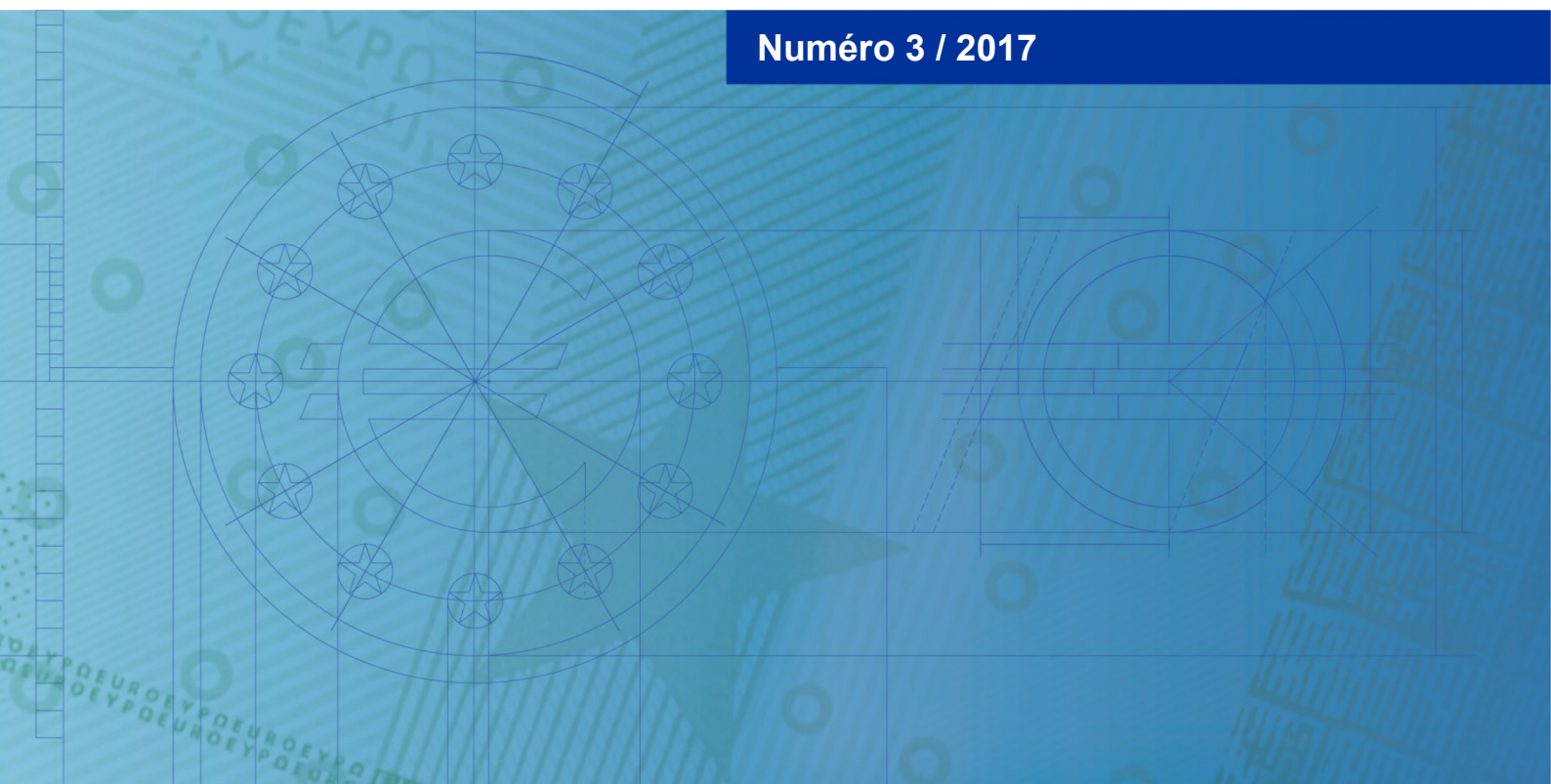




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2017



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	4
2 Évolutions financières	8
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	16
5 Monnaie et crédit	19
Encadrés	23
1 Le programme d'achats d'actifs de la BCE et les soldes TARGET : la mise en œuvre de la politique monétaire et au-delà	23
2 Évolutions récentes du chômage des jeunes	30
3 Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail	34
4 Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ?	40
5 Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées : une présentation synthétique des tirages et de leur impact sur l'intermédiation bancaire	47
Articles	53
1 Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial	53
2 Statistiques harmonisées sur les services de paiement dans l'espace unique de paiement en euros	78
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

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. Les données disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début mars confirment que la reprise conjoncturelle de l'économie de la zone euro est de plus en plus solide et que les risques à la baisse se sont encore atténués¹. Dans le même temps, les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent faibles et n'ont pas encore présenté de signes convaincants de remontée. En outre, la poursuite de la volatilité de l'inflation totale souligne la nécessité de faire abstraction des évolutions transitoires de l'inflation mesurée par l'IPCH, qui n'influent pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Les indicateurs disponibles font état d'une croissance soutenue au niveau mondial début 2017, tandis que le redressement du commerce international s'est poursuivi. La reprise mondiale se généralise, la croissance s'améliorant dans un grand nombre de pays. Les conditions financières internationales sont demeurées globalement favorables, en dépit d'une forte incertitude sur la politique économique. L'inflation totale mondiale a continué d'augmenter, principalement sous l'effet des prix de l'énergie. Les prix du pétrole ont cependant affiché une certaine volatilité récemment.

Les conditions de financement demeurent très favorables dans la zone euro. Si l'on compare les évolutions entre la réunion du Conseil des gouverneurs du 9 mars et celle du 27 avril, les marchés obligataires, boursiers et de change n'ont enregistré, dans l'ensemble, que de faibles variations.

Les données les plus récentes, notamment les résultats des enquêtes, vont dans le sens d'une poursuite du raffermissement et de l'élargissement de l'expansion économique en cours. Les effets des mesures de politique monétaire confortent la demande intérieure et facilitent le processus de désendettement engagé. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. Les créations d'emplois, à la faveur également des réformes antérieures du marché du travail, soutiennent le revenu réel disponible et la consommation privée. De plus, les signes d'une reprise mondiale plus vigoureuse et d'un accroissement des échanges commerciaux laissent penser que la demande extérieure devrait renforcer de plus en plus la bonne tenue générale de l'essor économique dans la zone euro. Toutefois, la

¹ Au vu des informations disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 27 avril 2017.

croissance économique continue d'être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, en particulier sur les marchés de produits, et par les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro, tout en évoluant vers une configuration plus équilibrée, restent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

L'inflation se redresse par rapport aux niveaux très bas observés en 2016, en raison avant tout des hausses plus prononcées des prix de l'énergie. Après avoir atteint 2,0 % en février, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est revenue à 1,5 % en mars 2017. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont toutefois restées basses et ne devraient afficher qu'une tendance haussière graduelle à moyen terme, confortées par les mesures de politique monétaire, la poursuite attendue de la reprise économique et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

La croissance de la monnaie au sens large est restée robuste, tandis que la reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé observée depuis début 2014 se poursuit. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au premier trimestre 2017 montre que la demande nette de prêts a progressé et que les conditions de prêt des banques se sont encore assouplies pour l'ensemble des catégories de prêts. Les effets des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 continuent ainsi d'améliorer sensiblement les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages ainsi que les flux de crédits dans la zone euro. De plus, d'après les estimations, les coûts de financement des sociétés non financières de la zone euro sont restés favorables au cours des premiers mois de 2017.

Lors de sa réunion du 27 avril 2017, au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront 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 a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au nouveau rythme mensuel de 60 milliards d'euros, jusqu'à 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 du programme d'achats d'actifs.

Pour la période à venir, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était indispensable pour renforcer les tensions inflationnistes au sein de la zone euro et soutenir l'inflation totale à moyen terme. 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, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

1 Environnement extérieur

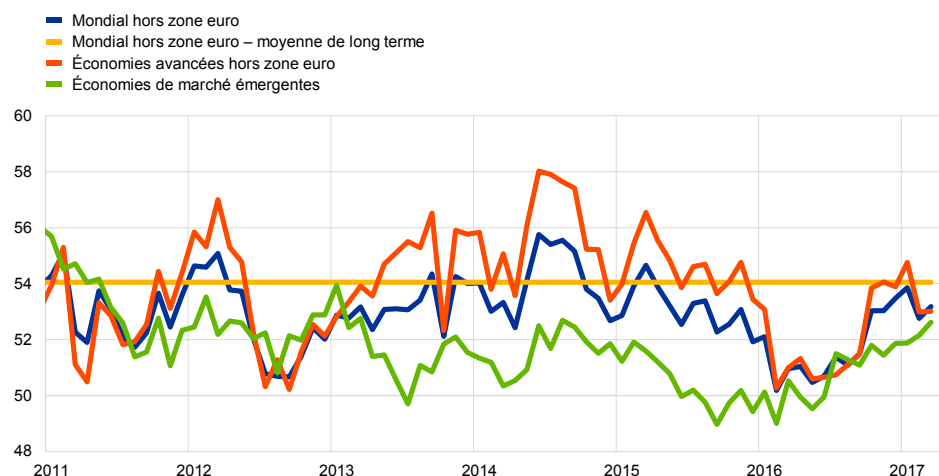
Les enquêtes font état d'une croissance mondiale soutenue au premier trimestre 2017.

L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro a augmenté en mars (cf. graphique 1), sous l'effet d'une hausse de l'indice des services, tandis que l'indice pour le secteur manufacturier restait globalement inchangé à des niveaux record sur trois ans. En rythme trimestriel, l'indice composite au premier trimestre 2017 est resté presque au même niveau qu'au trimestre précédent, indiquant la poursuite d'une croissance robuste. Les indices composites trimestriels se sont affaiblis au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, mais ils se sont redressés au Japon. Parmi les économies de marché émergentes (EME), les indices composites trimestriels ont diminué en Chine, mais se sont améliorés en Russie, en Inde et au Brésil, tout en restant encore inférieurs au niveau indiquant une expansion.

Graphique 1

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

(indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2017.

La reprise se généralise, l'amélioration de la croissance concernant l'ensemble des pays.

En effet, la dispersion des taux de croissance trimestriels entre les pays s'est considérablement réduite au cours des derniers trimestres. En particulier, l'activité des exportateurs de matières premières s'est stabilisée à la suite du rebond des prix de ces matières premières, tandis que les ralentissements temporaires causés par des facteurs domestiques dans des pays tels que la Turquie ont également atteint un point bas.

Les conditions financières restent généralement favorables à l'échelle mondiale.

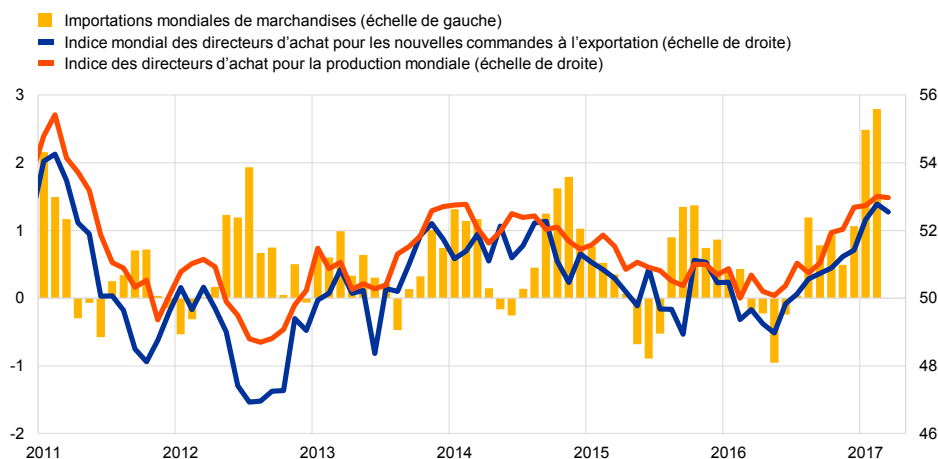
Les marchés boursiers se sont ralentis récemment, les investisseurs ayant certaines inquiétudes quant à la capacité de la nouvelle administration américaine à mettre en œuvre les annonces officielles. Cependant, malgré une incertitude élevée, les marchés financiers ont généralement fait preuve de

résistance, avec une faible aversion au risque. Le Système fédéral de réserve a augmenté ses taux d'intérêt directeurs lors de sa réunion de mars. Alors que d'autres grandes banques centrales devraient maintenir une orientation accommodante, les marchés ont également été soutenus par les anticipations selon lesquelles le resserrement monétaire aux États-Unis sera progressif. En Chine, les conditions financières se sont durcies pour les banques et les rendements obligataires ont progressé, mais les taux débiteurs de référence sont restés inchangés. Dans la plupart des autres EME, les conditions financières se sont améliorées avec un rebond des marchés financiers et, après quelques semaines de sorties des capitaux, les flux se sont de nouveau orientés vers les EME.

Le redressement du commerce mondial s'est poursuivi en début d'année. En février, la croissance des importations mondiales de biens est passée à 2,8 % (en rythme trimestriel), soit la progression la plus forte en plus de dix ans (cf. graphique 2). Cette accélération est essentiellement imputable aux EME, avec des améliorations particulièrement marquées dans les pays d'Europe centrale et orientale et d'Amérique latine. Les indicateurs avancés confirment également la tendance positive. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est passé à 52,5 au premier trimestre 2017, indiquant une reprise soutenue de la croissance du commerce mondial.

Graphique 2
Commerce mondial et enquêtes

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2017 pour les importations mondiales de marchandises et à mars 2017 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a de nouveau augmenté en février, entraînée essentiellement par les prix de l'énergie. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a atteint 2,5 % en février, niveau qui n'avait pas été observé depuis presque cinq ans. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans les pays de l'OCDE est restée inchangée par rapport à janvier, à 1,9 %. 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, tandis que la courbe

actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe des prix très stables, laissant présager une contribution très limitée des prix de l'énergie à l'inflation.

Depuis la fin de l'année dernière, date à laquelle les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et onze pays producteurs n'appartenant pas à l'OPEP se sont mis d'accord pour réduire la production de pétrole, les cours du Brent ont fluctué dans une fourchette comprise entre 49 dollars et 56 dollars le baril. Tandis que la production mondiale de pétrole a diminué en janvier comme prévu, l'offre de pétrole des pays de l'OPEP et des pays hors OPEP a augmenté en février, suscitant des inquiétudes sur la possibilité de respecter la réduction de l'offre. Dans le même temps, la hausse des stocks américains de pétrole brut et l'offre de pétrole de schiste ont encore pesé négativement sur les prix du pétrole, les ramenant à leur niveau de fin novembre 2016, à 50 dollars le baril. Depuis début avril, les prix ont retrouvé une tendance légèrement positive, en raison d'un nouveau fléchissement des stocks américains et d'interruptions de production sur le plus important gisement de Libye liées au regain des tensions géopolitiques. Les anticipations selon lesquelles la réduction de la production de l'OPEP serait prolongée au second semestre 2017 ont également été récemment intégrées. Les prix des matières premières hors pétrole, libellés en dollars, ont diminué de 5 % environ depuis début mars. Cette évolution s'explique largement par un recul substantiel du prix du minerai de fer, lié à l'importance des stocks dans les ports chinois et aux anticipations d'un ralentissement de la demande chinoise d'acier, et, dans une moindre mesure, par une diminution des prix des produits alimentaires. Les cours des autres métaux non ferreux sont restés globalement stables.

Les perspectives de l'activité économique aux États-Unis demeurent dans l'ensemble robustes. Le PIB en volume a augmenté de 2,1 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2016, soutenu essentiellement par les dépenses de consommation et par l'investissement privé. Les données d'enquêtes et les données solides ont été divergentes début 2017, la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise continuant d'être robuste, tandis que la production industrielle, les commandes de biens d'équipement de base et les dépenses de consommation diminuaient. Cependant, certains des facteurs freinant la consommation sont temporaires, notamment le climat exceptionnellement doux, qui a pesé sur la consommation d'énergie, et les retards dans les remboursements d'impôts. Dans le même temps, la situation sur le marché du travail a continué de se tendre en mars, le taux de chômage atteignant 4,5 % (niveau inférieur à l'estimation du plein emploi par le Comité fédéral de l'*open market*) et la croissance annuelle du salaire horaire moyen s'établissant à 2,7 %. En mars, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) total aux États-Unis est revenue à 2,4 %, en raison essentiellement du recul de la composante énergie. Les principales composantes de l'inflation sous-jacente ont également fléchi, entraînant une baisse de l'IPC hors produits alimentaires et énergie, qui est revenu à 2,0 %.

La croissance économique demeure modeste au Japon. Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2016, la croissance de la demande intérieure et les exportations nettes restant modérées. Après une

certaine faiblesse en janvier, la production industrielle et les exportations en volume se sont redressées et restent en moyenne supérieures aux niveaux de l'année passée à la même période. Par ailleurs, les données relatives à la consommation privée indiquent les premiers signes d'un redressement, soutenu par les évolutions sur le marché du travail. Cependant, les tensions sur le marché du travail, le taux de chômage atteignant son niveau le plus faible depuis 1994, n'ont pas entraîné d'accélération de la croissance des salaires. L'inflation mesurée par l'IPC total a augmenté, passant à 0,4 % en janvier en rythme annuel. Dans le même temps, la croissance annuelle de l'IPC hors produits alimentaires frais et énergie – mesure privilégiée de l'inflation sous-jacente de la Banque du Japon – s'est également légèrement renforcée pour s'établir à 0,2 %.

Après la croissance vigoureuse de l'économie au Royaume-Uni l'année dernière, les indicateurs récents font état d'un démarrage plus lent en 2017. Au dernier trimestre 2016, le PIB en volume a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel. Cependant, les indicateurs récents suggèrent dans l'ensemble que le rythme de l'expansion économique s'est ralenti en début d'année. Certains signes montrent notamment que la hausse de l'inflation comprime les revenus réels et la consommation privée. Le redressement de l'inflation observé ces derniers mois est largement imputable aux prix de l'énergie et à la dépréciation de la livre sterling depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni sur sa participation à l'UE. En mars 2017, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC s'est établie à 2,3 %. Le 29 mars 2017, le gouvernement britannique a fait part officiellement de son intention de se retirer de l'Union européenne, ouvrant la voie aux négociations entre l'UE et le Royaume-Uni conformément à l'article 50 des Traités.

