendue comme la croissance de la productivité agrégée. En présence d'une hétérogénéité des entreprises, la croissance de la productivité agrégée dépendra fortement du degré d'efficience dans l'allocation des ressources¹²⁶.

Toutes choses égales par ailleurs, les gains de productivité agrégés tirés de la réallocation des ressources seront d'autant plus importants que la dispersion de la distribution de la productivité entre les entreprises sera forte. Le graphique 12 montre que la dispersion intra-sectorielle entre les entreprises les plus productives et les moins productives, mesurée par le ratio de productivité des 10 % d'entreprises les plus productives par rapport aux 10 % d'entreprises les moins productives, est nettement supérieure aux écarts de la productivité moyenne entre les entreprises des secteurs exportateur et non exportateur. Ce constat se vérifie pour tous les pays et toutes les périodes considérées.

L'allocation des ressources entre les entreprises d'un même secteur est souvent non efficiente ; la mesure la plus largement utilisée, quoique imparfaite, pour rendre compte de la mauvaise allocation des ressources est la dispersion de la productivité marginale du capital et du travail (*marginal*

¹²⁴ Bernard (A. B.) et Jensen (J. B.), « *Exporting and Productivity in the USA* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n° 3, 2004, p. 343–357.

¹²⁵ Berthou (A.), Hyun Chung (J.) Manova (K.) et Sandoz (C.), « *Productivity, Misallocation and Trade* », étude présentée lors de la réunion annuelle de l'American Economic Association, janvier 2017. L'importance de l'effet de réallocation sur la hausse de la productivité agrégée via les échanges commerciaux internationaux n'est pas limitée aux seules économies avancées. Par exemple, à la suite de la libéralisation des échanges commerciaux au Chili, deux tiers environ de la hausse observée de la productivité agrégée résultaient de la réallocation des producteurs les moins efficaces aux plus efficaces (cf. Pavcnik (N.), « *Trade liberalisation, exit and productivity improvement: Evidence from Chilean plants* », *Review of Economic Studies*, vol. 69, n° 1, 2002, p. 245–276).

¹²⁶ Cf., par exemple, Bartelsman (E.), Haltiwanger (J.) et Scarpetta (S.), « *Measuring and analyzing cross-country differences in firm dynamics* », dans Dunne (T.), Bradford (J.B.) et Roberts (M.J.) (eds.), « *Producer dynamics: New evidence from micro data* », University of Chicago Press, 2009, et Bartelsman (E.), Haltiwanger (J.) et Scarpetta (S.), « *Cross-country differences in productivity: the role of allocation and selection* », *The American Economic Review*, vol. 103, n° 1, 2013, p. 305–334.

revenue productivity of capital and labour – MRPK(L) entre les entreprises ¹²⁷

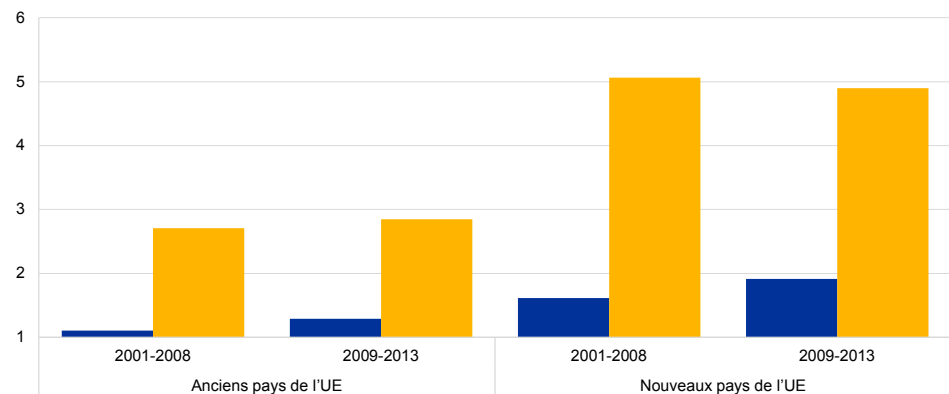
Cet indicateur repose sur l'idée que dans un secteur donné, si les entreprises supportent les mêmes coûts marginaux, le travail et le capital devraient circuler d'une entreprise à l'autre jusqu'à ce que le rendement marginal obtenu par l'utilisation d'une unité supplémentaire de facteur de production s'égalise pour toutes les entreprises. Toutefois, l'existence de contraintes différentes ayant une incidence sur l'allocation des facteurs (par exemple un accès différent aux ressources financières, des niveaux d'exposition différents à la réglementation, etc.) pourrait empêcher cette réallocation des ressources et, donc, amener les entreprises à utiliser des quantités sous-optimales de facteurs de production par rapport à leur niveau de productivité. Il en résulte qu'on n'observe pas d'égalisation de la productivité marginale des facteurs entre les entreprises d'un même secteur, ce qui se traduit par une dispersion de la productivité marginale du capital et du travail. Plus la dispersion est forte, plus l'allocation des facteurs est mauvaise.

Graphique 12

Écarts de productivité entre les secteurs exportateurs et non exportateurs vs écarts de productivité intra-sectoriels dans 15 pays de l'UE

(ratios de productivité)

- Ratio de la productivité moyenne des services marchands rapportée aux services non marchands
- Ratio du 90^e percentile rapporté au 10^e percentile dans chaque rubrique à deux chiffres



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.

Notes : D'après la classification AMECO, les secteurs exportateurs recouvrent : l'industrie manufacturière, le commerce de gros et de détail, les transports et l'entreposage, et les technologies de l'information et des communications. Les secteurs non exportateurs recouvrent : la construction, l'hôtellerie et la restauration, et les services professionnels et administratifs. Le ratio de productivité intrasectorielle 90e percentile/10e percentile est agrégé au niveau du pays en utilisant les parts des secteurs dans la valeur ajoutée totale. Les « anciens » pays de l'UE sont la Belgique, le Danemark, la France, l'Italie, le Portugal et la Finlande. Les « nouveaux » pays de l'UE sont la République tchèque, l'Estonie, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovaquie.

¹²⁷ En présence de distorsions de production, Hsieh et Klenow montrent que : $MRPL_{si} = w_s \frac{1}{1-\tau_{Y_{si}}}$, c'est-à-dire que la productivité marginale du travail de l'entreprise i n'est pas égale au salaire moyen du secteur s dans lequel elle exerce son activité (et elle n'est donc pas égale à celui de l'ensemble des autres entreprises du secteur) ; mais elle est plutôt supérieure au salaire moyen. En particulier, elle est d'autant plus élevée que la distorsion de production de l'entreprise est importante. De façon analogue, $MRPK_{si} = r_s \frac{1+\tau_{K_{si}}}{1-\tau_{Y_{si}}}$, c'est-à-dire que la productivité marginale du capital est égale au taux d'intérêt moyen du secteur, corrigé des distorsions de capital et de production de l'entreprise. Cela implique que la productivité marginale du capital ne s'égalise pas non plus sur l'ensemble des entreprises du secteur. Une mesure standard de la dispersion intra-sectorielle de la productivité marginale du capital (du travail) entre les entreprises est l'écart-type de la productivité marginale du capital (du travail), qui est en fait la mesure de la mauvaise allocation du capital (du travail) proposée par Hsieh et Klenow (cf. Hsieh (C.-T.) et Klenow (P.), « *Misallocation and manufacturing TFP in China and India* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n° 4, 2009, p. 1403-1448).

Différentes études empiriques utilisant cet indicateur ont mis en évidence que la mauvaise allocation du capital a suivi une tendance haussière au moins depuis le début des années deux mille, tandis que la mauvaise allocation du travail s'est inscrite sur une tendance plus plate. Les récentes recherches par pays menées par les services de la BCE à partir des données de CompNet ont mis en évidence que la mauvaise allocation du capital, mesurée par l'indicateur mentionné précédemment, a suivi une tendance à la hausse sur la période allant de 2002 à 2013 en Belgique, en Espagne, en France et en Italie (cf. graphique 13)¹²⁸. Des études par pays en Espagne, en Italie et au Portugal qui s'appuient sur des sources de données différentes font également état de résultats analogues¹²⁹. L'accentuation de la mauvaise allocation du capital a été particulièrement manifeste dans les services. Cette évolution pourrait tenir au fait que le secteur tertiaire est plus réglementé et moins exposé à la concurrence internationale que, par exemple, l'industrie manufacturière, ainsi qu'au fait qu'il est plus dépendant du financement externe, ce qui accroît son exposition aux contraintes de crédit. La mauvaise allocation du travail a en revanche augmenté moins fortement sur la période 2002-2013 ou, dans le cas de l'Espagne, a même diminué après la crise (cf. graphique 14). Des tendances similaires de la mauvaise allocation du capital et du travail existent également dans d'autres pays de l'UE hors zone euro, comme les pays d'Europe centrale et orientale¹³⁰, ainsi que dans d'autres économies matures comme les États-Unis¹³¹.

¹²⁸ Gamberoni (E.), Giordano (C.) et Lopez-Garcia (P.), « *Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants* », *Working Paper Series*, n° 1981, BCE, 2016. Cette étude intègre également l'Allemagne et montre que la mauvaise allocation du capital en Allemagne s'est accentuée jusqu'en 2006, mais s'est ensuite atténuée jusqu'en 2012 (dernière année pour laquelle les données allemandes sont disponibles, raison pour laquelle ce pays ne figure pas dans les graphiques 13 et 14). Cette dernière évolution s'explique par une diminution de l'inefficacité dans l'allocation des ressources observée dans le secteur manufacturier qui occupe une place importante en Allemagne, tandis que la mauvaise allocation du capital a continué de s'accroître dans les secteurs des services.

¹²⁹ Cf. Calligaris (S.), « *Misallocation and Total Factor Productivity in Italy: Evidence from Firm-Level Data* », *Labour*, vol. 29, n° 4, 2015, p. 367-393 ; Dias (D.), Robalo Marques (C.) et Richmond (C.), « *Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 49, 2016, p. 46-70 ; Garcia-Santana (M.), Moral-Benito (E.), Pijoan-Mas (J.) et Ramos (R.), « *Growing like Spain: 1995-2007* », *CEPR Discussion Papers*, n° 11144, Centre for Economic Policy Research, 2016.

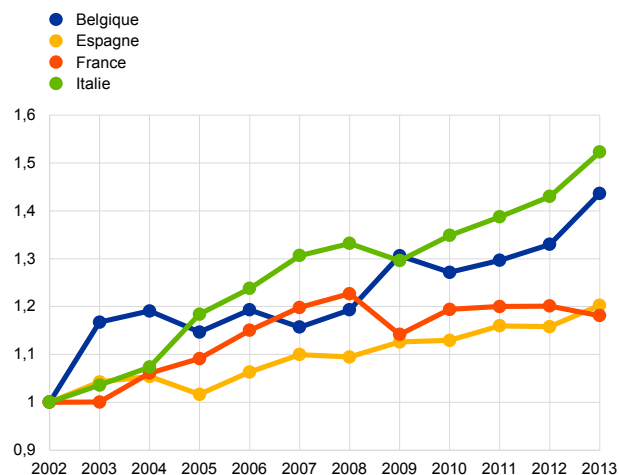
¹³⁰ La seule exception est la Slovaquie, où la mauvaise allocation du capital a légèrement diminué sur la période allant de 2002 à 2013.

¹³¹ Pour des données relatives aux pays de l'UE hors zone euro, cf. Gamberoni (E.), Gartner (C.), Giordano (C.) et Lopez-Garcia (P.), « *Is corruption efficiency-enhancing? A case study of nine Central and Eastern European countries* », *Working Paper Series*, n° 1590, BCE, 2016. Pour des données relatives aux États-Unis, cf. Hsieh et Klenow, *op. cit.* Cette dernière étude montre également que dans les économies émergentes comme la Chine et l'Inde, la mauvaise allocation des ressources est très importante, mais s'inscrit sur une tendance baissière.

Graphique 13

Évolution de la mauvaise allocation du *capital* en Belgique, en Espagne, en France et en Italie sur la période 2002-2013.

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale du capital entre les entreprises d'un secteur donné ; 2002=1)

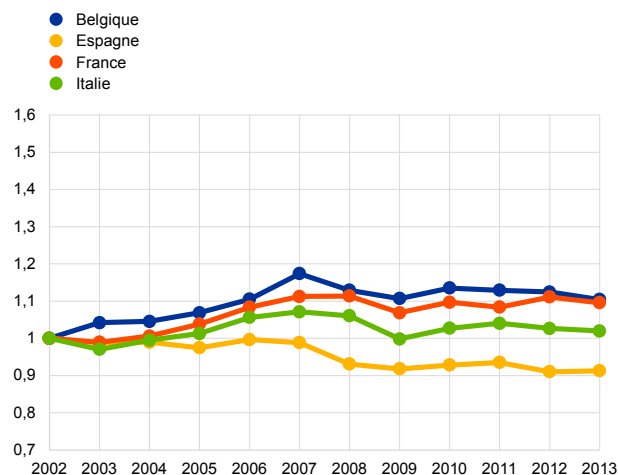


Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.