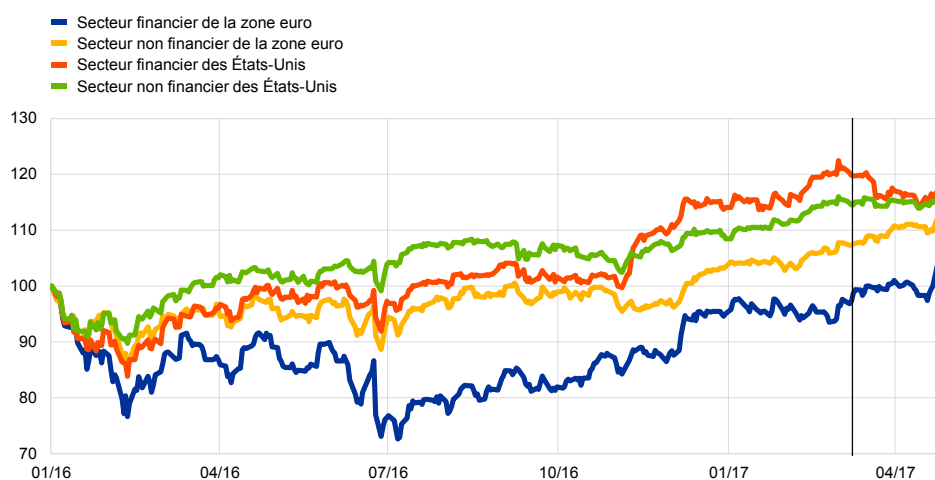
La croissance de l'économie chinoise s'est stabilisée. Le PIB en volume a progressé de 6,9 %, en rythme annuel, au premier trimestre 2017, à un rythme légèrement supérieur à celui du trimestre précédent. La croissance a été principalement tirée par la consommation, tandis que la contribution de la formation brute de capital fixe a été la plus faible depuis début 2015. Cependant, la dynamique d'ensemble au premier trimestre a été plus faible qu'au dernier trimestre 2016. Elle a également été inférieure à ce que certains indicateurs disponibles suggéraient, notamment pour l'investissement et la construction, ce qui pourrait refléter une saisonnalité résiduelle affectant les estimations pour le premier trimestre. L'inflation annuelle mesurée par l'IPC est revenue à 0,8 % en février, après 2,5 % en janvier, les prix des produits alimentaires et des services liés au tourisme ayant diminué après les vacances du Nouvel an chinois. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est revenue à 1,8 %, après 2,2 %. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production est passée à 7,8 %, en raison de l'augmentation des prix des métaux ferreux et de l'énergie. Les réductions des surcapacités dans l'industrie lourde ont entraîné une hausse des prix des matières premières, qui devrait cependant être seulement temporaire.

2 Évolutions financières

Dans l'ensemble, les rendements des emprunts publics de la zone euro ont légèrement diminué depuis début mars. Le léger recul constaté au cours de la période sous revue (du 9 mars au 26 avril 2017) est intervenu dans le contexte d'incertitude politique accrue entourant l'élection présidentielle en France. Par conséquent, la phase de baisse des rendements observée entre fin mars et la veille de l'annonce des résultats du premier tour de l'élection française a été partiellement contrebalancée par une hausse des rendements après le vote. Dans l'ensemble, le rendement des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro a diminué de 5 points de base, contre une baisse de quelque 15 points de base, en moyenne, des rendements des obligations souveraines. Dans les différents pays, les baisses ont été comprises entre quelques points de base et 70 points de base environ, tandis que de légères hausses ont été constatées en Italie et aux Pays-Bas. Les écarts de rendement vis-à-vis des obligations allemandes à dix ans sont demeurés globalement inchangés ou ont légèrement diminué dans la plupart des pays, à l'exception de la Grèce et du Portugal (où les baisses ont atteint 70 points de base environ) et de l'Italie et des Pays-Bas (où les écarts se sont légèrement creusés).

Graphique 3
Sélection d'indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2016 = 100)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Données quotidiennes. La ligne noire verticale correspond au début de la période sous revue (9 mars 2017). La dernière observation se rapporte au 26 avril 2017.

Les prix des actions de la zone euro ont augmenté depuis début mars. À la fin de la période sous revue, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro se situaient 5 % environ au-dessus du niveau observé au début de la période, et les prix des actions des sociétés financières ont augmenté de presque 7 %. Globalement, sous l'effet des évolutions positives récentes du marché boursier de la zone euro, les prix des actions bancaires ont atteint un niveau supérieur de 70 % environ aux points bas enregistrés à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni en juin 2016 sur son appartenance à l'UE (cf. graphique 3). Comme dans le cas des obligations, l'incertitude politique a également affecté les évolutions

sur le marché des actions de la zone euro : celles-ci ont affiché un profil d'évolution indécis à l'approche du résultat du premier tour de l'élection présidentielle française, avant d'augmenter de manière significative. Depuis début mars, les prix des actions des SNF ont nettement moins augmenté aux États-Unis et au Royaume-Uni que dans la zone euro, tandis qu'ils ont légèrement fléchi au Japon. Les actions des sociétés financières ont affiché de moins bonnes performances que celles des SNF dans les trois zones économiques. Les anticipations de marché relatives à la volatilité des prix des actions ont fortement augmenté dans la zone euro, atteignant 23 % environ, à l'approche de l'élection présidentielle française, mais sont revenues par la suite aux niveaux observés début mars, soit 14 % environ. Aux États-Unis, en revanche, les anticipations extraites des instruments de marché relatives à la volatilité des prix des actions sont demeurées globalement stables depuis début mars.

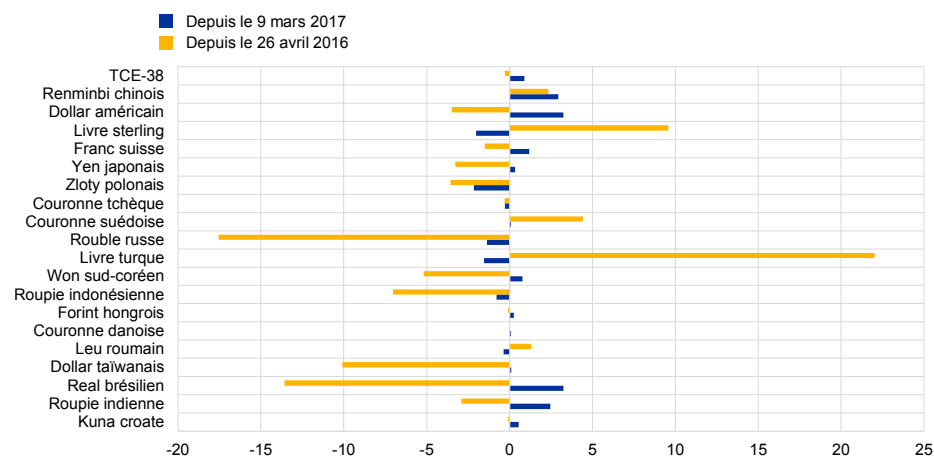
Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont légèrement diminué au cours de la période sous revue. Le 26 avril, les écarts de rendement des obligations bien notées (en moyenne pour les catégories AAA, AA, A et BBB) émises par les SNF étaient inférieurs de 4 points de base à leur niveau de début mars, et toujours inférieurs de quelque 25 points de base à celui de mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité émises par les SNF et des titres de créance du secteur financier (qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du CSPP) ont également baissé sur la même période, de 10 et 4 points de base, respectivement.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux. Depuis le 9 mars, en termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié de 3,2 % par rapport au dollar et de 2,9 % par rapport au renminbi chinois. Ces évolutions ont été largement contrebalancées par un affaiblissement de l'euro vis-à-vis des devises des autres principaux partenaires commerciaux de la zone euro. En particulier, l'euro s'est déprécié vis-à-vis de la livre sterling (de 2 %) et par rapport aux devises de la plupart des autres États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Par rapport à la couronne tchèque, l'euro s'est légèrement affaibli (de 0,3 %) après la levée du taux plancher de la couronne (cf. graphique 4).

Graphique 4

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Note : 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.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré stable au cours de la période sous revue à – 35 points de base environ. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 243 milliards d'euros, à 1 608 milliards environ. Cette hausse est essentiellement attribuable à la dernière opération de refinancement à plus long terme ciblée de la deuxième série (TLTRO II), qui a donné lieu à un apport net de liquidité de 200 milliards d'euros environ (cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique* pour des informations plus détaillées sur les TLTRO). En outre, le programme étendu d'achats d'actifs (APP) a continué de contribuer à la hausse de l'excédent de liquidité.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas, de quelque 10 points de base en moyenne, sur l'ensemble des échéances. Le mouvement initialement haussier de la courbe, qui a duré jusqu'à mi-mars environ, s'est largement inversé sur le reste de la période sous revue. Dans l'ensemble, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas, de 15 points de base environ pour les échéances supérieures à 8 ans, et de quelque 10 points de base sur le compartiment des échéances comprises entre 3 et 7 ans. Les taux anticipés ont diminué un petit peu plus légèrement sur les échéances plus courtes. La courbe demeure inférieure à zéro pour les échéances antérieures à début 2020.

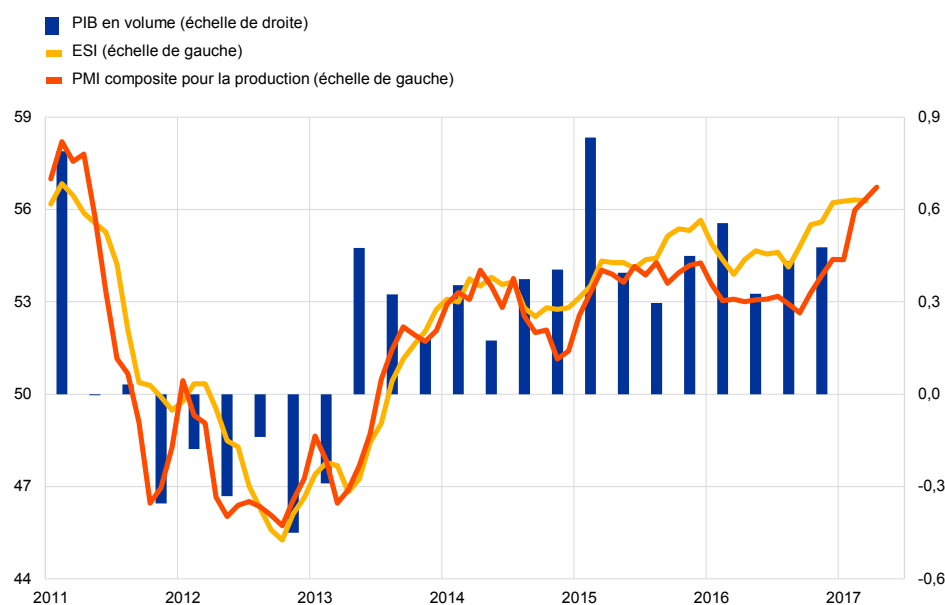
3 Activité économique

Dans la zone euro, l'expansion économique tirée par la demande intérieure se renforce et se généralise. En glissement trimestriel, le PIB en volume a augmenté de 0,5 % au quatrième trimestre 2016 (cf. graphique 5), soutenu par les contributions positives de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la variation des stocks. Dans le même temps, les exportations nettes ont apporté une contribution fortement négative à la croissance du PIB, la hausse des importations ayant été largement supérieure à celle des exportations. Les indicateurs économiques les plus récents, les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes, demeurent soutenus et vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au premier semestre 2017, à un rythme proche de celui du quatrième trimestre de l'année dernière.

Graphique 5

PIB en volume de la zone euro, indicateur du sentiment économique (ESI) et indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI)

(taux de croissance trimestriel ; indice ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normé en utilisant la moyenne et l'écart-type du PMI. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 pour le PIB en volume, à mars 2017 pour l'ESI et à avril 2017 pour le PMI.

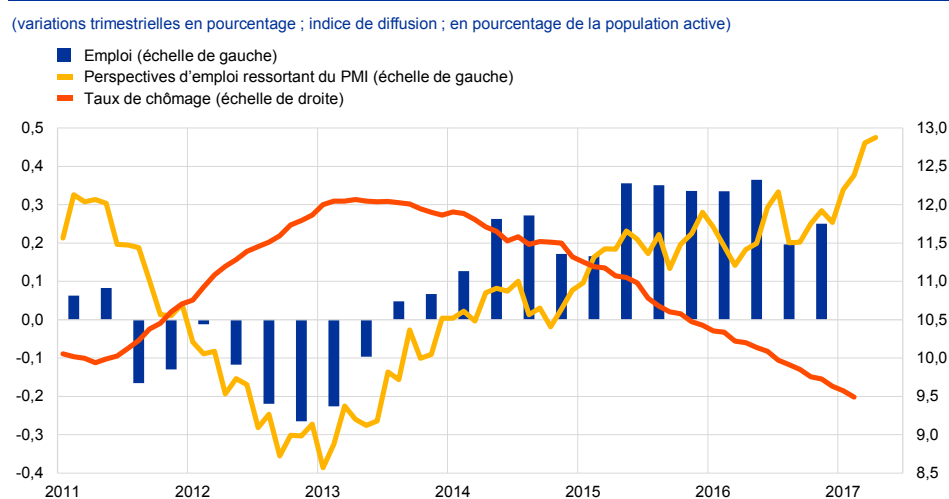
Les dépenses de consommation se sont à nouveau inscrites en hausse au quatrième trimestre 2016, demeurant ainsi un déterminant important de la reprise en cours. La croissance trimestrielle de la consommation privée a continué de s'accroître, ressortant à 0,5 %. Cette amélioration de la croissance a eu lieu malgré une hausse des prix du pétrole en euros de près de 15 % entre le troisième et le quatrième trimestre de l'année dernière. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,9 % au quatrième trimestre, après 1,8 % au troisième trimestre. Cette légère augmentation contraste avec le ralentissement prononcé de la croissance du revenu réel disponible des ménages, qui est ressortie à 1,1 %, en rythme annuel, contre 1,6 % au troisième trimestre. Ce ralentissement reflète la

hausse de l'inflation annuelle, telle que mesurée par le déflateur de la consommation privée, entre le troisième et le quatrième trimestre. Il convient toutefois de noter que la croissance du revenu, malgré son récent ralentissement, demeure relativement soutenue au regard des évolutions passées. En effet, durant la reprise en cours, les dépenses de consommation ont bénéficié de l'augmentation du revenu réel du travail des ménages, qui reflète essentiellement la hausse de l'emploi et la baisse des prix du pétrole. La légère accélération de la croissance de la consommation, parallèlement au ralentissement de la progression du revenu réel entre le troisième et le quatrième trimestre, s'est traduite par un recul du taux d'épargne des ménages.

Les marchés du travail de la zone euro continuent de s'améliorer, soutenant ainsi le revenu et les dépenses.

L'emploi a encore augmenté au quatrième trimestre 2016, de 0,3 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,2 %. En conséquence, l'emploi s'établit actuellement 3,4 % au-dessus du dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013. Toutefois, l'emploi est toujours inférieur de près de 0,50 % au pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. Le taux de chômage a légèrement baissé dans la zone euro, à 9,5 % en février 2017, soit 2,6 points de pourcentage au-dessous de son point haut d'après crise en avril 2013 (cf. graphique 6). Cette baisse a été générale, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe (cf. également encadré 2). Le degré de sous-utilisation de la main-d'œuvre est cependant demeuré élevé et nettement supérieur à celui suggéré par le taux de chômage (cf. encadré 3). Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration des marchés du travail pour la période à venir.

Graphique 6
Emploi dans la zone euro, perspectives d'emploi ressortant du PMI et chômage



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.
 Notes : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 pour l'emploi, à avril 2017 pour le PMI et à février 2017 pour le chômage.

La croissance de la consommation devrait rester robuste. Après une amélioration au quatrième trimestre 2016, la confiance des consommateurs s'est encore accentuée au premier trimestre. En conséquence, elle se situe à un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme et proche de son pic d'avant crise

en 2007. De plus, les données relatives au commerce de détail (jusqu'à février 2017) et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières (pour l'ensemble du premier trimestre) vont dans le sens d'une croissance positive des dépenses de consommation au premier trimestre 2017, à un rythme similaire à celui observé au quatrième trimestre. En outre, la poursuite de la croissance de l'emploi, comme le laissent penser les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, devrait également continuer de soutenir le revenu global et les dépenses de consommation. Enfin, s'agissant des ménages, le patrimoine net rapporté au revenu disponible a continué de s'inscrire en hausse, en raison dans une large mesure des plus-values réalisées sur l'immobilier. Cette évolution devrait soutenir encore un peu plus la croissance de la consommation globale.

La croissance de l'investissement a fortement rebondi au quatrième trimestre, après le faible résultat enregistré au troisième trimestre. Au quatrième trimestre 2016, l'investissement total a augmenté de 3,3 % en rythme trimestriel, reflétant une forte hausse de l'investissement hors construction. La hausse de 6,4 % de l'investissement hors construction est due à une forte augmentation de l'investissement en droits de propriété intellectuelle, reflétant des transactions sur actifs réalisées par un petit nombre d'opérateurs économiques importants en Irlande. En revanche, l'investissement en machines et équipements s'est légèrement contracté au quatrième trimestre. Dans le même temps, le modeste accroissement de l'investissement dans la construction, de 0,1 % en glissement trimestriel, reflète une hausse de l'investissement en logements, partiellement contrebalancée par une baisse de l'investissement dans d'autres bâtiments et ouvrages.

Les informations disponibles suggèrent que l'investissement des entreprises et l'investissement dans la construction ont continué de s'inscrire en hausse au premier trimestre 2017. La poursuite de la croissance de l'investissement des entreprises est indiquée par le niveau moyen de la production industrielle de biens d'équipement enregistré en janvier et en février, en hausse de 0,2 % par rapport à celui du quatrième trimestre 2016. En outre, la confiance dans le secteur des biens d'équipement au premier trimestre a été, en moyenne, plus élevée qu'au trimestre précédent, et l'évaluation des carnets de commande dans ce secteur s'est améliorée tant globalement que pour les commandes en provenance de l'étranger, en parallèle avec l'amélioration graduelle de l'environnement externe. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données relatives à la production mensuelle dans la construction vont dans le sens d'une croissance positive au premier trimestre 2017. En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la situation de la demande et à l'évaluation des carnets de commande dans ce secteur, ainsi que les permis de construire, confirment toujours une dynamique sous-jacente positive à court terme.