Graphique 14

Évolution de la mauvaise allocation du *travail* en Belgique, en Espagne, en France et en Italie sur la période 2002-2013.

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale du travail entre les entreprises d'un secteur donné ; 2002=1)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de CompNet.

Même si les facteurs à l'origine de ces tendances ne sont pas clairement définis, plusieurs études ont montré que les différences entre pays et entre secteurs dans la mauvaise allocation du capital et du travail sont associées à la réglementation des marchés des biens et services et du travail.

En présence de *fortes barrières à l'entrée*, les entreprises peu productives peuvent survivre plus facilement, et ainsi conserver des ressources productives qui sinon seraient réorientées vers les entreprises les plus efficaces d'un secteur donné¹³². En outre, une *réglementation de l'emploi* trop stricte peut empêcher les entreprises d'ajuster leurs effectifs aux niveaux optimaux, notamment dans les secteurs présentant un taux naturel élevé de rotation du personnel, ou « *job churning* » (processus continu de remplacement des personnes quittant leur emploi par de nouvelles embauches) en raison de leurs caractéristiques technologiques¹³³. C'est ce qu'illustre le graphique 15 pour la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie. Dans ce graphique, les pays/secteurs sont scindés en deux groupes chaque année, selon que leur exposition à la réglementation se situe au-dessus ou au-dessous de l'indicateur de réglementation médian pour l'ensemble des pays et des secteurs considérés, les groupes présentant « la réglementation la plus stricte » et « la réglementation la plus souple », respectivement. L'indicateur de mauvaise allocation des facteurs est ensuite calculé pour les deux sous-groupes de pays/secteurs. Le graphique montre

¹³² Cf., par exemple, Andrews (D.) et Cingano (F.), « *Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries* », *Economic Policy*, vol. 29, n° 78, 2014, p. 253-296, et Restuccia (D.) et Rogerson (R.), « *Misallocation and productivity* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, n° 1, 2013, p. 1-10.

¹³³ Cf. Haltiwanger (J.), Scarpetta (S.) et Schweiger (H.), « *Cross country differences in job reallocation: the role of industry, firm size and regulations* », *Labour Economics*, vol. 26, 2014, p. 11-25, et Bartelsman (E.J.), Gautier (P.A.) et de Wind (J.), « *Employment protection, technology choice, and worker allocation* », *DNB Working Papers*, n° 295, De Nederlandsche Bank, 2011.

que la mauvaise allocation du capital sur la période postérieure à la crise a diminué dans les pays/secteurs présentant une réglementation du marché des biens et services plus flexible (comme l'industrie manufacturière, la construction et la distribution), sous l'effet de la disparition des entreprises moins productives et du développement des entreprises plus productives. Dans les pays/secteurs présentant une réglementation plus stricte, en revanche, la crise n'a pas eu cet effet « purificateur ».

Il a également été établi que les évolutions de la mauvaise allocation du capital sont corrélées à l'incertitude sur la demande et aux frictions sur le marché du crédit. Outre la réglementation du marché des biens et services, l'*incertitude sur la demande*¹³⁴ apparaît fortement corrélée avec les évolutions observées sur la mauvaise allocation du capital, comme l'illustre le graphique 16, en utilisant la même méthodologie et en prenant en compte les mêmes pays de la zone euro que dans le graphique précédent. S'il est bien connu que l'incertitude sur la demande réduit l'investissement, des données empiriques récentes montrent qu'elle peut également affecter l'allocation du capital entre les entreprises, et donc la dynamique de la productivité agrégée. Un renforcement de l'incertitude favorise en effet l'adoption par toutes les entreprises d'une stratégie attentiste, ce qui signifie que les entreprises ayant une forte productivité ne se développent pas et que les entreprises à faible productivité ne réduisent pas leur activité, freinant ainsi la réallocation qui permettrait d'améliorer l'efficacité et entraînant une plus mauvaise allocation des ressources¹³⁵. De plus, une incertitude accrue tend à ralentir la croissance de la productivité des entreprises qui sont relativement plus dépendantes du financement externe, généralement de petites entreprises, quel que soit leur niveau de productivité, ce qui peut rendre l'allocation des facteurs plus inefficace¹³⁶. Les *frictions sur le marché du crédit* sont également associées à une aggravation de la mauvaise allocation du capital. En effet, dans les pays/secteurs affichant un coût du crédit supérieur à la médiane (cf. graphique 17) et des critères d'octroi de crédit plus restrictifs (cf. graphique 18), la mauvaise allocation du capital s'est nettement plus aggravée sur l'ensemble de la période considérée que dans les pays/secteurs affichant un coût du crédit plus faible et des critères d'octroi plus souples. Cela corrobore l'idée que l'existence de frictions sur les marchés financiers pourrait empêcher les entreprises productives d'obtenir les ressources nécessaires à leur

¹³⁴ L'incertitude sur la demande est mesurée ici comme la dispersion des anticipations des entreprises interrogées dans le cadre des enquêtes mensuelles menées par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, lorsqu'elles répondent à des questions (en fonction de leur secteur) comme « les anticipations relatives à la demande au cours des trois prochains mois », « les anticipations relatives aux commandes au cours des trois prochains mois » et « les anticipations relatives à la production au cours des prochains mois ».

¹³⁵ Bloom (N.) « *The impact of uncertainty shocks* », *NBER Working Papers*, n° 13385, National Bureau of Economic Research, 2007.