La reprise de l'investissement devrait se prolonger à moyen terme.

L'investissement des entreprises devrait être soutenu par la demande tant intérieure qu'extérieure et des conditions de financement favorables, sur fond d'orientation accommodante de la politique monétaire. L'amélioration des bénéfices des sociétés devrait également soutenir l'investissement. S'agissant de l'investissement dans la construction, des facteurs comme la hausse du revenu disponible des ménages et

l'amélioration des conditions de crédit devraient conforter la demande dans le secteur. Les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises sont liés à la persistance des besoins de désendettement dans certains pays.

Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux vont dans le sens d'un accroissement continu des exportations de la zone euro à court terme. Les exportations totales de la zone euro ont augmenté de 1,8 % au quatrième trimestre, en raison principalement d'un rebond des exportations de biens, soutenu par un taux de change effectif de l'euro plus faible et un redressement progressif du commerce mondial. Les chiffres mensuels des échanges de biens pour janvier et février suggèrent que les exportations hors zone euro ont continué de se renforcer au premier trimestre 2017. La dynamique de croissance des exportations (variation en pourcentage en glissement trimestriel) semble être déterminée par la demande, en provenance d'Asie (y compris la Chine) pour l'essentiel, et par l'amélioration de la situation en Russie ainsi qu'aux États-Unis.

Les exportations de la zone euro devraient se redresser à mesure que le commerce mondial continue de se renforcer. Les indicateurs tirés d'enquêtes font apparaître des améliorations de la demande étrangère et les nouvelles commandes à l'exportation se sont inscrites en hausse. De plus, le taux de change effectif de l'euro s'est inscrit en baisse au cours des quatre premiers mois de 2017 et pourrait stimuler les gains de compétitivité des exportateurs de la zone euro. Toutefois, l'émergence de tendances au protectionnisme dans le monde pourrait être porteuse de risques à la baisse pour les perspectives de la demande étrangère, et donc pour les exportations de la zone euro, à plus long terme.

Globalement, les derniers indicateurs économiques confirment dans l'ensemble la poursuite de la croissance du PIB en volume aux premier et deuxième trimestres 2017, à un rythme proche de celui du quatrième trimestre de l'année dernière. La production industrielle (hors construction) a affiché un léger recul en février 2017, après une hausse de même ampleur le mois précédent. En conséquence, la production moyenne au cours de ces deux mois s'est globalement établie au même niveau qu'au dernier trimestre 2016, lorsque la production s'est accrue de 0,9 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes confirment également la poursuite d'une dynamique positive de la croissance à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 55,6 au premier trimestre 2017, après 53,8 au quatrième trimestre, avant de ressortir à 56,7 en avril, après 56,4 en mars (cf. graphique 5). Dans le même temps, l'indicateur du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne s'est inscrit en hausse, à 107,9 au premier trimestre après 106,9 au quatrième trimestre. En conséquence, l'ESI et le PMI, qui demeurent supérieurs à leur moyenne de long terme respective, se rapprochent de leur pic récent de début 2011.

Dans la période à venir, l'expansion économique en cours devrait continuer de se renforcer et de se généraliser. Les effets des mesures de politique monétaire soutiennent la demande intérieure et facilitent le processus de désendettement en cours. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de

financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. Les créations d'emplois, à la faveur également des réformes antérieures du marché du travail, soutiennent le revenu réel disponible et la consommation privée. De plus, les signes d'une reprise mondiale plus vigoureuse et d'un accroissement des échanges commerciaux laissent penser que la demande extérieure devrait renforcer de plus en plus la bonne tenue générale de l'essor économique dans la zone euro. Toutefois, la croissance économique continue d'être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, en particulier sur les marchés de produits, et par les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro, tout en évoluant vers une configuration plus équilibrée, restent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début avril, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la hausse pour 2017 et 2018 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début janvier.

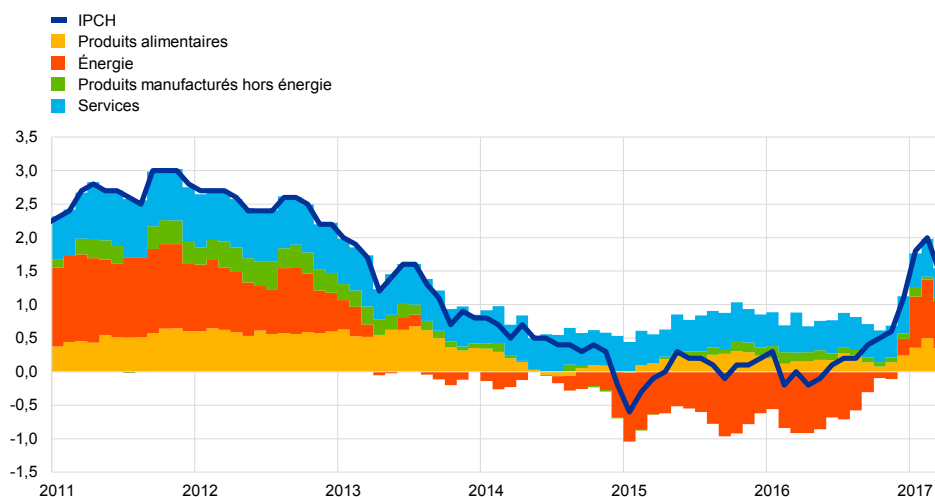
4 Prix et coûts

L'inflation totale s'est ralentie en mars. Après avoir atteint 2,0 % en février, l'inflation totale s'est ralentie à 1,5 % en mars (cf. graphique 7). Ce recul s'explique en particulier par les taux d'inflation plus faibles enregistrés pour les composantes volatiles que sont l'énergie et les produits alimentaires non transformés, mais également par une atténuation de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie.

Graphique 7

Contributions des différentes 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 mars 2017.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées faibles. La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est ralentie à 0,7 % en mars 2017, après 0,9 % en février, soit le plus bas niveau enregistré au cours des deux dernières années. Cette baisse a résulté dans une large mesure du ralentissement des composantes très volatiles des services liées aux voyages. Cette évolution reflète, selon toute probabilité, surtout des effets prix liés au calendrier des fêtes de Pâques (Pâques tombant en avril cette année mais en mars l'année dernière), qui ont donc probablement un caractère plus temporaire. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeurée nettement inférieure à sa moyenne de long terme de 1,4 %. En outre, les autres mesures n'indiquent pas non plus, pour la plupart, de regain des tensions inflationnistes sous-jacentes. Cela pourrait refléter en partie les effets indirects baissiers décalés de la faiblesse passée des prix du pétrole, mais aussi, plus fondamentalement, la poursuite de la modération des tensions d'origine interne sur les coûts.

Les tensions se sont renforcées en amont de la chaîne de production et de fixation des prix. En amont de la chaîne des prix, une hausse des prix à la production mondiaux (hors pétrole) supérieure à la moyenne et une progression soutenue des prix à l'importation des biens intermédiaires indiquent un

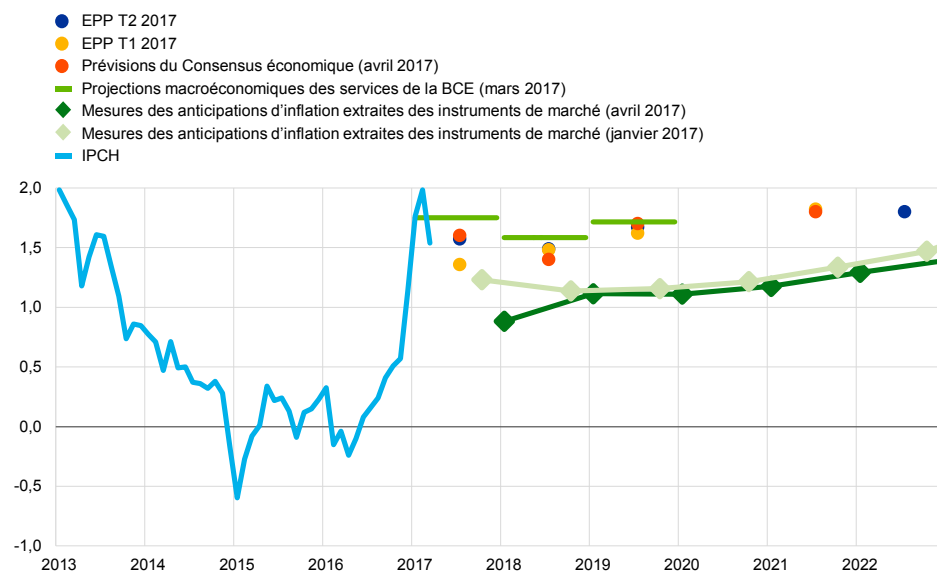
accroissement des tensions sur les prix. Les biens intermédiaires sont également le principal facteur à l'origine de la récente accélération de la hausse des prix à la production pour l'ensemble de l'industrie (hors construction et énergie) dans la zone euro, qui est ressortie à 2,1 % en février 2017, après 1,5 % en janvier. Plus en aval de la chaîne des prix, des tensions à la hausse sont perceptibles dans la variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires, qui a poursuivi son redressement marqué depuis novembre 2016 et s'est de nouveau accentuée, passant de - 0,1 % en janvier à 0,6 % en février. Toutefois, la hausse des prix à la production intérieurs des biens de consommation non alimentaires est restée globalement stable à un niveau faible, ressortant à 0,2 % en février, et n'a donc pas encore apporté de soutien à la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie (cf. également l'analyse de l'encadré 4 intitulé « Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ? »).

La croissance des salaires dans la zone euro s'est légèrement redressée, bien qu'elle demeure faible. La croissance annuelle de la rémunération par tête est passée de 1,3 % au troisième trimestre 2016 à 1,5 % au quatrième trimestre, mais continue de s'inscrire très en deçà de sa moyenne de long terme de 2,1 % (depuis 1999). Les facteurs ayant pu 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 exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise. De plus, l'environnement de faible inflation de ces dernières années pourrait contribuer encore à une moindre croissance des salaires par le biais de mécanismes d'indexation rétrospectifs, formels et informels.

Graphique 8

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont établies à partir des swaps zéro coupon indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCH par exclusion (IPCH hors tabac de la zone euro).

Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en légère baisse, tandis que les mesures tirées d'enquêtes sont restées stables. Depuis début mars, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont diminué sur toutes les échéances (cf. graphique 8). Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a diminué pour s'établir à 1,6 % environ, soit près de 10 points de base au-dessous du niveau observé début mars 2017. En revanche, la mesure des anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro tirée de l'enquête d'avril 2017 menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) est restée stable à 1,8 %.

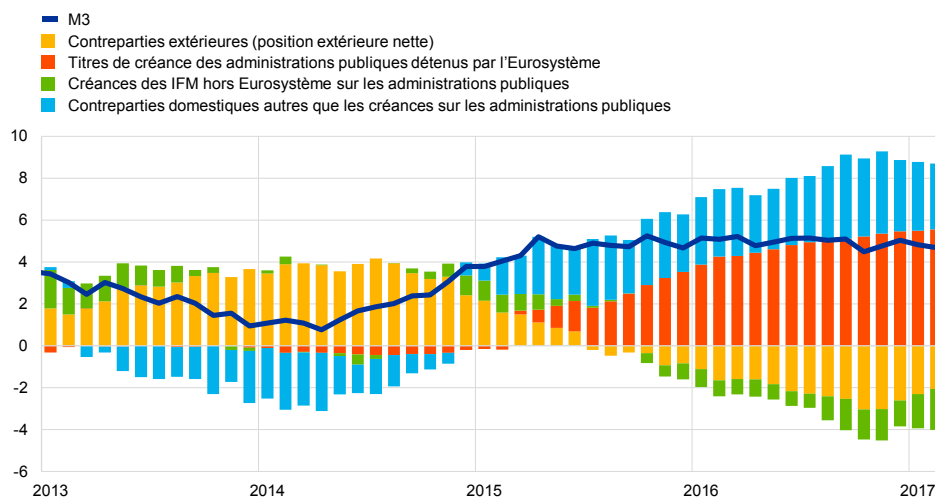
Les prix de l'immobilier résidentiel se sont encore accélérés dans la zone euro. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 3,8 %, en rythme annuel, au quatrième trimestre 2016, après 3,4 % au troisième trimestre, ce qui dénote un renforcement et une généralisation du cycle des prix des logements.

5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 est resté globalement stable en février 2017, à 4,7 % après 4,8 % en janvier, oscillant autour de 5,0 % depuis mi-2015 (cf. graphique 9). Le faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la croissance de M3. La croissance annuelle de M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de M3. Son rythme est demeuré stable en février, à 8,4 %.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : « Les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques » comprennent les engagements financiers à long terme des IFM (y compris le capital et les réserves), les concours des IFM au secteur privé et les autres contreparties. La dernière observation se rapporte à février 2017.

Les sources internes de la création monétaire ont encore été le moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Les achats de titres de créance réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) ont continué d'avoir un impact positif considérable sur la croissance de M3 (cf. les barres orange du graphique 9). En revanche, la contribution des créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystème sur les administrations publiques est restée négative (cf. les barres vertes du graphique 9).

Les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques ont également eu des effets positifs sur la croissance de M3 (cf. les barres bleues du graphique 9). Cela reflète, d'une part, le redressement progressif de la croissance des concours au secteur privé. D'autre part, le taux de variation annuel fortement négatif des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a continué de soutenir la croissance de M3. Cette évolution s'explique en partie par le profil plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt, pour les investisseurs, de détenir des dépôts bancaires à long terme et des

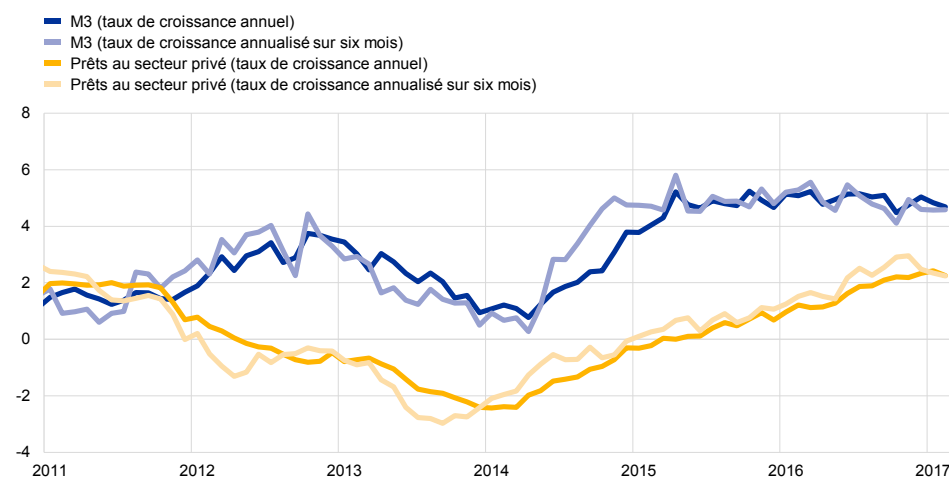
obligations bancaires. La disponibilité des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés a également joué un rôle.

La position extérieure nette du secteur des IFM continue d'exercer une pression à la baisse sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 9). Cette évolution reflète la persistance de sorties de capitaux de la zone euro. Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre du PSPP, apportent une contribution importante à cette tendance.

Le redressement de la croissance des prêts se poursuit. 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 été globalement stable en février (cf. graphique 10). Dans tous les secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) a légèrement diminué, tandis que celui des prêts aux ménages est resté stable. 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 le redressement de la croissance des prêts. 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 10 M3 et prêts au secteur privé

(taux de croissance annuel et taux de croissance annualisé sur six mois)



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 février 2017.

D'après l'enquête d'avril 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la croissance des prêts a continué d'être soutenue par l'assouplissement des conditions d'octroi des prêts et par l'augmentation de la demande pour toutes les catégories de prêts. Au premier trimestre 2017, les critères d'attribution des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont

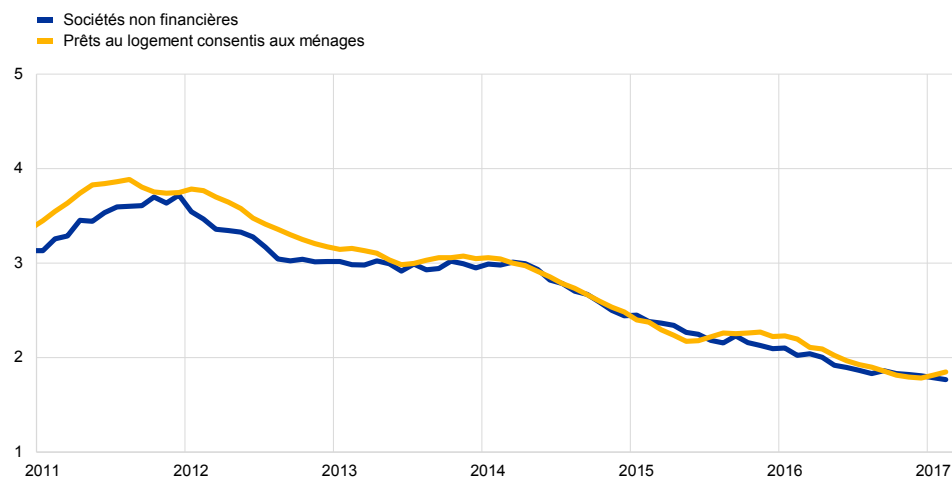
légèrement assouplis. Le programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP) a contribué à assouplir les modalités et conditions attachées aux prêts sur l'ensemble des catégories de prêts. L'effet d'assouplissement net de l'APP a été plus fort pour les modalités et conditions attachées aux prêts que pour les critères d'octroi. Les banques de la zone euro ont indiqué que l'APP avait contribué à une amélioration de leur situation de liquidité et de leurs conditions de financement sur le marché. La liquidité obtenue dans le cadre de l'APP a été utilisée essentiellement pour accorder des prêts. En outre, concernant le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE, les banques ont fait état d'un effet positif sur les volumes de prêts, mais négatif sur leur produit net d'intérêts. Elles ont également déclaré que la demande nette de prêts des ménages et des SNF était en hausse. Cette hausse s'explique par plusieurs facteurs, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt, les activités de fusion-acquisition et des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel.

La baisse des taux débiteurs bancaires, qui s'était amorcée début 2014, s'est atténuée début 2017 (cf. graphique 11). Entre mai 2014 et février 2017, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de 117 et 106 points de base, respectivement. Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE. 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 appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est nettement resserré. 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.