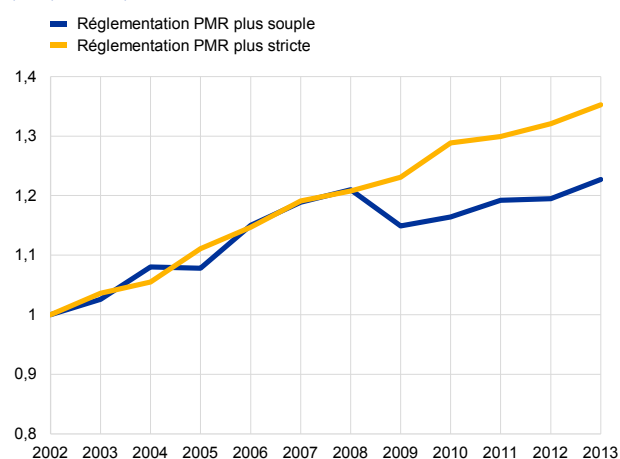
¹³⁶ Choi (S.), Furceri (D.), Huang (Y.) et Loungani (P.), « *Aggregate uncertainty and sectoral productivity growth: The role of credit constraints* », *IMF Working Papers*, n° 174, Fonds monétaire international, 2016, et Ghosal (V.) et Loungani (P.), « *The differential impact of uncertainty on investment in small and large businesses* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 82, n° 2, 2000, p. 338-343. L'incidence négative de l'incertitude sur l'allocation du capital est également mise en évidence dans Gamberoni *et al.*, *op. cit.*

développement, de sorte que les choix des facteurs diffèrent systématiquement d'une entreprise à l'autre de manière indépendante de leur productivité ¹³⁷.

Graphique 15

Évolution de la mauvaise allocation du capital dans quatre économies de la zone euro en fonction de la rigidité de la réglementation du marché des biens et services, 2002-2013

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale du capital entre les entreprises d'un secteur donné pour les pays/secteurs au-dessous et au-dessus de la médiane variable dans le temps de la réglementation du marché des biens et services (PMR) ; 2002=1)



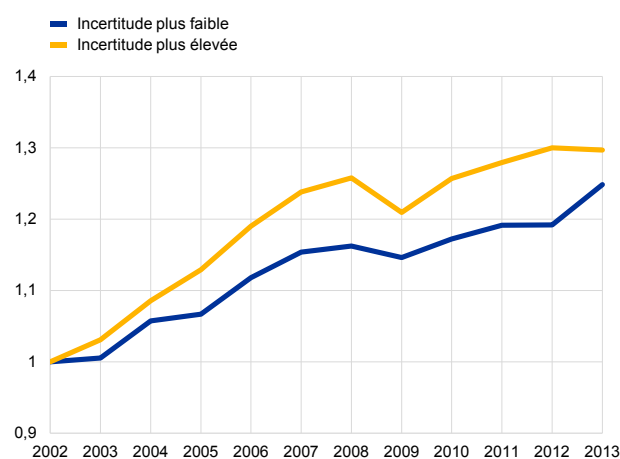
Sources : Calculs des services de la BCE à partir de données de CompNet et de l'OCDE.

Note : Les pays de la zone euro pris en compte sont la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie.

Graphique 16

Évolution de la mauvaise allocation du capital dans quatre économies de la zone euro en fonction de l'incertitude sur la demande à laquelle les entreprises font face, 2002-2013

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale du capital entre les entreprises d'un secteur donné pour les pays/secteurs au-dessous et au-dessus de la médiane variable dans le temps de l'incertitude sur la demande ; 2002=1)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir de données de CompNet et de la Commission européenne.

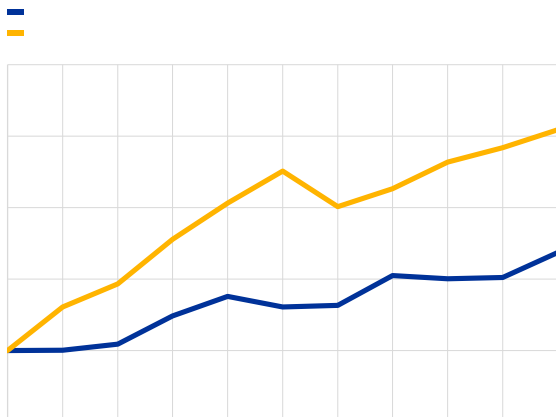
Notes : Les pays de la zone euro pris en compte sont la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie. L'incertitude sur la demande est calculée comme la dispersion des réponses portant sur les anticipations relatives à la demande des entreprises interrogées dans le cadre des enquêtes menées par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, telle qu'elle ressort de Gamberoni *et al.*, 2016.

¹³⁷ Cf. *Investment and investment finance in Europe. Financing productivity growth*, Banque européenne d'investissement, 2016, p. 232-233. La Banque européenne d'investissement observe qu'une contraction du crédit a tendance à avoir une incidence négative plus forte sur les entreprises relativement plus petites et plus jeunes dans un secteur donné, qui présentent une valeur nette faible, mais pourraient potentiellement être plus productives. Cf. également Buera (F.), Fattal-Jaef (R.) et Shin (Y.), « *Anatomy of a credit crunch: from capital to labour markets* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, 2016, p. 101-117.

Graphique 18

Évolution de la mauvaise allocation du capital dans quatre économies de la zone euro en fonction du durcissement du crédit, 2003-2013

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale du capital entre les entreprises d'un secteur donné pour les pays/secteurs au-dessous et au-dessus de la médiane variable dans le temps du durcissement des critères d'octroi ; 2003=1)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir de données CompNet et issues de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire.

Notes : Les pays de la zone euro pris en compte sont la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie. L'indicateur des critères d'octroi est la première composante d'une analyse en composantes principales s'appuyant sur les indices de diffusion des cinq questions de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire portant sur les critères d'octroi, telle qu'elle ressort de Gamberoni *et al.*, 2016.

4 Les implications en termes de politique économique

Une conséquence fondamentale de l'hétérogénéité des entreprises traitée dans le présent article est que la compétitivité agrégée varie en fonction de la distribution de la productivité entre les entreprises dans chaque économie.

Comme, généralement, seules les entreprises relativement plus productives sont capables d'exporter, la densité en entreprises à forte productivité d'un secteur dans un pays donné affecte ses performances à l'international. Le commerce international, à son tour, influence positivement la croissance de la productivité agrégée par un cercle vertueux ; à l'inverse, les restrictions aux échanges commerciaux internationaux ralentiraient la croissance de la productivité en raison d'une croissance plus faible de la productivité des différentes entreprises, et d'une allocation moins efficiente des facteurs de production entre les entreprises. La dispersion de la distribution de la productivité entre les entreprises détermine également les gains de productivité agrégés d'une réallocation du capital et du travail. À la lumière de ce constat, il est possible d'identifier un ensemble de recommandations générales qui aideraient les pays à améliorer leur compétitivité ¹³⁸.

¹³⁸ La spécification des mesures qui en découlent reposerait, quant à elle, sur une analyse détaillée des institutions, de la gouvernance et des conditions-cadres, pays par pays, qui n'entre pas dans le champ du présent article.