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à février 2017.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont restées soutenues au premier trimestre 2017.

Les dernières données de la BCE montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont à nouveau augmenté en janvier et en février 2017, après un recul en décembre 2016, principalement en raison de facteurs saisonniers. L'activité d'émission a continué d'être soutenue, entre autres facteurs, par les achats d'obligations bien notées émises par les sociétés non bancaires. D'après les données provisoires, l'activité d'émission est demeurée soutenue en mars. Les émissions nettes d'actions cotées ont été modérées au cours des premiers mois de 2017.

D'après les estimations, les coûts de financement des SNF de la zone euro sont restés favorables au cours des premiers mois de 2017.

Au premier trimestre 2017, le coût nominal total du financement externe des SNF n'a presque pas varié par rapport à décembre 2016. Le niveau observé en mars n'était que légèrement supérieur au point bas historique enregistré l'été dernier. Le coût du financement par actions demeure cependant élevé par rapport au coût du financement par endettement, reflétant une prime de risque sur actions élevée. En revanche, le coût du financement par endettement a continué de diminuer au cours des derniers mois, atteignant ainsi un nouveau point bas historique.

Encadrés

1 Le programme d'achats d'actifs de la BCE et les soldes TARGET : la mise en œuvre de la politique monétaire et au-delà

Cet encadré analyse l'augmentation des soldes TARGET depuis le début du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) et explique en quoi la dynamique actuelle diffère de celle observée lors des précédents épisodes d'accroissement des soldes². Les soldes TARGET correspondent aux créances et aux engagements des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro vis-à-vis de la BCE, qui résultent des paiements transfrontières réglés en monnaie de banque centrale³. Les flux nets de paiements entrant dans un pays accroissent les créances TARGET (ou réduisent les engagements TARGET) de la BCN dudit pays tandis que les flux nets de paiements sortants ont l'effet inverse. Le solde TARGET global, qui est la somme de l'ensemble des soldes positifs, n'est affecté que lorsque la monnaie de banque centrale circule entre des pays affichant des soldes positifs et négatifs⁴. Les flux transfrontières de monnaie de banque centrale, tels que les reflètent les évolutions des soldes TARGET, sont enregistrés dans la balance des paiements des pays de la zone euro⁵. Selon la comptabilité de balance des paiements, ces flux doivent se refléter dans d'autres composantes de la balance des paiements, tels que le compte des transactions courantes ou les flux d'investissements de portefeuille.

Des soldes TARGET élevés peuvent être la conséquence de l'injection d'importants volumes d'excédent de liquidité par le système de banque centrale décentralisé de la zone euro. Les soldes TARGET apparaissent lorsque les réserves de banque centrale créées dans une juridiction se déplacent vers une autre juridiction. Durant la crise de la dette souveraine, une hausse de l'excédent de liquidité *tirée par la demande* a été observée, les banques substituant le financement de l'Eurosystème au financement de marché, qui s'était asséché. Bien que la provision de liquidité initiale *via* les opérations de refinancement ait été neutre du

² TARGET désigne le système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel. En mai 2008, TARGET2 a intégralement remplacé l'ancien système TARGET en tant que système de règlement brut en temps réel appartenant à l'Eurosystème, qui en assure le fonctionnement. Dans un souci de lisibilité, le terme « soldes TARGET » est utilisé ici pour décrire les soldes cumulés dans TARGET et TARGET2.

³ De plus, la BCE et les BCN de cinq États membres ne faisant pas partie de la zone euro qui participent à TARGET2 (la Bulgarie, la Croatie, le Danemark, la Pologne et la Roumanie) ont également des soldes TARGET.

⁴ Le solde TARGET global s'accroît si, en termes nets, la monnaie de banque centrale circule d'un pays affichant un engagement vers un pays ayant une créance et il diminue si cette monnaie circule dans l'autre sens. En revanche, les flux entre deux pays détenant des créances (ou deux pays affichant des engagements) modifient la composition mais pas la taille du solde TARGET global.

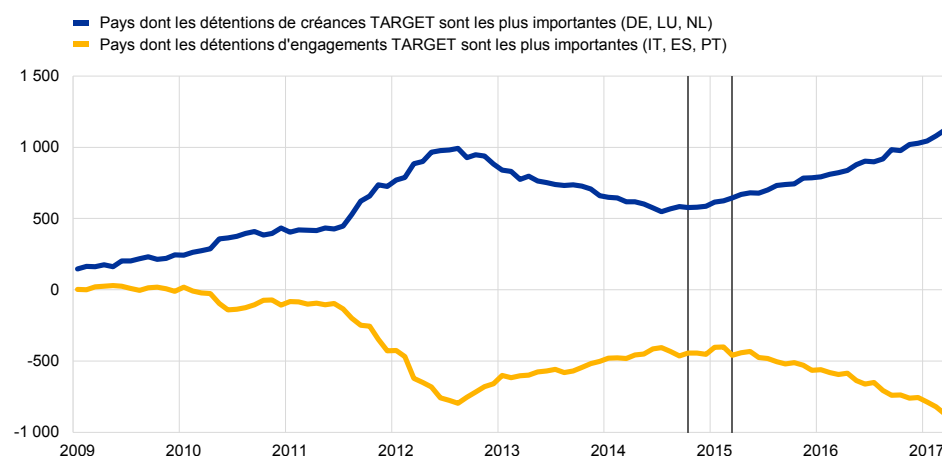
⁵ Si un pays de la zone euro envoie plus de fonds à l'étranger *via* TARGET qu'il n'en reçoit, ce sera contrebalancé par un engagement de même taille de la BCN du pays vis-à-vis de la BCE dans le compte financier de la balance des paiements sous la rubrique « autres investissements de la banque centrale nationale ».

point de vue de TARGET ⁶, les soldes TARGET ont ensuite augmenté lorsque cette liquidité est passée des pays vulnérables aux pays moins vulnérables dans un contexte de sévères tensions sur les marchés ⁷. Depuis le début de l'APP étendu, toutefois, la nouvelle hausse de l'excédent de liquidité est principalement *liée à l'offre*, sous l'effet des achats d'actifs par les BCN et la BCE plutôt que d'un recours aux opérations de refinancement motivé par un contexte difficile ⁸. L'APP, et en particulier le programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP), entraîne une hausse des soldes TARGET (cf. graphique A) en induisant des flux de liquidité transfrontières élevés. Ces flux apparaissent (1) durant la mise en œuvre de l'APP et (2) *via* la poursuite du rééquilibrage des portefeuilles.

Graphique A

Somme des soldes TARGET pour les trois BCN détenant les stocks de créances les plus élevés et les trois BCN affichant les engagements les plus importants

(en milliards d'euros ; données de fin de mois)



Source : BCE.

Notes : À fin mars 2017, les trois pays dont les détections de créances TARGET étaient les plus importantes étaient l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas, tandis que les trois pays dont les détections d'engagements TARGET étaient les plus importantes étaient l'Italie, l'Espagne et le Portugal (même si les engagements de la BCE sont en réalité plus élevés que ceux du Portugal). Les lignes noires verticales marquent le début des achats réalisés dans le cadre de l'APP et du PSPP en octobre 2014 et en mars 2015, respectivement. Les dernières données se rapportent à mars 2017.

La structure financière de la zone euro contribue à l'augmentation en cours des soldes TARGET car les paiements transfrontières constituent une

⁶ Les institutions financières monétaires (IFM) peuvent participer aux opérations de refinancement uniquement par l'intermédiaire de leur BCN. La liquidité est allouée à l'IFM participante *via* un crédit sur le compte courant qu'elle détient auprès de la BCN. La mise en œuvre des opérations de refinancement n'implique pas de paiements transfrontières et est par conséquent neutre du point de vue de TARGET.

⁷ Dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale, la demande de refinancement par l'Eurosystème a été intégralement satisfaite en fonction de la disponibilité des garanties, ce qui a permis une croissance importante de l'excédent de liquidité. Pour une analyse plus poussée, cf. l'article intitulé « Les soldes TARGET et les opérations de politique monétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2013.

⁸ Environ 85 % de l'augmentation de la liquidité fournie par l'intermédiaire d'opérations d'*open market* libellées en euros entre fin février 2015 (c'est-à-dire avant le début du PSPP) et le 31 mars 2017 résultent de l'APP. Sur la même période, la totalité de la hausse du recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème reflète la participation aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO). La participation aux TLTRO ne devrait pas être interprétée comme un signe de recours au refinancement de l'Eurosystème en raison d'un contexte difficile, la tarification très intéressante de ces opérations constituant une motivation clé (cf. par exemple, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2017).

caractéristique propre à la mise en œuvre de l’APP décentralisé dans un marché intégré. La mise en œuvre de l’APP est distincte de celle des opérations de refinancement car elle est susceptible d’entraîner des paiements transfrontières immédiats, les achats n’étant pas contraints par les frontières nationales. De fait, environ 80 % des achats au titre de l’APP en volume ont fait intervenir des contreparties non nationales, tandis qu’environ 50 % ont impliqué des contreparties résidant hors de la zone euro, pour beaucoup d’entre elles concentrées au Royaume-Uni⁹. Historiquement, ces dernières ont accédé à TARGET2 *via* les principaux centres financiers de la zone euro, en particulier l’Allemagne et, dans une moindre mesure, les Pays-Bas¹⁰. Les principaux centres financiers de la zone euro ont toujours été situés dans des pays qui, durant la crise de la dette souveraine, étaient jugés comme moins vulnérables¹¹. Le règlement des transactions au titre de l’APP est donc associé à des flux transfrontières structurels vers ces localisations¹².

L’augmentation du solde TARGET global a suivi la tendance à la hausse résultant des paiements transfrontières pour les transactions réalisées dans le cadre de l’APP, suggérant que les autres flux financiers n’ont pas continué d’accroître le solde après la mise en œuvre de l’APP. Le graphique B montre comment le solde TARGET global a effectivement évolué par rapport à un solde simulé illustrant la façon dont il aurait évolué si les seuls paiements transfrontières dans le système avaient été ceux découlant de la mise en œuvre de l’APP¹³. Le solde effectif se situe actuellement en deçà du solde simulé, ce qui indique que les flux de liquidité transfrontières ultérieurs ne donnent pas lieu à des hausses supplémentaires du solde TARGET global ; cela suggère plutôt que certains flux de liquidité transfrontières nets reviennent des pays détenant des créances TARGET vers ceux détenant des engagements.

⁹ Dans ce contexte, « non nationale » se rapporte à une contrepartie située dans un pays différent de celui de la BCN qui effectue les achats. Cela inclut les contreparties situées dans d’autres pays de la zone euro. Les contreparties ne sont pas nécessairement les propriétaires légaux du titre ; elles peuvent agir en tant qu’intermédiaires, détenant les titres et gérant les opérations pour le compte des propriétaires.

¹⁰ Les localisations utilisées par les banques ne faisant pas partie de la zone euro pour la participation à TARGET2 sont le résultat de choix effectués en toute liberté. Les banques situées dans l’Espace économique européen et qui sont éligibles à la participation directe à TARGET2 peuvent choisir la BCN auprès de laquelle elles souhaitent ouvrir un compte TARGET2, tandis que les autres banques ne faisant pas partie de la zone euro choisissent des correspondants bancaires pour accéder à TARGET2, qui reflètent généralement les relations historiques. Les localisations sont demeurées largement inchangées depuis la mise en service de TARGET2 en 2007/2008.

¹¹ Des données issues du système de paiement TARGET d’origine indiquent que l’Allemagne et le Royaume-Uni étaient déjà des centres financiers majeurs bien avant le début de la crise financière mondiale (cf. Cabral (I.), Dierick (F.) et Vesala (J.), *Banking integration in the euro area, Occasional Paper Series*, n° 6, BCE, 2002). C’est toujours le cas, mais le Royaume-Uni n’est pas un participant direct à TARGET2 ; l’Allemagne est la principale localisation par laquelle les banques basées au Royaume-Uni accèdent à TARGET2, renforçant ainsi le rôle de l’Allemagne en tant que centre financier majeur.

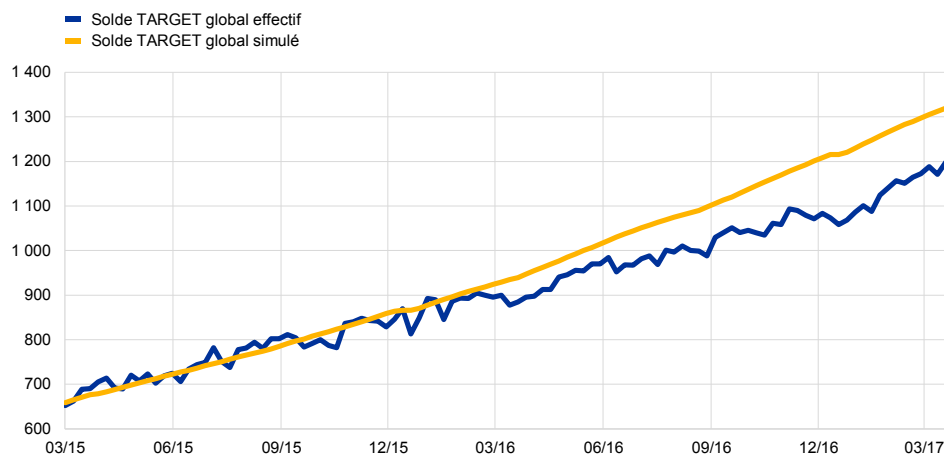
¹² Pour plus de détails sur la façon dont la mise en œuvre de l’APP affecte les soldes TARGET, cf. l’encadré intitulé « Les soldes TARGET et le programme d’achats d’actifs », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

¹³ La simulation est fondée sur des données au niveau des transactions et présente les paiements effectués par les banques centrales acheteuses sur le compte TARGET utilisé par les contreparties vendeuses.

Graphique B

Solde TARGET global depuis le lancement du PSPP et solde simulé

(en milliards d'euros ; données hebdomadaires)



Sources : BCE, TARGET2 et calculs de la BCE.

Notes : Le solde TARGET simulé est calculé à partir des données relatives aux transactions au titre de l'APP et en utilisant les informations sur la localisation des comptes TARGET des contreparties à l'APP (le solde de la BCE est traité séparément des soldes des pays hors zone euro). Le solde simulé montre comment le solde TARGET global aurait évolué depuis mars 2015 si les seuls paiements transfrontières dans le système avaient été les flux de liquidité des banques centrales à destination des comptes TARGET2 des contreparties résultant des achats au titre de l'APP. Les dernières données se rapportent à mars 2017.

Les paiements liés au rééquilibrage ultérieur des portefeuilles sont également affectés par la structure financière et maintiennent les soldes TARGET à un niveau élevé.

Depuis le lancement de l'APP, un rééquilibrage généralisé en faveur des titres de créance hors zone euro a été observé dans l'ensemble de la zone euro, alimenté dans une large mesure par la persistance d'écarts de taux d'intérêt négatifs entre les obligations de la zone euro et les obligations émises par les autres économies avancées¹⁴. Au cours de cette période, les achats nets de titres de créance hors zone euro par les résidents de la zone ont porté presque exclusivement sur des titres de créance émis par d'autres économies avancées, en particulier les États-Unis. Un tel rééquilibrage des portefeuilles au niveau international est généralement effectué par l'intermédiaire d'acteurs situés dans les principaux centres financiers de la zone euro, contribuant ainsi à l'accumulation de réserves dans certaines localisations et à la persistance des soldes TARGET¹⁵. Ce mécanisme apparaît de façon évidente dans les positions extérieures nettes des IFM d'un pays, qui reflètent les transactions du secteur non bancaire avec le reste du monde (cf. graphique C) et la façon dont transitent les flux de paiements associés (cf. graphique D)¹⁶. Une ventilation des positions extérieures nettes des pays affichant les engagements TARGET les plus importants montre que les flux de

¹⁴ Cf. l'encadré intitulé « L'analyse des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

¹⁵ S'agissant des investissements en actions, les données par pays pour les économies de la zone euro les plus importantes font état de flux transfrontières intra-zone élevés vers les fonds d'investissement concentrés dans les centres financiers majeurs de la zone euro, plus particulièrement au Luxembourg.

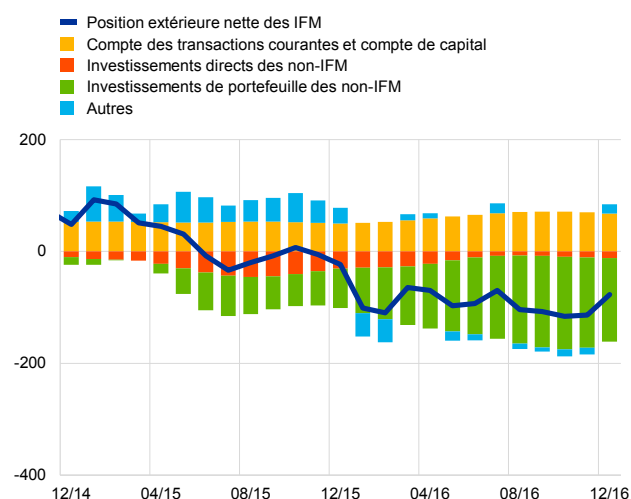
¹⁶ Pour plus de détails concernant la présentation monétaire de la balance des paiements, cf. Bè Duc (L.), Mayerlen (F.) et Sola (P.), « *The monetary presentation of the euro area balance of payments* », *Occasional Paper Series*, n° 96, BCE, 2008.

paiements associés au rééquilibrage des portefeuilles au niveau international transigent essentiellement *via* TARGET ¹⁷.