Premièrement, les mesures visant à diminuer les coûts du commerce international élargissent le champ des activités liées à l'export et la capacité des entreprises à faire des allers-retours entre marchés domestique et étranger. Cela veut dire, notamment, réduire les barrières tarifaires et non tarifaires, le cas échéant. Dans certains pays, il peut également être utile de renforcer les activités des agences chargées de promouvoir les exportations, qui apportent des réseaux et des informations aux exportateurs potentiels et de réduire les coûts de logistique et des infrastructures de transport liées aux échanges.

Deuxièmement, les mesures destinées à renforcer la productivité des entreprises facilitent l'accès d'un plus grand nombre d'entreprises aux marchés internationaux. Au nombre des réformes possibles figurent les incitations à la recherche et au développement, le renforcement des liens entre la recherche (à l'université) et l'innovation (en entreprise), ainsi que la libéralisation des professions protégées et de certains secteurs fermés, ce qui peut avoir des effets positifs en aval sur les entreprises industrielles.

Troisièmement, des politiques visant à remédier aux distorsions qui empêchent de renforcer la productivité par une réallocation du capital et du travail entre les entreprises, peuvent améliorer nettement la productivité agrégée, et ainsi la compétitivité. Afin de doper la croissance de la productivité agrégée et de profiter pleinement des avantages du commerce international, les réformes structurelles visant à supprimer les obstacles à la circulation des facteurs de production des entreprises les moins productives vers les entreprises les plus productives sont nécessaires. Les mesures favorisant une allocation efficiente consistent par exemple :

(a) sur *les marchés des biens et services*, à réduire les barrières à l'entrée pour les entreprises et à promouvoir la création de start-ups innovantes, à améliorer les réglementations relatives à la faillite qui facilitent la sortie des entreprises peu productives, à supprimer les obstacles qui empêchent les entreprises d'atteindre leur taille optimale (par exemple en repensant des réglementations contraignantes en termes de taille qui déclenchent des effets dissuasifs au-delà d'un certain seuil de salariés) et à réaliser de nouvelles avancées dans la création d'un marché interne des services à part entière dans l'UE ;

(b) sur *les marchés du travail*, à éviter une rigidité excessive des législations de protection de l'emploi qui empêche les entreprises d'ajuster leurs effectifs pour atteindre des niveaux optimaux, à créer des incitations à la mobilité professionnelle (à l'intérieur des pays et au sein de l'UE) et à favoriser la formation continue pour réduire l'inadéquation des compétences ;

(c) sur *les marchés financiers*, à accroître les opportunités, pour les petites et moyennes entreprises, de se tourner vers les marchés de capitaux (par exemple en faisant la promotion du financement par émission d'actions et des marchés du capital-risque) et à améliorer la sélection des banques et les procédures de suivi afin de limiter les moratoires et d'arrêter de financer les entreprises « zombies ».

Statistiques

Table des matières

1 Environnement extérieur	S 2
2 Évolutions financières	S 3
3 Activité économique	S 8
4 Prix et coûts	S 14
5 Monnaie et crédit	S 18
6 Évolutions budgétaires	S 23

Informations complémentaires

Les statistiques de la BCE peuvent être consultées et téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) :

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Les données de la section Statistiques du *Bulletin économique* sont accessibles à partir du SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

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>

Conventions utilisées dans les tableaux

- données inexistantes/non pertinentes
- . données non encore disponibles
- ... néant ou négligeable
- (p) provisoire
- cvs corrigé des variations saisonnières
- ncvs non corrigé des variations saisonnières

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20 ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ³⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 T1	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
T2	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
T3	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
T4	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 Septembre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Octobre	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Novembre	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Décembre	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Janvier	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Février ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

Sources : Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (col. 1, 5, 7, 8).

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

2) Les données relatives à l'Argentine ne sont pas disponibles actuellement en raison de l'état d'urgence dans le système statistique national déclaré par le gouvernement argentin le 7 janvier 2016. Par conséquent, l'Argentine est exclue du calcul de l'agrégat pour le G20. La politique relative à l'intégration de l'Argentine sera réexaminée ultérieurement en fonction des nouvelles évolutions.

3) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

4) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

1.2 Principaux partenaires commerciaux, indice des directeurs d'achat et échanges internationaux

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 T1	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
T2	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
T3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
T4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 Septembre	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
Octobre	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
Novembre	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
Décembre	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 Janvier	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
Février	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

Sources : Markit (col. 1-9); Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (col. 10-12).

1) « Mondiales » et « Économies avancées » s'entendent hors zone euro. Les données annuelles et trimestrielles sont des pourcentages d'une période sur l'autre; les données mensuelles sont des pourcentages en glissement sur trois mois. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Août	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Septembre	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Octobre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Novembre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Décembre	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Janvier	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Février	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2.2 Courbes des rendements

(fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écart de taux en points de pourcentage)

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Août	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Septembre	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Octobre	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Novembre	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Décembre	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Janvier	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Février	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2) Calculs de la BCE établis sur la base des données sous-jacentes fournies par EuroMTS et des notations fournies par Fitch Ratings.

2.3 Indices boursiers

(niveaux des indices en points ; valeurs moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Août	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Septembre	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Octobre	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Novembre	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Décembre	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Janvier	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Février	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt		
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an		TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans								Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans			> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2016	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19	
	Mars	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11	
	Avril	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09	
	Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02	
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97	
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92	
	Août	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90	
	Septembre	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86	
	Octobre	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81	
	Novembre	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79	
	Décembre	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78	
2017	Janvier ^(p)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81	

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2016	Février	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
	Mars	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
	Avril	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
	Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
	Juillet	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
	Août	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
	Septembre	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
	Octobre	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
	Novembre	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
	Décembre	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017	Janvier ^(p)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014, les compagnies *holding* des groupes non financiers ont été reclassées du secteur des sociétés non financières vers le secteur des sociétés financières.

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale

(montants en milliards d'euros ; transactions durant le mois et encours de fin de période ; valeurs nominales)

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34	
2016	1 241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33	
2016	Août	1 301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
	Septembre	1 315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
	Octobre	1 291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
	Novembre	1 304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
	Décembre	1 241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017	Janvier	1 273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
Long terme															
2014		15 135	4 050	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015		15 242	3 783	3 285	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016		15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016	Août	15 167	3 696	3 125	.	1 078	6 629	640	99	32	17	.	3	42	5
	Septembre	15 184	3 677	3 141	.	1 097	6 630	638	217	52	46	.	29	84	7
	Octobre	15 214	3 673	3 169	.	1 103	6 618	651	239	56	61	.	22	82	18
	Novembre	15 276	3 666	3 177	.	1 129	6 653	652	216	43	64	.	26	76	7
	Décembre	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017	Janvier	15 311	3 647	3 203	.	1 135	6 679	648	287	94	62	.	15	107	9

Source : BCE.