Graphique C

Présentation monétaire de la balance des paiements pour les pays affichant les engagements TARGET les plus importants

(en milliards d'euros ; flux sur 12 mois)



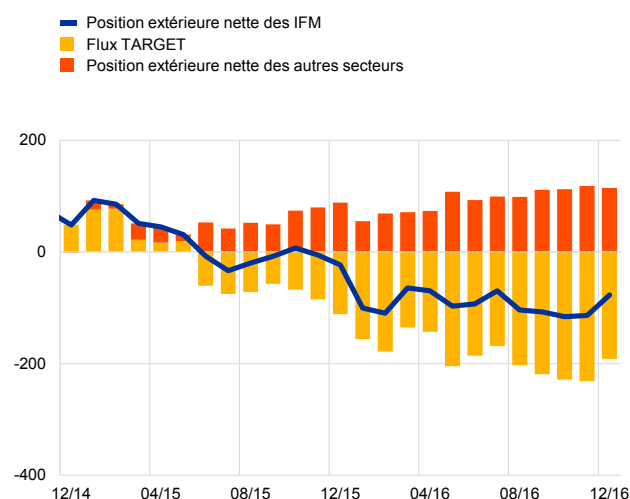
Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Agrégat des trois pays affichant les engagements TARGET les plus importants : Italie, Espagne et Portugal. La position extérieure nette des IFM par pays est constituée des positions des IFM vis-à-vis des non-résidents de la zone euro et vis-à-vis des résidents d'autres pays de la zone euro (incluant pour ces derniers les positions entre BCN, qui reflètent principalement les soldes TARGET). Les flux TARGET reflètent la différence de 12 mois des engagements TARGET d'un pays. Les données de balance des paiements par secteurs sont obtenues par interpolation des données trimestrielles. Les dernières données se rapportent à décembre 2016.

Graphique D

Position extérieure nette des IFM des pays affichant les engagements TARGET les plus importants – ventilation par canaux d'intermédiation

(en milliards d'euros ; flux sur 12 mois)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Agrégat des trois pays affichant les engagements TARGET les plus importants : Italie, Espagne et Portugal. La position extérieure nette des IFM par pays est constituée des positions des IFM vis-à-vis des non-résidents de la zone euro et vis-à-vis des résidents d'autres pays de la zone euro (incluant pour ces derniers les positions entre BCN, qui reflètent principalement les soldes TARGET). Les flux TARGET reflètent la différence de 12 mois des engagements TARGET d'un pays. Les données de balance des paiements par secteurs sont obtenues par interpolation des données trimestrielles. Les dernières données se rapportent à décembre 2016.

Depuis le lancement du PSPP, les évolutions des balances des paiements des pays de la zone euro dont les stocks de créances TARGET sont les plus importants et affichant les engagements TARGET les plus élevés ont été très différentes de celles observées durant la crise de la dette souveraine et ont suivi des tendances assez similaires dans les deux groupes. Sur la période allant de mi-2011 à mi-2012, les pays affichant des engagements TARGET ont connu un arrêt soudain des flux entrants étrangers à destination des IFM nationaux et des marchés obligataires (cf. graphique Ea). Dans le même temps, les résidents nationaux ont réduit leur détention de titres étrangers afin de rapatrier de la liquidité, tandis que les IFM nationales ont réalloué des fonds aux dépôts étrangers. De plus, les pays ayant des engagements TARGET affichaient un déficit du compte des transactions courantes cumulé. En parallèle, les pays détenant des créances TARGET ont reçu des flux entrants étrangers à destination des IFM et des titres nationaux, tout en enregistrant un excédent au titre du compte des transactions courantes. Depuis le début du PSPP, les investisseurs étrangers ont réduit leur

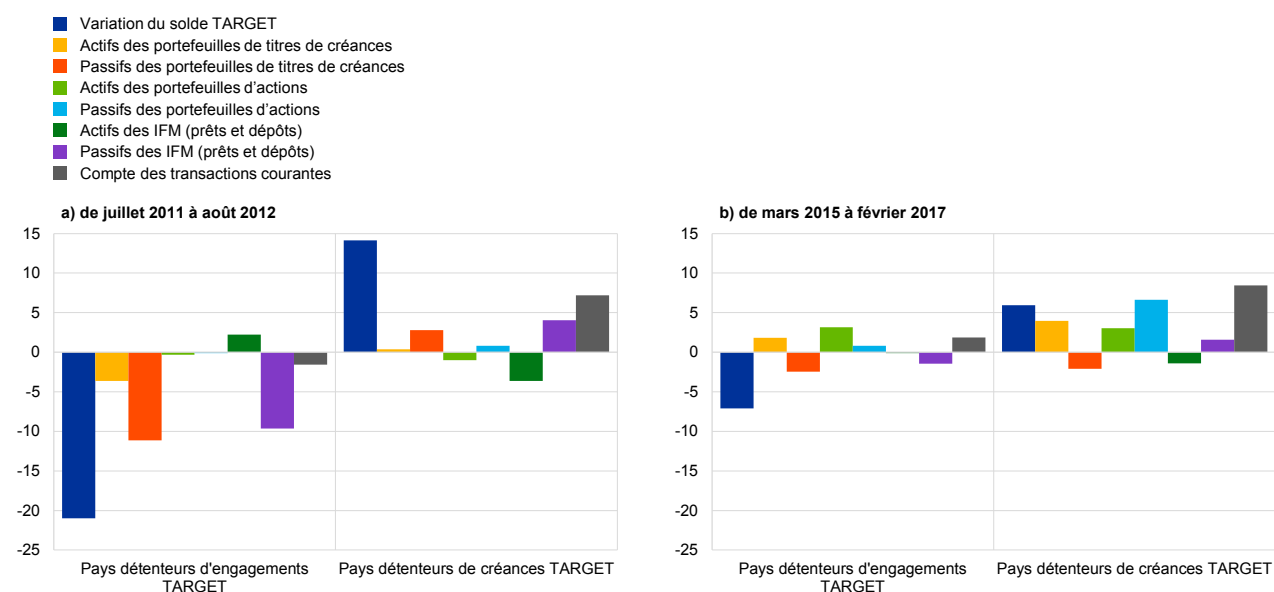
¹⁷ Des éléments indiquent que tel est le cas que le bénéficiaire du paiement soit résident de la zone euro ou non. Selon les statistiques sur les détentions de titres établies par la BCE, durant l'APP, environ la moitié de la hausse des achats nets de titres de créance étrangers par des résidents dans les trois pays dont les positions débitrices sont les plus élevées (c'est-à-dire l'Italie, l'Espagne et le Portugal) a été observée vis-à-vis des non-résidents de la zone euro.

exposition aux titres de créance dans les pays affichant des engagements TARGET, mais dans une bien moindre mesure que durant la crise de la dette souveraine et d'une façon similaire à ce qui a été observé dans les pays détenteurs de créances TARGET (cf. graphique Eb). De plus, les résidents des deux groupes de pays ont rééquilibré leurs portefeuilles en faveur des titres de créance étrangers et des actions étrangères, tandis qu'ils enregistraient des flux entrants à destination des actions nationales¹⁸. Après le processus d'ajustement externe intervenu dans les pays affichant des engagements TARGET ces dernières années, le compte des transactions courantes a enregistré un excédent depuis le début du PSPP, comme cela a continué d'être le cas dans les pays détenteurs de créances TARGET.

Graphique E

Variation des soldes TARGET et évolutions d'une sélection de rubriques de balance des paiements

(en pourcentages du PIB ; flux mensuels cumulés)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les pays détenteurs de créances TARGET incluent l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas. Les pays affichant des engagements TARGET incluent l'Italie, l'Espagne et le Portugal. À l'actif, une valeur positive (négative) indique des acquisitions (cessions) nettes d'actifs étrangers par les résidents du pays. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'actifs nationaux par les résidents étrangers. Le PIB est converti en données de fréquence mensuelle.

Dans l'ensemble, les facteurs sous-jacents déterminant l'augmentation actuellement en cours des soldes TARGET sont d'une nature intrinsèquement différente de ceux observés lors des précédents épisodes de hausse des soldes. L'augmentation des soldes TARGET entre mi-2011 et mi-2012 a été déclenchée par la substitution du financement des banques par la banque centrale au financement par le secteur privé dans une période marquée par des conditions de financement bancaire difficiles, comme le montre également un ensemble de statistiques relatives aux marchés financiers, au secteur bancaire et à la balance des

¹⁸ Les flux bancaires transfrontières ont été relativement atones depuis le lancement de l'APP, les IFM dans les deux groupes de pays réduisant légèrement leurs actifs étrangers en termes de prêts et de dépôts. Dans les pays détenteurs d'engagements TARGET, les IFM ont enregistré une réduction des engagements bancaires transfrontières, tandis que ces derniers ont légèrement augmenté dans les pays détenteurs de créances TARGET.

paiements ¹⁹. En revanche, la hausse actuelle des soldes TARGET est dans une large mesure attribuable à l'interaction entre la mise en œuvre décentralisée de l'APP et la structure financière de la zone euro.

¹⁹ Cf. l'encadré intitulé « *What is driving the renewed increase in TARGET2 balances?* », *Quarterly Review*, BRI, mars 2017.

2 Évolutions récentes du chômage des jeunes

En 2013, le taux de chômage des jeunes dans la zone euro a atteint un pic à plus de 24 % pour la tranche des 15-24 ans. Depuis, le taux de chômage des jeunes a diminué plus rapidement que le taux de chômage total, demeurant autour de 21 % en 2016, soit environ 6 points de pourcentage de plus qu'en 2007. Dans ce contexte, cet encadré présente quelques caractéristiques clés récentes du chômage des jeunes dans les pays de la zone euro.

Un suivi étroit de l'évolution du chômage des jeunes est nécessaire en raison des « cicatrices » qu'il peut laisser, tout particulièrement en début de carrière ²⁰. De longues périodes de chômage à un jeune âge peuvent entraîner un risque accru de chômage futur, des pertes en capital humain et une baisse des revenus. Le taux de chômage des jeunes est généralement plus élevé que le taux de chômage total, mais l'existence d'écart importants d'un pays à l'autre indique des problèmes potentiels concernant le fonctionnement du marché du travail dans certains pays.

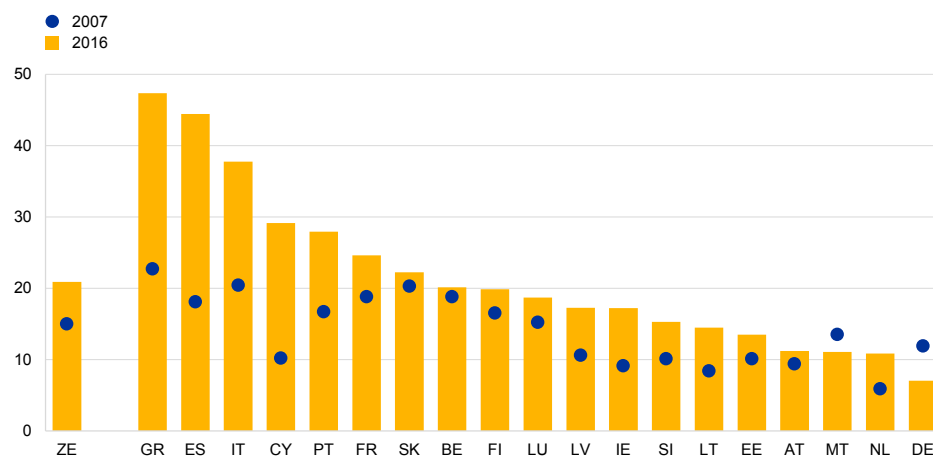
Le chômage des jeunes dans la zone euro demeure supérieur à son niveau d'avant la crise mais, rapporté au chômage total, il reste stable. Le taux de chômage des jeunes est particulièrement élevé en Grèce, en Espagne et en Italie, après les fortes hausses observées durant la crise (cf. graphique A). Toutefois, en dépit du taux de chômage très élevé des jeunes, le ratio du chômage des jeunes rapporté au chômage total n'a pas varié de manière significative entre 2007 et 2016, ce qui laisse penser que le chômage des jeunes a suivi l'évolution du chômage total (cf. graphique B). Par conséquent, les niveaux très élevés de chômage des jeunes durant la crise reflètent à la fois l'intensité de la crise et un niveau relativement élevé de chômage des jeunes avant la crise. À cet égard, il convient de souligner la forte hétérogénéité entre les pays. Tandis que pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage des jeunes est 2,2 fois plus élevé que le taux de chômage total, en Italie et au Luxembourg, il est plus de 3 fois plus élevé. En revanche, le taux de chômage des jeunes en Allemagne n'est que 1,7 fois plus élevé que le taux de chômage total.

²⁰ Cf., par exemple, Arulampalam (W.), « *Is Unemployment Really Scarring? Effects of Unemployment Experience on Wages* », *The Economic Journal*, vol. 111, n° 475, 2011, p. 585-686.

Graphique A

Taux de chômage des jeunes dans la zone euro

(en pourcentage ; tranche des 15-24 ans)

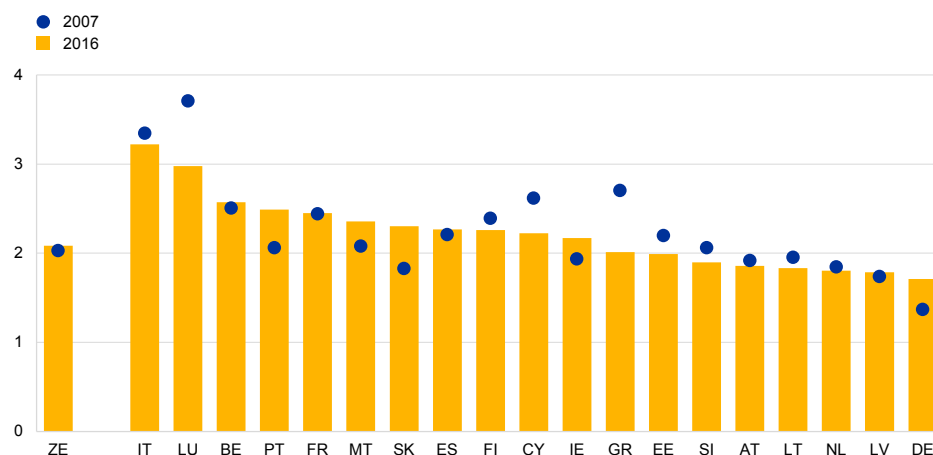


Source : Eurostat.

Graphique B

Ratio taux de chômage des jeunes/taux de chômage total

(ratio ; tranches d'âge : jeunes (15-24), total (15-74))



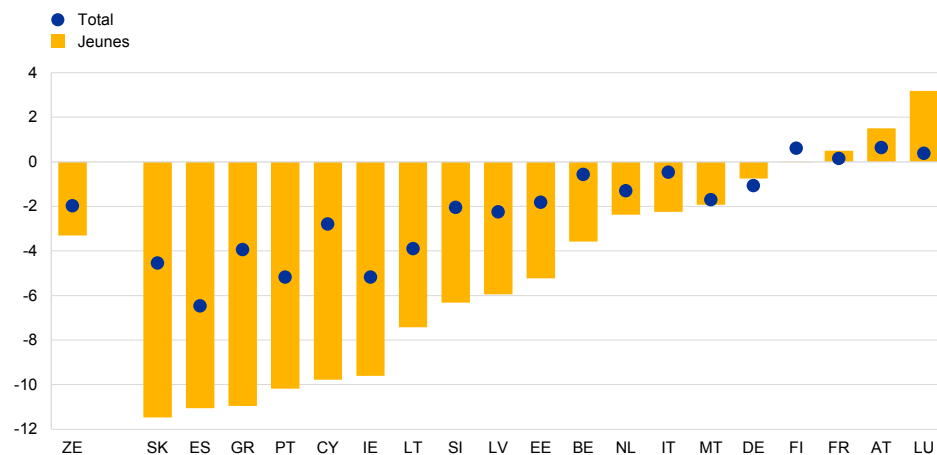
Source : Eurostat.

Le taux de chômage des jeunes diminue plus rapidement que le taux de chômage total, reflétant sa plus forte sensibilité au cycle. Entre 2007 et 2013, le taux de chômage des jeunes dans la zone euro a augmenté de 9 points de pourcentage environ. Sur la même période, le taux de chômage total a augmenté de 4,5 points de pourcentage environ (c'est-à-dire moitié moins que le chômage des jeunes). De même, durant la reprise, le chômage des jeunes a diminué plus rapidement que le chômage total. Entre 2013 et 2016, le taux de chômage des jeunes a fléchi de 3,5 points de pourcentage environ, contre une baisse de 2 points de pourcentage environ pour le taux de chômage total (cf. graphique C). La Slovaquie, la Grèce et l'Espagne – suivies du Portugal, de l'Irlande et de Chypre – comptent parmi les pays ayant connu les plus fortes baisses du chômage des

jeunes. En Grèce et en Espagne, le recul du taux de chômage s'est accompagné d'une baisse du taux d'activité ²¹.

Graphique C Évolution des taux de chômage depuis 2013

(en points de pourcentage ; tranches d'âge : jeunes (15-24), total (15-74))



Source : Eurostat.

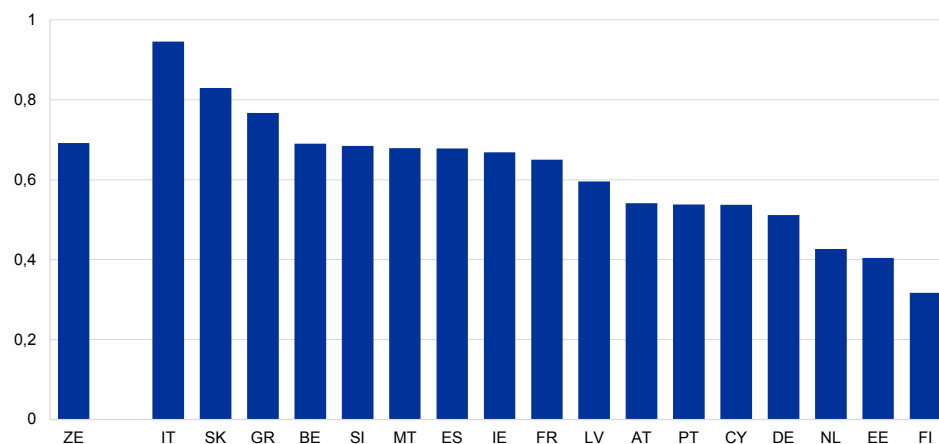
La part de jeunes qui restent au chômage pendant plus d'un an est inférieure à celle des chômeurs demeurant sans activité sur la même période. Comme attendu, la part des jeunes qui restent au chômage pendant plus d'un an est moins élevée que le chiffre correspondant pour le total des chômeurs, reflétant le fait que les jeunes sont davantage susceptibles de passer ponctuellement de l'activité à l'inactivité (par exemple, pour poursuivre leurs études ou leur formation). Toutefois, dans certains pays, la part des jeunes au chômage est proche de celle du total des chômeurs (cf. graphique D).

²¹ On observe une baisse générale du taux d'activité des jeunes durant la crise. En revanche, la part des jeunes qui ne suivent pas d'études ni de formation et ne cherchent pas non plus d'emploi est demeurée relativement stable depuis 2007, ce qui amène à la conclusion que la baisse du taux d'activité durant la crise reflète la décision de poursuivre ou de reprendre les études.

Graphique D

Ratio taux de chômage de longue durée des jeunes/taux de chômage de longue durée total

(ratio ; 2015)



Source : Eurostat.

Note : Le chômage de longue durée se définit comme une période de chômage de plus d'un an. Le taux de chômage de longue durée correspond au pourcentage de chômeurs de longue durée parmi l'ensemble des chômeurs de la tranche d'âge considérée.

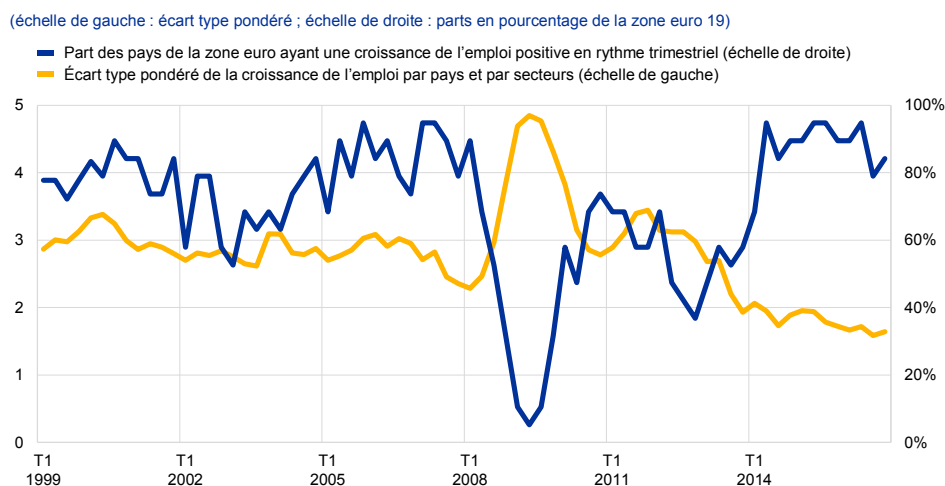
Dans l'ensemble, la relation entre le chômage des jeunes et le chômage total n'a pas varié depuis la crise, mais le niveau élevé des coûts liés au chômage des jeunes montre la nécessité de mettre en œuvre des mesures de politique économique destinées à améliorer le fonctionnement du marché du travail dans certains pays. Ces mesures viseraient notamment à : (1) améliorer la qualité de l'éducation et à l'adapter aux exigences du marché du travail, notamment grâce à des systèmes d'apprentissage bien développés ; (2) garantir l'existence d'un système de fixation des salaires responsable et qui fonctionne de manière satisfaisante, y compris en ce qui concerne le salaire minimum ; (3) renforcer le rôle des services publics pour l'emploi et favoriser les politiques actives du marché du travail afin de soutenir les chômeurs durant les périodes de transition sur le marché du travail et d'accroître leur employabilité ; (4) accroître la flexibilité du temps de travail afin de faciliter l'association études/travail ainsi que le passage de l'éducation à l'emploi sur le marché du travail.

3 Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail

En dépit des améliorations globales constatées sur les marchés du travail de la zone euro depuis le début de la reprise et d'une baisse sensible des taux de chômage dans de nombreuses économies de la zone, la croissance des salaires est restée modérée, laissant penser que les capacités inutilisées demeurent importantes sur le marché du travail. Le présent encadré examine les évolutions des mesures plus larges des capacités inutilisées sur le marché du travail par rapport à la définition relativement étroite du taux de chômage.

La généralisation de la reprise de l'activité se manifeste de plus en plus clairement sur les marchés du travail de la zone euro, davantage de pays et de secteurs enregistrant une croissance positive de l'emploi. Globalement, grâce à la reprise « propice à l'emploi »²², le nombre de personnes employées a augmenté d'un peu moins de cinq millions depuis mi-2013, compensant pratiquement toutes les pertes d'emploi observées depuis la crise. De plus, la reprise s'est nettement généralisée sur les marchés du travail, comme le montre le resserrement de la dispersion des taux de croissance de l'emploi entre les économies et les secteurs de la zone euro au cours des deux dernières années, et la quasi-totalité des pays de la zone enregistrent à présent une croissance de l'emploi positive en rythme trimestriel (cf. graphique A). Le chômage a diminué légèrement plus vite qu'attendu, tout en demeurant élevé par rapport aux niveaux d'avant la crise (cf. le graphique 6 de la section 3) – et des pénuries de main-d'œuvre semblent apparaître dans certains pays (plus particulièrement en Allemagne).

Graphique A
Dispersion des taux de croissance de l'emploi entre les pays de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

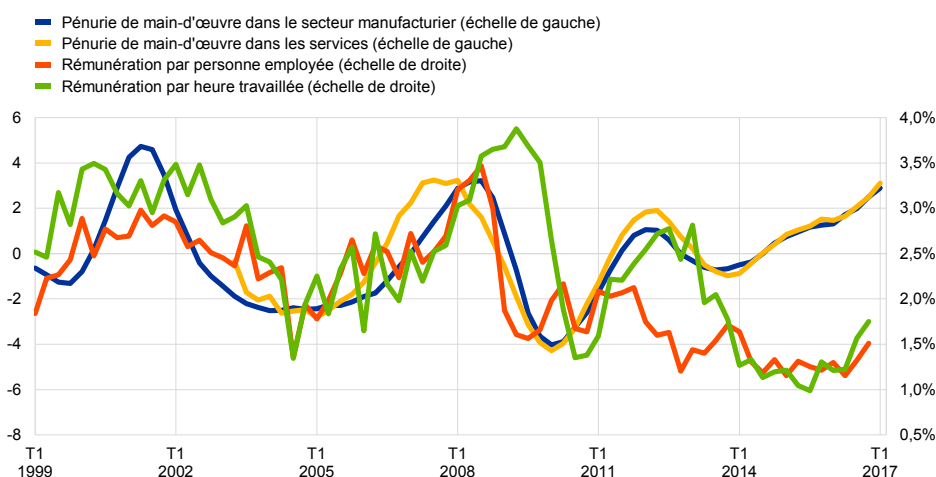
²² Cf. l'article intitulé « La relation entre emploi et PIB depuis la crise », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

Toutefois, en dépit des hausses significatives de l'emploi, la croissance des salaires demeure modérée dans la zone euro, laissant penser qu'il existe toujours une importante sous-utilisation de la main-d'œuvre – ou « capacités inutilisées » sur le marché du travail – plus élevée que ne le suggère le taux de chômage. Le graphique B montre que depuis le début de l'Union économique et monétaire (UEM), les pénuries de main-d'œuvre ont généralement eu tendance à signaler une montée des tensions sur les salaires, mais la corrélation semble s'être interrompue au cours de la reprise, ce qui peut laisser penser que le niveau des capacités inutilisées sur le marché du travail demeure élevé et limite la progression des salaires ²³.

Graphique B

Corrélation entre les pénuries de main-d'œuvre dans la zone euro et la croissance des salaires depuis le début de l'UEM

(échelle de gauche : indices de diffusion, moyennes mobiles sur quatre trimestres ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les séries relatives aux pénuries de main-d'œuvre sont calculées comme des moyennes mobiles sur quatre trimestres et ont été normées pour les moyennes de long terme. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 (rémunération par personne occupée et rémunération par heure travaillée) et au premier trimestre 2017 (indicateurs des pénuries de main-d'œuvre).

Le taux de chômage est fondé sur une définition relativement étroite de la sous-utilisation de la main-d'œuvre. Selon la définition du chômage retenue par l'Organisation internationale du travail (sur laquelle est fondé le taux de chômage global de la zone euro), les demandeurs d'emploi sont considérés comme chômeurs s'ils sont (a) sans emploi ; (b) disponibles pour commencer à travailler au cours des deux semaines suivantes ; et (c) activement à la recherche d'un emploi ²⁴. Toutefois, des définitions plus larges peuvent également être pertinentes pour évaluer le degré global des capacités inutilisées sur le marché du travail, deux groupes méritant particulièrement d'être considérés : premièrement, ceux qui sont sans emploi mais qui ne remplissent pas l'un des deux autres critères ; et, deuxièmement, ceux qui ont

²³ Il ne s'agit pas de nier l'importance des autres facteurs. Les réformes structurelles des marchés du travail et des systèmes de négociations salariales, ainsi que le caractère plus ou moins prospectif ou rétrospectif de l'indexation des prix dans les accords salariaux et l'environnement de faible inflation ont également probablement joué un rôle dans l'interruption de cette corrélation.

²⁴ Cf. <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Unemployment/fr>.

un emploi à temps partiel mais qui souhaitent travailler un plus grand nombre d'heures. Le premier groupe entre dans la catégorie des inactifs et le second dans celle des salariés.

Actuellement, environ 3,5 % de la population de la zone euro en âge de travailler sont rattachés de façon marginale à la population active – c'est-à-dire classés comme inactifs, alors qu'ils sont simplement moins actifs dans leur recherche d'emploi sur le marché du travail. Qualifiée de « force de travail potentielle supplémentaire »²⁵, cette catégorie recouvre à la fois (a) ceux qui, bien qu'étant disponibles, ne recherchent pas d'emploi actuellement (principalement les travailleurs « découragés ») ; et (b) ceux qui recherchent activement un emploi mais ne sont pas (encore) disponibles pour commencer à travailler (peut-être parce qu'ils ont reçu une offre d'emploi avec une date de début fixée dans le futur ou parce qu'ils ne peuvent pas commencer à travailler dans les deux semaines qui suivent). Le second sous-groupe représente actuellement près de 1 % de la population de la zone euro en âge de travailler, tandis que le premier est légèrement plus important – actuellement environ 2,6 % de la population en âge de travailler – et se compose majoritairement de travailleurs découragés qui ne recherchent pas activement un emploi car ils pensent qu'il n'y a pas de travail disponible. Toutefois, ce sous-groupe peut rejoindre relativement rapidement la population active si la situation s'améliore sur le marché du travail²⁶. Alors que les variations du nombre de ceux qui sont « disponibles, mais ne recherchant pas un emploi » sont généralement contracycliques (comme l'est le chômage), le nombre de personnes indiquant qu'elles « recherchent un emploi, mais ne sont pas disponibles » a suivi une tendance baissière avant la reprise, mais est resté stable depuis le rebond.

De plus, 3 % supplémentaires de la population en âge de travailler sont actuellement en situation de sous-emploi (c'est-à-dire travaillent moins d'heures qu'ils ne le souhaiteraient). L'emploi à temps partiel a augmenté dans la plupart des économies de la zone euro depuis plus d'une décennie, principalement en raison de facteurs structurels (tels que la croissance des services et, en partie, l'augmentation de la participation des femmes à la population active)²⁷. Cependant, une part non négligeable de ces salariés à temps partiel aimerait travailler un plus grand nombre d'heures. Actuellement, on compte quelque sept millions de salariés à temps partiel en situation de sous-emploi dans la zone euro – soit une hausse d'un million de personnes environ depuis le début de la crise. En outre, leur nombre n'a diminué que très légèrement au cours des deux dernières années, en dépit de la croissance robuste de l'emploi observée durant la reprise.

En combinant les estimations du nombre de chômeurs et de personnes en situation de sous-emploi avec les mesures plus larges du chômage, il apparaît que les capacités inutilisées sur le marché du travail concernent environ 18 %

²⁵ Cf. l'article d'Eurostat intitulé [Underemployment and potential additional labour force statistics](#).

²⁶ Toutefois, l'arrivée de ces travailleurs peut doper temporairement les niveaux du chômage lorsqu'ils réintègrent la population active, avant de trouver du travail.

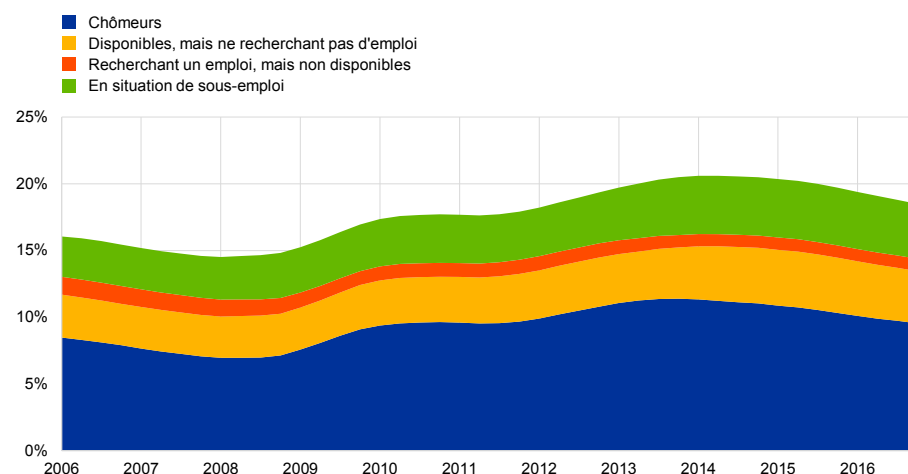
²⁷ Cf. l'encadré 6 intitulé « Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

de la population active élargie de la zone euro ²⁸. Le niveau de cette sous-utilisation des capacités est pratiquement le double de celui mesuré par le taux de chômage, qui s'établit à présent à 9,5 % (cf. graphique C). L'indicateur plus large est très utilisé à la fois par le *Bureau of Labor Statistics* des États-Unis et par l'OCDE ²⁹. Tout en semblant indiquer une estimation nettement plus élevée des capacités inutilisées sur le marché du travail dans la zone euro que celle indiquée par le taux de chômage, ces mesures plus larges ont également enregistré durant la reprise des baisses légèrement plus modérées que celles observées pour le taux de chômage.

Graphique C

Estimations plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre dans la zone euro

(en pourcentages de la population active élargie, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Toutes les composantes sont exprimées en pourcentages de la population active élargie (c'est-à-dire la population active plus les personnes disponibles ne recherchant pas un emploi et celles recherchant un emploi mais non disponibles). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016.

Les différences entre pays demeurent importantes (cf. graphique D) – tant en termes de niveaux de l'indicateur plus large que lorsque ces niveaux sont comparés avec les évolutions des taux de chômage. En Allemagne, l'indicateur plus large (et l'ensemble des trois principales composantes) s'est inscrit en baisse depuis 2013, de même que le taux de chômage effectif, apportant de nouvelles preuves de tensions croissantes sur le marché du travail allemand. Ailleurs, cependant, ces mesures plus larges montrent que les capacités inutilisées demeurent très importantes sur le marché du travail. En France et en Italie, les mesures plus larges de ces capacités inutilisées ont continué d'augmenter tout au long de la reprise, tandis qu'en Espagne et dans les autres économies de la zone

²⁸ Le chiffre est calculé en exprimant le nombre de chômeurs et le nombre de personnes en situation de sous-emploi, ainsi que les estimations des personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi et de celles recherchant un emploi mais non disponibles (la « force de travail potentielle supplémentaire »), en pourcentage de la population active élargie (c'est-à-dire les salariés et les chômeurs, qui recouvre la population active plus la force de travail potentielle supplémentaire).

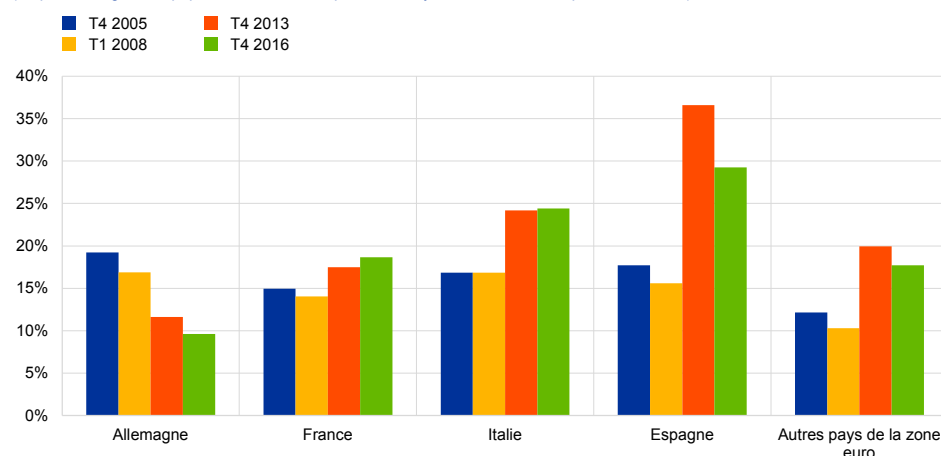
²⁹ Le *Bureau of Labor Statistics* des États-Unis se réfère à cette mesure en tant qu'indicateur « U6 ». Des mesures encore plus larges sont à l'étude. Cf., par exemple, Hornstein (A.), Kudlyak (M.) et Lange (F.), « *Measuring resource utilization in the labor market* », *Economic Quarterly*, vol. 100(1), Federal Reserve Bank of Richmond, 2014.

euro, elles ont récemment enregistré des baisses mais demeurent nettement supérieures aux estimations antérieures à la crise.

Graphique D

Estimations plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre dans les différents pays de la zone euro

(en pourcentages des populations actives respectives, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Toutes les mesures sont exprimées en pourcentages de la population active élargie (c'est-à-dire la population active plus les personnes disponibles ne recherchant pas un emploi et celles recherchant un emploi mais non disponibles).

Même si ces mesures plus larges ne peuvent être acceptées totalement sans réserve, les marchés du travail de la zone euro semblent présenter un niveau de capacités inutilisées plus important que celui indiqué par le taux de chômage.

Ces mesures plus larges peuvent quelque peu surestimer le niveau effectif des capacités inutilisées sur le marché du travail dans la mesure où (a) elles surestiment légèrement la capacité restante représentée par les salariés à temps partiel en situation de sous-emploi, une partie de leur temps (en général environ la moitié) étant déjà consacrée à travailler ; (b) elles peuvent surestimer la mesure dans laquelle les personnes classées dans la force de travail potentielle supplémentaire souhaitent trouver un travail et sont en capacité de le faire (c'est-à-dire la mesure dans laquelle elles disposent des qualifications appropriées pour les marchés du travail locaux) et (c) elles ne tiennent pas compte des probabilités plus faibles de trouver un emploi pour de nombreux chômeurs de très longue durée (c'est-à-dire ceux qui sont sans emploi depuis deux ans ou plus – qui représentent actuellement, selon les estimations, un tiers environ des chiffres totaux

du chômage dans la zone euro)³⁰. Les corrections apportées aux mesures plus larges pour déduire les chômeurs de très longue durée et prendre en compte le temps que les personnes en situation de sous-emploi consacrent à travailler ont néanmoins pour résultat des estimations des capacités inutilisées sur le marché du travail de l'ordre de 15 % dans l'ensemble de la zone euro au dernier trimestre 2016 (en moyenne mobile sur quatre trimestres).