1) À des fins de comparaison, les données annuelles se rapportent au chiffre mensuel moyen sur l'année.

2.7 Taux de croissance et encours de titres de créance et d'actions cotées

(montants en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

	Titres de créance							Actions cotées				
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2014	16 455,1	4 593,1	3 297,3	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3	
2015	16 520,7	4 300,6	3 441,5	.	1 116,6	6 960,0	702,1	6 744,7	586,1	910,5	5 248,1	
2016	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6	
2016	Août	16 468,4	4 221,7	3 276,1	.	1 148,3	7 112,6	709,7	6 535,7	444,7	880,6	5 210,3
	Septembre	16 498,3	4 216,3	3 289,9	.	1 165,9	7 122,3	703,9	6 593,0	427,5	877,3	5 288,2
	Octobre	16 504,4	4 203,1	3 307,7	.	1 174,4	7 101,5	717,6	6 665,7	479,2	912,2	5 274,4
	Novembre	16 579,9	4 203,0	3 321,6	.	1 198,8	7 140,0	716,4	6 651,0	482,3	957,1	5 211,6
	Décembre	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2017	Janvier	16 583,7	4 183,7	3 336,8	.	1 205,8	7 147,5	709,9	7 015,2	542,3	1 020,9	5 452,0
Taux de croissance												
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7	
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4	
2016	Août	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
	Septembre	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
	Octobre	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
	Novembre	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
	Décembre	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017	Janvier	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,4	90,0
2016 T1	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
T2	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
T3	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
T4	94,9	90,2	91,1	.	.	.	110,0	89,6
2016 Septembre	95,4	90,6	91,8	–	–	–	110,9	90,3
Octobre	95,5	90,8	91,8	–	–	–	110,6	90,1
Novembre	95,0	90,2	91,1	–	–	–	110,3	89,7
Décembre	94,2	89,6	90,4	–	–	–	109,2	88,9
2017 Janvier	94,4	89,7	90,4	–	–	–	109,7	89,1
Février	93,9	89,2	89,8	–	–	–	108,8	88,3
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>					
2017 Février	-0,5	-0,5	-0,6	–	–	–	-0,8	-0,9
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>					
2017 Février	-0,9	-0,8	-2,0	–	–	–	-2,2	-2,8

Source : BCE.

1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales annexées au *Bulletin statistique*.

2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-18 de partenaires commerciaux.

2.9 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 T1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
T2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
T4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Septembre	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Octobre	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Novembre	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Décembre	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Janvier	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Février	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2017 Février	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2017 Février	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours de fin de période ; flux au cours de la période)

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2015	T4	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016	T1	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
	T2	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
	T3	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2016	T3	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Flux													
2016	T1	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
	T2	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
	T3	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
	T4	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016	Juillet	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
	Août	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
	Septembre	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
	Octobre	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
	Novembre	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
	Décembre	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2016	Décembre	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2016	Décembre	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-

Source : BCE.

1) Les dérivés financiers nets sont inclus dans le total des avoirs.

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2014	10 135,2	9 776,8	5 632,5	2 125,5	1 988,6	1 000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4 532,5	4 174,2
2015	10 459,6	9 986,9	5 743,3	2 164,6	2 066,3	1 018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4 833,4	4 360,7
2016	10 733,2	10 233,2	5 875,7	2 221,5	2 138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4 902,6	4 402,6
2016 T1	2 660,3	2 534,3	1 455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1 200,3	1 074,3
T2	2 671,4	2 547,7	1 462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1 215,5	1 091,8
T3	2 686,7	2 560,7	1 469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1 223,8	1 097,7
T4	2 707,8	2 586,1	1 483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1 253,4	1 131,7
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2016 T1	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
T2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
T3	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
T4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 T1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
T2	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
T3	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
T4	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2016 T1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
T2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
T3	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
T4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 T1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
T2	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
T3	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
T4	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	0,2	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et incluent les échanges commerciaux transfrontières intra-zone euro.

2) Y compris les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2014	9 100,9	150,0	1 777,2	461,1	1 711,3	415,4	461,5	1 044,9	979,2	1 778,7	321,5	1 034,3
2015	9 387,7	150,6	1 886,6	466,7	1 766,6	428,2	459,9	1 062,9	1 021,8	1 817,6	326,9	1 071,9
2016	9 626,0	145,8	1 923,6	486,1	1 819,8	443,0	451,6	1 090,2	1 063,8	1 865,8	336,4	1 107,1
2016 T1	2 387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
T2	2 396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
T3	2 409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
T4	2 426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2016 T1	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
T2	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
T3	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
T4	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 T1	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
T2	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
T3	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
T4	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016 T1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
T4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	–
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016 T1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T2	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
T3	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T4	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra-vailleurs indépendants	Agricul-ture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-facturière, énergie et services publics	Cons-truction	Commer-ce, trans-port, héberge-ment et restaura-tion	Informa-tion et commu-nication	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spéciali-sées de ser-vices aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, ensei-gnement, santé et action sociale	Arts, spec-tacles et autres activités de ser-vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 T4	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 T1	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
T2	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
T3	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 T4	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 T1	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
T2	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
T3	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 T4	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 T1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
T2	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
T3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0		81,8		18,2		52,2		47,8			
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2016 T1	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
T2	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
T3	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
T4	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 Août	–	–	16,153	9,9	–	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	–
Septembre	–	–	16,042	9,9	–	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	–
Octobre	–	–	15,860	9,8	–	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	–
Novembre	–	–	15,802	9,7	–	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	–
Décembre	–	–	15,676	9,6	–	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	–
2017 Janvier	–	–	15,620	9,6	–	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

2) Le taux de vacance d'emploi est égal au nombre d'emplois vacants divisé par la somme du nombre d'emplois occupés et du nombre d'emplois vacants, exprimé en pourcentage.

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels				Énergie			Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100
variations annuelles en pourcentage													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 T1	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
T2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
T3	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
T4	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 Août	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
Septembre	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
Octobre	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
Novembre	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
Décembre	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Août	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
Septembre	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
Octobre	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
Novembre	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
Décembre	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE, données expérimentales de la BCE (col. 8) et Association des constructeurs européens d'automobiles (col. 13).