En dépit de l'amélioration claire affichée par de nombreux indicateurs relatifs aux marchés du travail, dans la plupart des pays de la zone euro, à l'exception notable de l'Allemagne, ces marchés continuent de présenter d'importantes capacités inutilisées. Le niveau de l'indicateur plus large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre demeure élevé, ce qui devrait continuer de freiner la dynamique des salaires.

³⁰ Il est par exemple largement démontré que les probabilités de trouver un emploi diffèrent considérablement entre les sous-groupes de chômeurs, mais cela ne veut pas nécessairement dire que la probabilité de trouver un emploi de ceux figurant dans la catégorie des inactifs est égale à zéro – même si elle est, empiriquement, nettement inférieure à celle des chômeurs qui sont disponibles et qui recherchent activement un emploi. L'intensité de la recherche d'emploi des différentes personnes et la perception des employeurs vis-à-vis des différents sous-groupes dans le contexte de conditions du marché du travail plus larges sont déterminantes à cet égard. Par ailleurs, de nombreux chômeurs de très longue durée peuvent avoir une employabilité similaire à celle de la catégorie des inactifs. Cf., par exemple, Shimer (R.), « *The probability of finding a job* », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 98(2), p. 268-73, 2008 ; Shimer (R.), « *Reassessing the Ins and Outs of Unemployment* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 15(2), p. 127-48, 2012 ; et Hornstein (A.), Kudlyak (M.) et Lange (F.), « *Measuring resource utilization in the labor market* », *Economic Quarterly*, vol. 100(1), Federal Reserve Bank of Richmond, 2014.

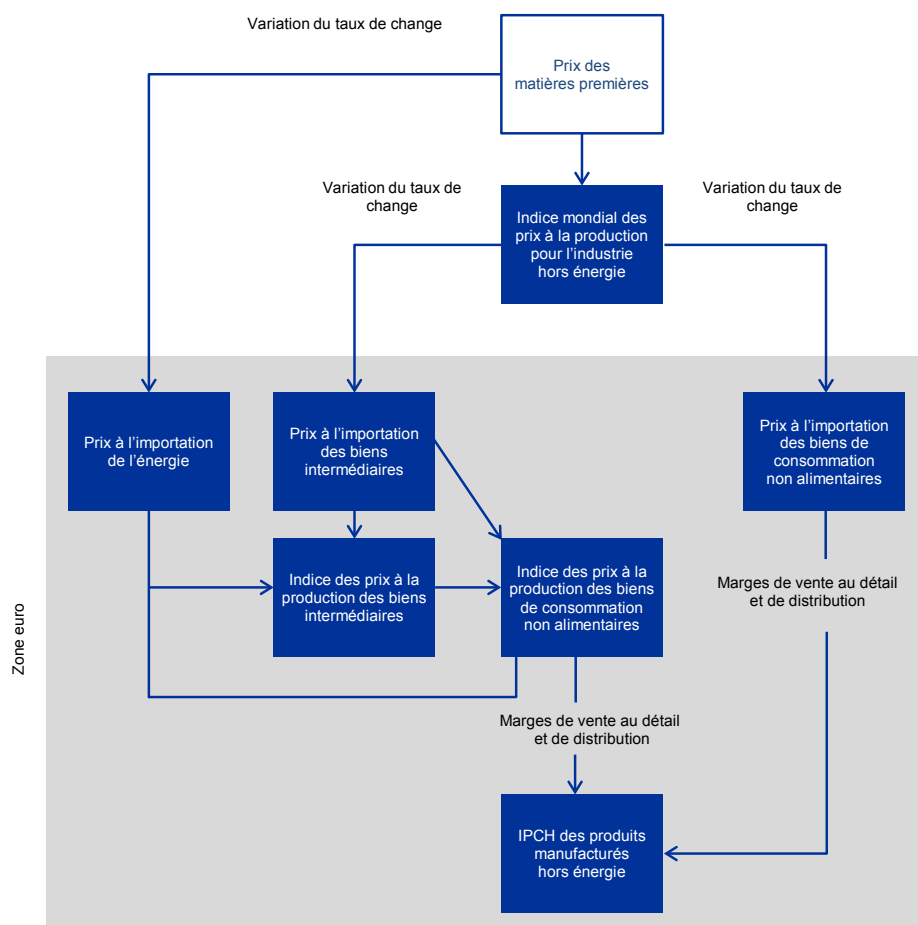
4 Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ?

La hausse des prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie dans la zone euro est restée modérée jusqu'à présent. Les perspectives à court terme pour cette composante de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sont généralement éclairées par les tensions en amont. Celles-ci peuvent s'être déjà manifestées aux premiers stades de la chaîne globale des prix. Cet encadré examine les évolutions récentes des prix à la production mondiaux et intérieurs, qui sont des indicateurs importants pour la chaîne des prix.

L'origine des tensions en amont se trouve souvent au niveau mondial. En particulier, les prix des matières premières peuvent se répercuter sur les prix à la production dans la zone euro par l'intermédiaire du coût de l'énergie importée (cf. graphique A). Cette répercussion peut être également plus indirecte si les prix des matières premières ont une incidence sur les prix à la production hors énergie au niveau mondial. Cela pourrait aussi avoir ultérieurement un effet sur le prix des biens importés qui participent aux chaînes d'approvisionnement utilisées dans la production intérieure. Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires continue de progresser rapidement. Cette évolution ne reflète pas seulement le redressement des prix à la production à l'échelle mondiale, mais aussi la dépréciation récente du taux de change de l'euro. La reprise récente de la hausse des prix à la production hors énergie dans la zone euro traduit dans une large mesure celle des prix à la production hors énergie au niveau mondial (cf. graphique B), reflétant l'utilisation des biens intermédiaires importés.

Graphique A

Vue d'ensemble stylisée de la chaîne des prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH

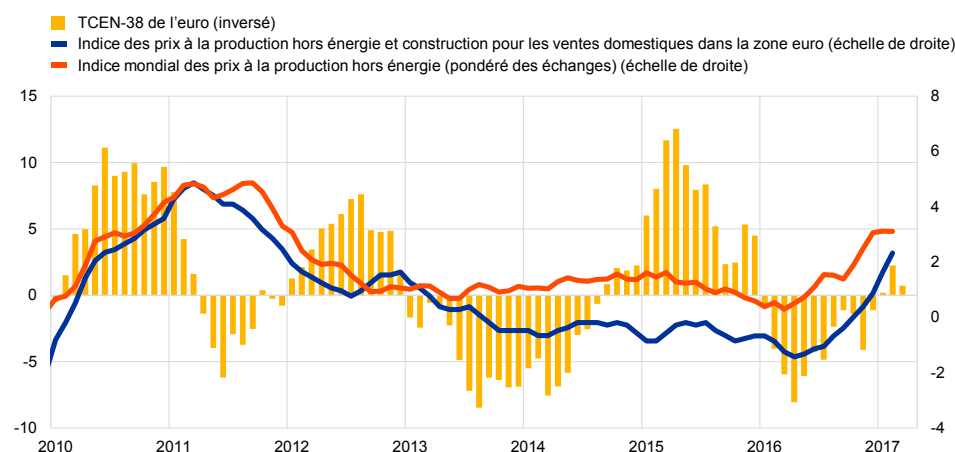


Source : Illustration BCE

Graphique B

Prix à la production dans l'industrie hors énergie pour la zone euro et au niveau mondial

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'indice mondial des prix à la production hors énergie est une estimation de la BCE calculée à partir de la moyenne de 20 partenaires commerciaux de la zone euro, pondérée en fonction de leur part dans les exportations de biens hors zone euro. Dans la mesure du possible, la série utilise des indices de prix à la production hors secteur de l'énergie. Pour les pays dans lesquels cette mesure n'est pas disponible, la hausse des prix à la production du secteur de l'énergie a été retranchée de la hausse totale des prix à la production sur la base du poids de ce secteur dans l'économie du pays concerné. Pour un petit nombre de pays, la contribution du secteur de l'énergie à l'indice global des prix à la production a été estimée.

Les dernières observations se rapportent à mars 2017 pour le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro (TCEN-38) et à février 2017 pour l'indice des prix à la production.

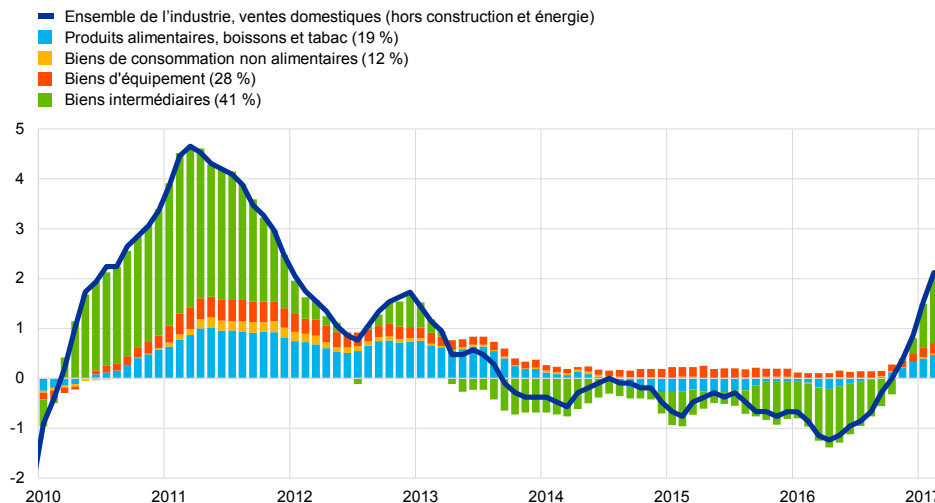
Les évolutions récentes des prix à la production en amont de la chaîne des prix rendent compte de la présence de certaines tensions. Les fluctuations de la hausse totale des prix à la production (industrie hors construction et secteur de l'énergie) sont généralement déterminées par celles du secteur des biens intermédiaires, reflétant à la fois leur poids élevé et leur grande amplitude (cf. graphique C). Les prix à la production totaux ne peuvent donc pas être considérés comme un indicateur direct des tensions sur les prix à la consommation finale. Cependant, plus les évolutions des prix à la production dans le secteur des biens intermédiaires, situé plus en amont de la chaîne de production et de fixation des prix, sont fortes et soutenues, plus grande est la probabilité de leur répercussion sur les prix à la production du secteur des biens de consommation non alimentaires. Une analyse de corrélation indique que la hausse des prix à la production dans le secteur des biens intermédiaires est plus fortement synchronisée (0,7 en moyenne) avec la hausse des prix à la production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires avec un décalage légèrement supérieur à six mois³¹ ; toutefois, cette synchronisation ne s'est pas vérifiée lors de certains épisodes. Le redressement récent des prix à la production des biens intermédiaires pourrait donc annoncer l'apparition de certaines tensions plus en aval au cours des prochains mois.

³¹ La corrélation maximale pourrait intervenir avec un décalage de plus de six mois. Cependant, l'incidence d'une variation des prix à la production des biens intermédiaires exercée un mois donné sur les prix à la production des biens de consommation non alimentaires pourrait se faire sentir dès les tout premiers mois suivants. Une analyse plus rigoureuse de cette répercussion s'appuierait utilement sur des réponses impulsionnelles tirées d'un modèle spécifique, mais cela dépasse le champ du présent encadré.

Graphique C

Prix à la production pour l'ensemble de l'industrie et ses composantes

(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.

Les tensions sur les prix en amont ont tendance à s'atténuer progressivement le long de la chaîne de production.

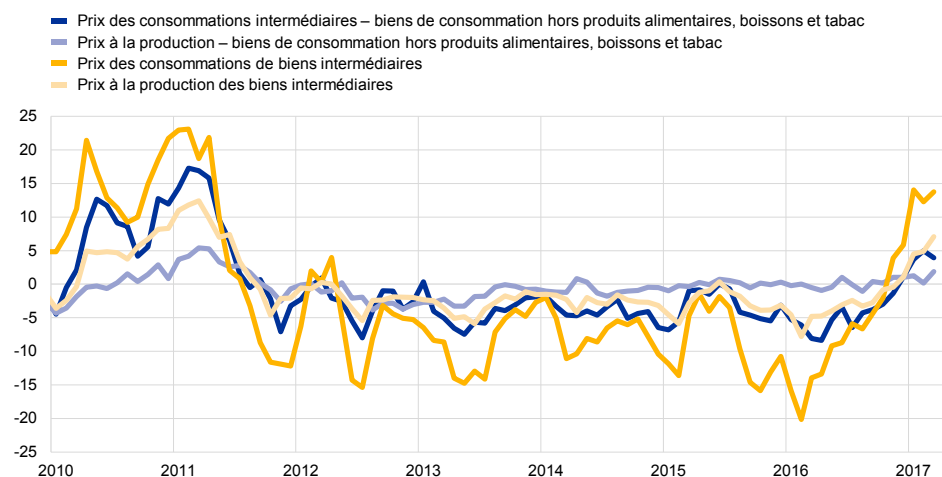
Le degré d'atténuation dépend vraisemblablement du nombre de stades de production (entre les matières premières brutes et les biens de consommation finale) et du calendrier des décisions correspondantes en matière de fixation des prix. Cela peut s'expliquer par le fait que chaque stade peut disposer d'une certaine latitude pour ajuster les marges, et que le calendrier de fixation des prix peut laisser une marge suffisante pour mesurer la persistance des chocs sur les coûts intervenus à des stades antérieurs. À cet effet, les entreprises peuvent utiliser des instruments de couverture pour se protéger, par exemple, contre le risque de volatilité du taux de change. De plus, certains contrats de fourniture sont parfois conclus plusieurs mois à l'avance, offrant donc un coussin de protection temporaire contre les chocs sur les coûts. Les mouvements relatifs des indices des directeurs d'achat pour les prix des consommations intermédiaires et les prix à la production dans le secteur manufacturier font état d'une variation généralement plus forte des marges dans le secteur des biens intermédiaires que dans celui des biens de consommation non alimentaires – ce dernier se trouvant à des stades ultérieurs de la chaîne de fixation des prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie (cf. graphique D)³². Dans le même temps, le mouvement haussier des indices des directeurs d'achat pour les prix des consommations intermédiaires a été relativement plus fort que celui des prix à la production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires, ce qui pourrait annoncer, d'après l'analyse de corrélation, un rebond de la hausse des prix à la production dans ce secteur six mois plus tard environ.

³² Les coûts des consommations intermédiaires dans l'enquête auprès des directeurs d'achat ne comprennent pas les coûts de main-d'œuvre et ne peuvent donc pas être retenus comme mesure synthétique des coûts de production. L'évaluation du besoin et de la latitude d'ajustement des marges est également difficile dans la mesure où les données ne fournissent pas de référence fiable en termes de niveau des marges.

Graphique D

Données de l'enquête auprès des directeurs d'achat relatives aux biens intermédiaires et aux biens de consommation non alimentaires

(indice de diffusion, écart par rapport à la valeur moyenne de long terme de l'indice)



Sources : IHS Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les moyennes de long terme sont calculées sur la période comprise entre octobre 2002 et mars 2017. Les dernières observations se rapportent à mars 2017.

Les prix à la production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires ont continué de progresser très modérément jusqu'à présent. Sur la période de douze mois s'achevant en février 2017, le taux de croissance annuel des prix facturés pour les ventes intérieures a oscillé autour de niveaux tout juste positifs, tandis que celui des prix facturés pour les ventes dans d'autres pays de la zone euro a même été souvent négatif (cf. graphique E)³³. Les tensions accumulées en amont pour les prix correspondants au niveau du consommateur résultaient récemment pour l'essentiel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires, qui ont rebondi de 0,6 % en rythme annuel en février, premier chiffre positif en un an. Une analyse de corrélation indique que la hausse des prix à la production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires est plus fortement synchronisée (proche de 0,7) avec la hausse des prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie avec un décalage de plus de six mois³⁴.

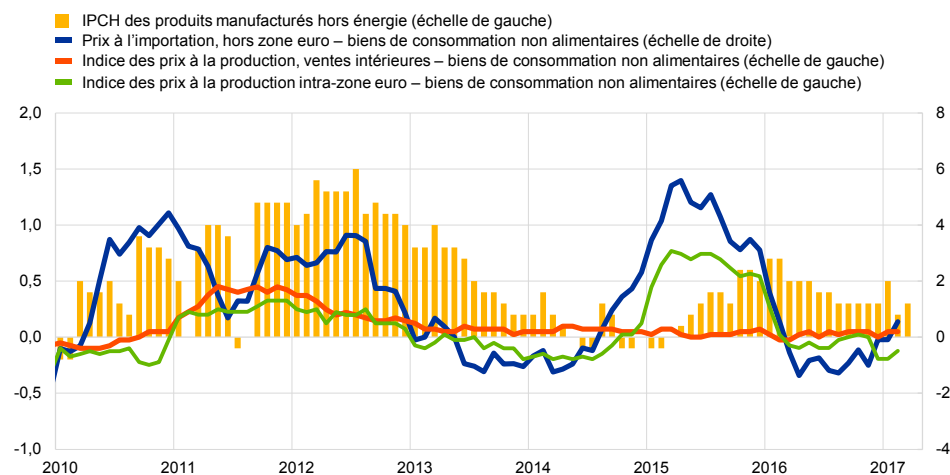
³³ Sur l'ensemble des biens de consommation non alimentaires produits dans la zone euro, 72 % environ sont produits et vendus dans le même pays de la zone euro (ventes intérieures) tandis que 28 % sont produits dans un pays de la zone euro et vendus dans un autre pays membre (ventes intra-zone euro).

³⁴ Tandis que les prix à la production et à l'importation des biens de consommation sont des indicateurs qui se rapportent à des stades en aval de la chaîne des prix, toute tension apparaissant à ces stades peut encore être accentuée ou atténuée par le comportement en matière de fixation des prix au niveau de la distribution ou de la vente au détail. L'indice des directeurs d'achat relatif aux marges sur les prix de détail non alimentaires, un des rares indicateurs disponibles à ces stades ultimes, a oscillé à l'intérieur d'une fourchette plutôt étroite ces derniers mois, ce qui ne permet pas de conclure que les indications les plus récentes tirées des prix à la production et relatives aux prix à la consommation ont été sensiblement brouillées par d'éventuelles variations des marges.