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	–	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 T1	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
T2	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
T3	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
T4	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Septembre	104,8	-1,8	–	-8,2	-15,7	0,5	9,9	–	52,6	53,8	52,2	52,6
Octobre	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Novembre	106,5	-1,1	–	-6,2	-12,9	1,5	12,2	–	53,7	54,1	53,8	53,9
Décembre	107,8	0,0	–	-5,1	-12,1	3,5	12,9	–	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Janvier	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Février	108,0	1,3	–	-6,2	-10,3	1,9	13,8	–	55,4	57,3	55,5	56,0

Sources : Commission européenne (Direction générale des Affaires économiques et financières) (col. 1-8), Markit (col. 9-12).

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 T4	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 T1	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
T2	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
T3	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne et du revenu disponible brut (ajustés de la variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension).

2) Actifs financiers (net des engagements financiers) et actifs non financiers. Les actifs non financiers recouvrent principalement du patrimoine immobilier (structures résidentielles et terrains). Ils incluent également les actifs non financiers des entreprises non constituées en sociétés classées dans le secteur des ménages.

3) La participation aux bénéfices utilise le revenu net d'entreprise, qui est globalement équivalent au bénéfice non distribué en comptabilité d'entreprise.

4) Fondé sur les encours de prêts, de titres de créance, de crédits commerciaux et d'engagements au titre des retraites.

3 Activité économique

3.8 Balance des paiements, compte des transactions courantes et compte de capital

(montant en milliards d'euros ; données cvs sauf indication contraire ; flux)

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	T1	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
	T2	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
	T3	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
	T4	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016	Juillet	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
	Août	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
	Septembre	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
	Octobre	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
	Novembre	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
	Décembre	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2016	Décembre	3 576,3	3 211,7	364,7	2 100,1	1 727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2016	Décembre	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

1) Le compte de capital n'est pas corrigé des variations saisonnières.

3.9 Échanges de biens de la zone euro ¹⁾, valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2016	T1	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
	T2	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
	T3	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
	T4	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016	Juillet	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
	Août	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
	Septembre	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
	Octobre	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
	Novembre	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
	Décembre	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2016	T1	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
	T2	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
	T3	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016	Juin	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
	Juillet	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
	Août	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
	Septembre	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
	Octobre	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
	Novembre	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

Sources : BCE et Eurostat.

1) Les écarts entre le poste des biens figurant dans la balance des paiements de la BCE (tableau 3.8) et les échanges de biens enregistrés par Eurostat (tableau 3.9) découlent principalement de différences de définition.

2) Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques.

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 T1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
T2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
T3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
T4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 Septembre	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Octobre	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Novembre	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
Décembre	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Janvier	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Février ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communi-cations	Services de loisirs et per-sonnels			
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manu-facturés hors énergie	Énergie					Loyers		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2016 T1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2	
T2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
T4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2016 Septembre	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3	
Octobre	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1	
Novembre	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2	
Décembre	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2	
2017 Janvier	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7	
Février ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf).

3) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

4 Prix et coûts

4.2 Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc-tion	Prix de l'immo-bilier résiden-tiel ¹⁾	Indicateur expérimen-tal relatif aux prix de l'immobilier commer-cial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu-facturier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen-taires, boissons et tabac	Produits non alimen-taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 Août	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Septembre	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Octobre	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Novembre	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Décembre	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-
2017 Janvier	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et calculs de la BCE effectués à partir des données de MSCI et de sources nationales (col. 13).

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor-tations ¹⁾	Impor-tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom-mation privée	Consom-mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	Total	Alimen-taires	Non alimen-taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 T1	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
T2	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
T3	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
T4	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Bloomberg (col. 9).

1) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

2) Pondéré des importations : pondération en fonction de la structure des importations moyennes sur la période 2009-2011. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2009-2011.

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	–	–	-2,0	34,0	57,7	56,7	–	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 T1	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
T2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
T3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
T4	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Septembre	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
Octobre	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
Novembre	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Décembre	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Janvier	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Février	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

Sources : Commission européenne (direction générale des Affaires économiques et financières) et Markit.

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2016	.	.	.	.	.	.	1,4
2016 T1	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
T2	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
T3	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,5
T4	.	.	.	.	.	.	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

4 Prix et coûts

4.6 Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire ; données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 T4	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 T1	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
T2	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
T3	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Rémunération par tête												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 T4	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 T1	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
T2	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
T3	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Productivité par personne employée												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 T4	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 T1	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
T2	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
T3	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Rémunération par heure travaillée												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 T4	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 T1	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
T2	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
T3	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Productivité horaire du travail												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 T4	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 T1	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
T2	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
T3	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions								Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5								
Encours												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 149,8	3 731,5	9 671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10 322,1
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 831,1
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 T1	1 049,6	5 711,9	6 761,6	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10 993,1
T2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11 119,4
T3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
T4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Août	1 061,5	5 922,6	6 984,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11 213,1
Septembre	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Octobre	1 072,4	5 981,7	7 054,1	1 361,2	2 175,0	3 536,2	10 590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11 259,8
Novembre	1 075,2	6 069,9	7 145,1	1 350,4	2 171,9	3 522,4	10 667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11 344,7
Décembre	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2017 Janvier ^(p)	1 081,8	6 156,0	7 237,9	1 329,6	2 178,3	3 507,9	10 745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11 436,4
Flux												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 T1	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
T2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
T3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
T4	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 Août	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
Septembre	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
Octobre	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Novembre	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Décembre	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 Janvier ^(p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
Taux de croissance												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 T1	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
T2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
T3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
T4	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Août	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
Septembre	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Octobre	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Novembre	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Décembre	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 Janvier ^(p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

Source: BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 T1	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
T2	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
T3	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
T4	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 Août	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,8	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
Septembre	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Octobre	2 037,3	1 604,6	307,6	118,1	7,0	6 001,8	3 334,4	660,0	2 004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
Novembre	2 064,6	1 634,0	305,1	117,1	8,5	6 029,6	3 372,2	652,0	2 002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
Décembre	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2017 Janvier ^(p)	2 099,4	1 677,3	299,1	116,0	7,0	6 087,9	3 438,5	636,1	2 010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Flux													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 T1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
T2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
T3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
T4	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 Août	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
Septembre	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
Octobre	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
Novembre	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
Décembre	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 Janvier ^(p)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Taux de croissance													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 T1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
T2	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
T3	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
T4	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Août	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
Septembre	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Octobre	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
Novembre	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
Décembre	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Janvier ^(p)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

4) Se rapporte au secteur des administrations publiques hors administration centrale.

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 299,6	5 200,7	825,1	129,0	1 280,0	770,3
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,3
2016	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2016 T1	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2
T2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 297,1	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
T3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
T4	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2016 Août	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 744,2	10 602,0	10 907,7	4 296,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7
Septembre	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
Octobre	4 291,1	1 099,6	3 178,1	12 810,3	10 656,5	10 956,9	4 302,9	5 388,3	850,8	114,5	1 373,1	780,7
Novembre	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 851,3	10 699,4	10 981,8	4 321,0	5 407,2	855,3	115,9	1 379,0	772,9
Décembre	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2017 Janvier ^(a)	4 388,3	1 087,3	3 287,3	12 882,9	10 692,5	10 988,4	4 313,0	5 422,7	842,4	114,5	1 403,2	787,2
Flux												
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3
2016 T1	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
T2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6
T3	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1
T4	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 Août	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
Septembre	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3
Octobre	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6
Novembre	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8
Décembre	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8
2017 Janvier ^(a)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5
Taux de croissance												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 T1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
T2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9
T3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
T4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 Août	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
Septembre	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
Octobre	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5
Novembre	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7
Décembre	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 Janvier ^(a)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

3) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

4) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	Prêts corrigés ⁴⁾				2	Prêts corrigés ⁴⁾			
Encours										
2014	4 299,6	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 T1	4 288,8	4 261,6	1 048,5	768,6	2 471,6	5 338,9	5 659,1	602,6	3 974,9	761,4
T2	4 297,1	4 278,6	1 040,4	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
T3	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
T4	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 Août	4 296,1	4 279,5	1 023,0	782,4	2 490,8	5 366,0	5 700,1	607,8	4 003,4	754,8
Septembre	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Octobre	4 302,9	4 288,6	1 022,9	787,3	2 492,7	5 388,3	5 712,5	612,8	4 019,3	756,2
Novembre	4 321,0	4 298,0	1 030,8	794,8	2 495,3	5 407,2	5 723,1	614,9	4 035,8	756,5
Décembre	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2017 Janvier ^(p)	4 313,0	4 304,4	1 010,7	796,5	2 505,8	5 422,7	5 743,5	618,7	4 050,6	753,4
Flux										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 T1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
T2	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
T3	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
T4	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 Août	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Septembre	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Octobre	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
Novembre	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
Décembre	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 Janvier ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Taux de croissance										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 T1	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
T2	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
T3	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
T4	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Août	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Septembre	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Octobre	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
Novembre	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
Décembre	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 Janvier ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-0,8

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

4) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM				
		Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre			
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total			
1	2	3	4	5	6	7	8	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	9	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	10
Encours											
2014	269,4	7 127,8	2 186,6	92,2	2 388,1	2 460,8	1 381,1	217,8	184,5	139,7	
2015	284,8	6 996,4	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,0	1 331,6	277,1	205,9	135,6	
2016	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6	
2016 T1	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 282,0	304,9	247,1	152,1	
T2	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 275,3	313,9	238,0	144,0	
T3	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1	
T4	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6	
2016 Août	318,8	6 967,2	2 077,7	73,2	2 142,1	2 674,3	1 182,9	316,2	215,4	134,6	
Septembre	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1	
Octobre	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 113,4	320,1	193,0	133,7	
Novembre	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 083,9	319,7	194,7	121,3	
Décembre	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6	
2017 Janvier ^(p)	302,9	6 871,9	2 036,9	70,0	2 127,4	2 637,6	1 120,2	219,7	176,5	106,3	
Flux											
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8	
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0	
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0	
2016 T1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3	
T2	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1	
T3	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7	
T4	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5	
2016 Août	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4	
Septembre	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3	
Octobre	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7	
Novembre	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4	
Décembre	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3	
2017 Janvier ^(p)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7	
Taux de croissance											
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6	
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9	
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 T1	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9	
T2	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9	
T3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2	
T4	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 Août	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1	
Septembre	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2	
Octobre	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3	
Novembre	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6	
Décembre	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2017 Janvier ^(p)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8	

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Recouvrent les dépôts de l'administration centrale auprès du secteur des IFM et leurs portefeuilles de titres émis par le secteur des IFM.

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit(-)/excédent(+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 T4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4
T2	-1,8	.	.	.	.	0,5
T3	-1,7	.	.	.	.	0,5

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 T4	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 T1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9
T2	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9
T3	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.3 Ratio dette publique/PIB

(en pourcentage du PIB ; encours en fin de période)

	Total	Instrument financier			Détenteur		Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 T4	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 T1	91,3	2,7	16,1	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90,1	2,7	15,6	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents ¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (-) /excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers				Autres	Effets de valorisation et autres variations en volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance			Actions et parts de fonds d'investissement		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 T4	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 T1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
T2	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0
T3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

1) Les prêts intergouvernementaux dans le cadre de la crise financière sont consolidés excepté dans les données trimestrielles relatives à l'ajustement dette/déficit.

2) Calculée comme la différence entre le ratio dette publique/PIB à la fin de la période de référence et un an auparavant.

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

(service de la dette en pourcentage du PIB ; flux durant la période de service de la dette ; rendements nominaux moyens en pourcentage annuel)

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal	Intérêts		Encours		Encours			Opérations			
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois			Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Émissions	Remboursements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 T4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 T1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
T2	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
T3	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Août	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Septembre	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Octobre	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Novembre	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Décembre	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Janvier	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Source : BCE.

1) Données en valeur nominale et non consolidées au sein du secteur des administrations publiques.

2) Hors paiements futurs sur les titres de créance ne figurant pas encore dans l'encours et hors remboursements anticipés.

3) Durée résiduelle en fin de période.

4) Encours en fin de période ; opérations exprimées en moyenne sur 12 mois.

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an et encours en fin de période)

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 T4	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 T1	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
T2	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
T3	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9	
Dettes des administrations publiques										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 T4	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 T1	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9	
T2	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6	
T3	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 T4	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 T1	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
T2	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
T3	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1
Dettes des administrations publiques										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 T4	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 T1	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
T2	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
T3	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2017**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

Le présent *Bulletin* a été préparé sous la responsabilité du directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France et la Banque nationale de Belgique).

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 8 mars 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-17-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général