Graphique E

Hausse des prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie et des prix à la production et à l'importation des biens de consommation non alimentaires dans la zone euro

(variation annuelle en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2017 pour l'IPCH (produits manufacturés hors énergie) et à février 2017 pour les autres séries.

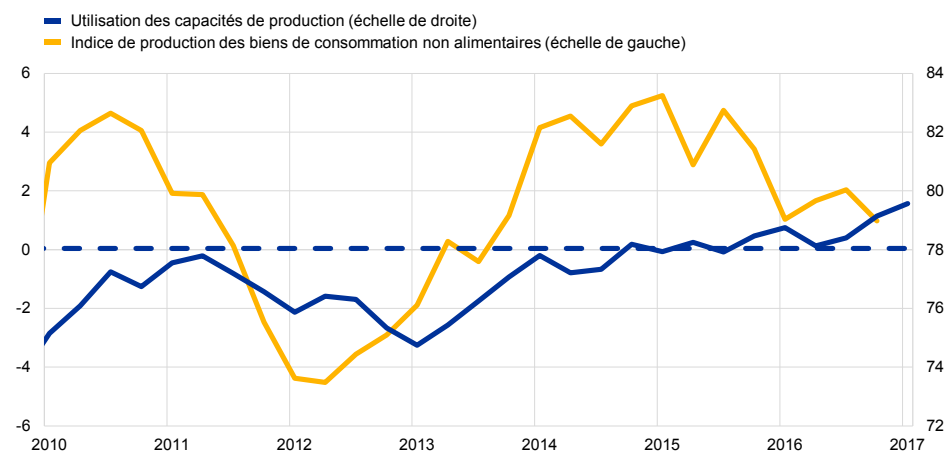
En résumé, les données relatives aux prix à la production fournissent actuellement des signaux contrastés sur les tensions accumulées en amont pour la composante prix des produits manufacturés hors énergie de l'IPCH.

Tandis que certaines tensions haussières sont probablement apparues en amont, leur diffusion en aval de la chaîne des prix pourrait prendre encore un certain temps. Ces tensions devraient également s'atténuer *via* divers ajustements, notamment des marges, le long de la chaîne de production, à moins que les entreprises ne suspendent ces ajustements dans un contexte de forte hausse de la demande. En effet, la croissance annuelle de la production en volume reste positive, même si elle a légèrement fléchi ces derniers trimestres (cf. graphique F). De plus, les données d'enquêtes relatives à l'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires, dans la mesure où elles reflètent l'évolution de la demande par rapport à l'offre, pourraient indiquer un certain renforcement du pouvoir de fixation des prix.

Graphique F

Utilisation des capacités et production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires

(variations annuelles en pourcentage ; pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016 pour la production et au premier trimestre 2017 pour l'utilisation des capacités de production. La ligne bleue discontinue représente la moyenne de long terme relative à l'utilisation des capacités de production, calculée à partir de données comprises entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2017.

5 Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées : une présentation synthétique des tirages et de leur impact sur l'intermédiation bancaire

Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO*) fournissent aux établissements de crédit de la zone euro un financement d'une durée allant jusqu'à quatre ans à des conditions attractives. Deux séries d'opérations ont été lancées. La première série de huit opérations (TLTRO I) a été annoncée en juin 2014³⁵. Elle a été suivie d'une deuxième série de quatre opérations (TLTRO II), annoncée en mars 2016³⁶. Dans le cadre des TLTRO II, les banques avaient la possibilité d'emprunter un montant pouvant atteindre 30 % de leur encours de crédits aux sociétés non financières et aux ménages, à l'exclusion des prêts au logement consentis aux ménages. En outre, les banques ont eu la possibilité de rembourser par anticipation les fonds empruntés dans le cadre des TLTRO I pour se reporter sur les fonds alloués dans le cadre des TLTRO II. Le passage d'un programme de financement à l'autre est apparu intéressant pour deux raisons : premièrement, il allongeait la durée du financement bancaire et, deuxièmement, il abaissait son coût, le coût moyen du financement dans le cadre des TLTRO I s'établissant à 10 points de base environ, tandis que le taux maximum que les banques devront payer pour un financement dans le cadre des TLTRO II est égal à zéro.

Les TLTRO encouragent l'octroi de crédits bancaires à l'économie réelle. Dans le cas des TLTRO I, les incitations étaient doubles. Premièrement, les banques dont le montant net de prêts sur une période de référence excédait une valeur spécifique à chaque banque étaient autorisées à emprunter un montant plus important lors des six dernières opérations TLTRO I et ce montant maximum supplémentaire était fixé à trois fois le montant net de prêts au-delà de la valeur de référence applicable. Deuxièmement, les banques qui ne respectaient pas la valeur de référence applicable à leur activité de prêt devaient rembourser par anticipation les montants empruntés dans le cadre des TLTRO I. Les incitations en faveur du crédit adoptent une forme différente dans le cadre des TLTRO II. Plutôt que de pénaliser les banques qui ne respectent pas les références applicables, le programme TLTRO II récompense, sous la forme d'une réduction des taux d'intérêt, les banques qui dépassent leurs valeurs de référence. Les banques dont le montant net de prêts éligibles au cours de la période allant du 1^{er} février 2016 au 31 janvier 2018 dépasse

³⁵ Le programme TLTRO I faisait partie d'un train de mesures d'assouplissement du crédit qui incluait également une réduction des taux directeurs (le taux de la facilité de dépôt devenant négatif pour la première fois) et l'annonce de l'intensification des travaux en vue de l'achat ferme de titres adossés à des actifs (ABS). De plus, le recours à la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale lors des opérations principales de refinancement a été prolongé et les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP) ont été suspendues.

³⁶ Pour plus de détails concernant les TLTRO II, cf. l'encadré intitulé « La deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016. Il existe un dispositif de déclaration spécifique pour les TLTRO II permettant de suivre le montant net de prêts des banques participantes. Sa méthodologie est alignée sur la méthodologie qui sous-tend les statistiques de bilan des IFM.

la valeur de référence applicable à leur activité de prêt bénéficieront d'un taux réduit. Le taux des TLTRO II peut s'établir au plus bas à – 40 points de base ³⁷.

Les TLTRO, en assouplissant les conditions de financement des banques, ont créé les conditions pour que les effets de la relance monétaire se propagent jusqu'aux ménages et aux entreprises de la zone euro. Les TLTRO ont réduit les coûts marginaux de financement des banques qui ont participé à ces opérations et, en parallèle, les ont incitées à accroître leur offre de crédits ciblés. La façon dont cette mesure a été élaborée garantit que la réduction des coûts de financement dont bénéficient les banques est répercutée aux emprunteurs. En outre, le financement dans le cadre des TLTRO s'étant substitué au financement de marché, cette mesure a contribué à une réduction de l'offre d'obligations bancaires. Toutes choses égales par ailleurs, une diminution des émissions d'obligations bancaires réduit généralement les coûts de financement des banques sur le marché obligataire, ce qui a amélioré encore les conditions de financement des banques qui ont soumissionné aux opérations TLTRO comme de celles qui n'y ont pas participé. Les conditions de crédit plus favorables qui en résultent pour les emprunteurs (lorsque la réduction des coûts de financement leur est répercutée) favorisent le recours à l'emprunt et les dépenses d'investissement et de consommation.

Les montants totaux empruntés par les banques dans le cadre des TLTRO II ressortent actuellement à 739 milliards d'euros. La première opération TLTRO II (TLTRO II.1, dont le règlement est intervenu en juin 2016) a suscité des offres pour un montant de 399 milliards d'euros, qui ont reflété en grande partie le passage d'un financement *via* les TLTRO I à un financement *via* les TLTRO II (cf. graphique A). Les deuxième et troisième opérations TLTRO II (TLTRO II.2 et TLTRO II.3) ont donné lieu à des adjudications de 45 milliards d'euros et 62 milliards, respectivement. Le tirage lors de la dernière opération (TLTRO II.4) a été nettement plus élevé, à 233 milliards d'euros, dont une part importante (216 milliards) a représenté un accroissement net des montants empruntés dans le cadre des TLTRO. Le fort tirage lors de la dernière opération reflète les conditions de taux globalement intéressantes des TLTRO II par rapport aux autres financements de marché proposés aux banques et, dans une certaine mesure, des incitations en faveur d'un report du tirage ³⁸. Dans l'ensemble, l'encours de crédit fourni (y compris l'encours de crédit dans le cadre des TLTRO I) ressortait à 761 milliards d'euros à fin

³⁷ Les contreparties pourront prétendre à l'application de ce taux (soit le taux de la facilité de dépôt en vigueur au moment de l'adjudication de chaque opération TLTRO II) si leurs encours de prêts éligibles (soumis à certains ajustements, liés par exemple aux achats et cessions de prêts et à la titrisation) dépassent leurs encours de référence des prêts éligibles d'au moins 2,5 % au 31 janvier 2018. Pour les montants inférieurs à cette limite, le niveau du taux d'intérêt sera déterminé en fonction du pourcentage de dépassement par la contrepartie de son encours de référence et suivra une graduation linéaire.

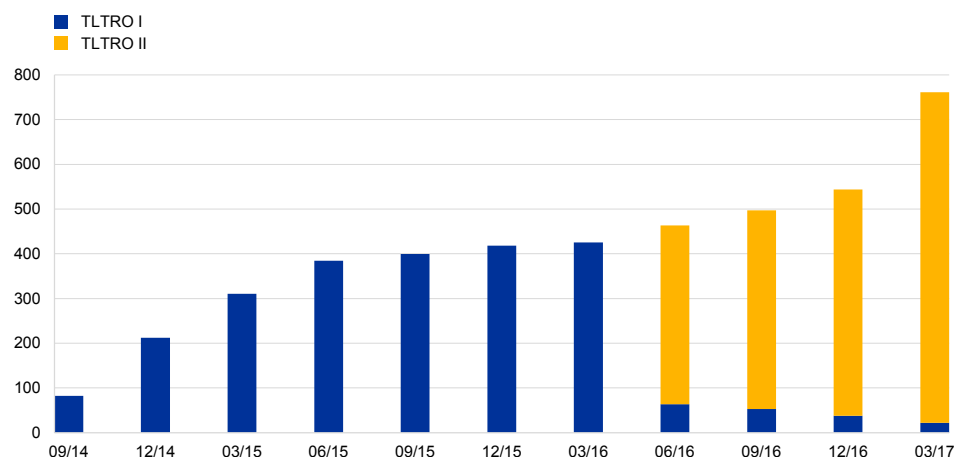
³⁸ Les incitations à différer le tirage sont apparues pour plusieurs raisons. Premièrement, les intervenants de marché s'attendaient à de nouvelles baisses des taux directeurs au moment des soumissions aux TLTRO II.1 et TLTRO II.2. Différer le tirage pouvait apparaître préférable à ce stade afin de s'assurer le taux le plus faible possible. En outre, le report du tirage allonge la durée jusqu'à l'échéance de l'opération, période durant laquelle les taux du marché vont probablement augmenter. Enfin, cela réduit l'incertitude entourant le taux de la dernière opération TLTRO II, les banques ayant pu observer les évolutions du montant de leurs prêts éligibles sur la moitié de la période de référence au moment où elles ont été amenées à soumissionner en vue d'un financement dans le cadre de la TLTRO II.4. Ces informations leur ont permis d'évaluer de manière plus précise si et dans quelle mesure elles dépasseraient les valeurs de référence applicables à leur activité de prêt.

mars 2017 et se concentrait sur les première et dernière opérations TLTRO II (cf. graphiques A et B).

Graphique A

Évolution des montants bruts empruntés par les banques dans le cadre des TLTRO

(montants en milliards d'euros)

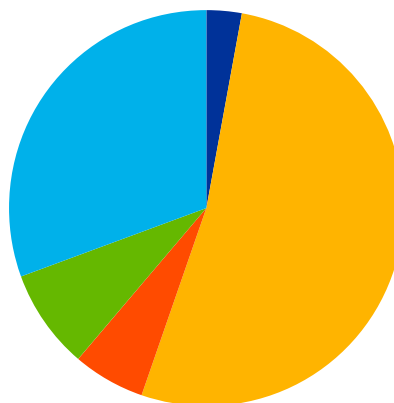


Source : BCE.

Graphique B

Composition de l'encours de crédit dans le cadre des TLTRO à fin mars 2017

- TLTRO I (1 à 8)
- TLTRO II.1
- TLTRO II.2
- TLTRO II.3
- TLTRO II.4



Source : BCE.

L'incidence conjointe des TLTRO I et des TLTRO II sur l'intermédiation bancaire ne peut pas, à l'heure actuelle, être facilement scindée en deux contributions distinctes associées à chaque série.

Si de forts volumes de soumission sont bienvenus, ils ne représentent pas le bon indicateur pour évaluer l'efficacité des deux séries d'opérations TLTRO. La réussite se mesure davantage à l'aune de l'amélioration des conditions de financement des emprunteurs finaux générée par les TLTRO. Étant donné le grand nombre de banques qui soumissionnent lors des deux séries, le report important du financement via les TLTRO I sur les TLTRO II et la période relativement brève qui s'est écoulée depuis le règlement de la première opération TLTRO II pour laquelle les données relatives au

crédit bancaire sont disponibles, il est difficile à l'heure actuelle de dissocier dans l'incidence globale des TLTRO la contribution des TLTRO I de l'incidence supplémentaire des TLTRO II. En revanche, des données relatives à leur incidence conjointe sur l'intermédiation bancaire sont présentées ci-après.

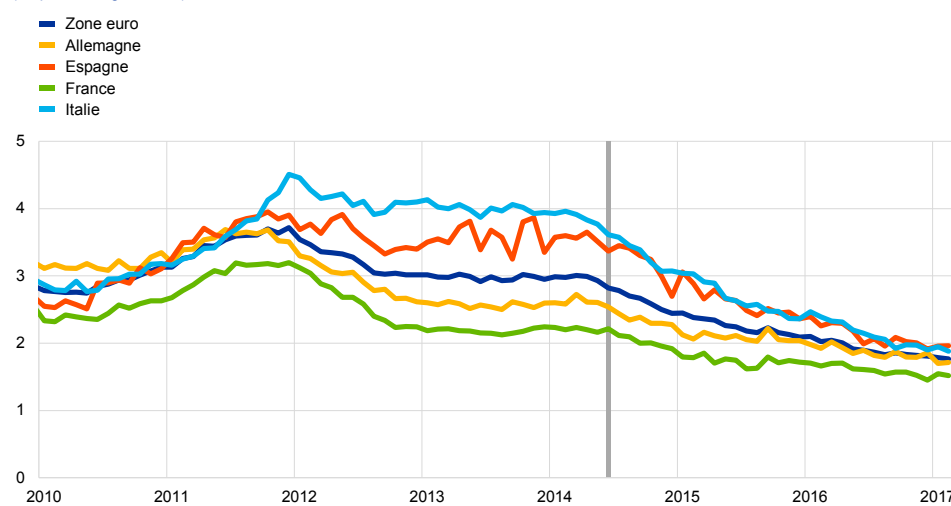
Les TLTRO, associées aux autres mesures non conventionnelles introduites depuis juin 2014, se sont avérées efficaces en permettant à la baisse des taux directeurs de se traduire par une amélioration des conditions d'emprunt du secteur privé non financier de la zone euro.

Les taux des prêts accordés aux sociétés non financières ont nettement diminué immédiatement après l'annonce de la première série de TLTRO (cf. graphique C). Les baisses ont été plus prononcées dans les pays où les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux sociétés non financières étaient élevés ; ainsi, dans l'ensemble, la dispersion des taux débiteurs entre les différents pays a également diminué en parallèle. De plus, dans les pays vulnérables, les banques qui empruntaient dans le cadre des TLTRO I ont réduit leurs taux dans des proportions plus importantes que les banques qui n'ont pas présenté de soumissions³⁹. Enfin, les banques interrogées dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ont déclaré à plusieurs reprises que les TLTRO, y compris celles de la deuxième série, avaient contribué à un assouplissement des modalités et conditions attachées aux prêts aux entreprises et, bien que dans une moindre mesure, à un assouplissement des critères d'octroi (cf. graphique D).

Graphique C

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux sociétés non financières

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

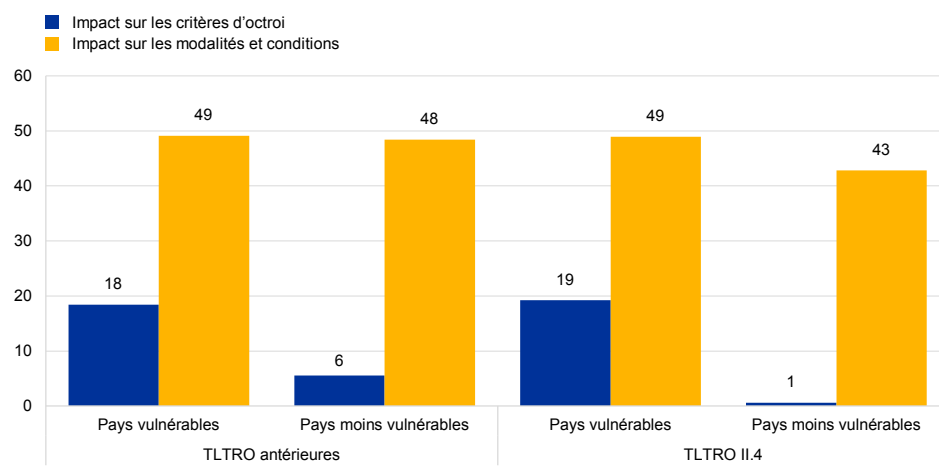
Notes : La ligne verticale représente l'annonce du train de mesures d'assouplissement du crédit (qui incluait les TLTRO I) de juin 2014. La dernière observation se rapporte à février 2017.

³⁹ Cf. l'article intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

Graphique D

Effet d'assouplissement des TLTRO antérieures et effet d'assouplissement attendu de la TLTRO II.4 sur les critères d'octroi et les modalités et conditions des prêts aux entreprises

(en pourcentage des participants à l'enquête indiquant que les TLTRO ont contribué nettement et ont contribué légèrement à un assouplissement des critères d'octroi et des modalités et conditions dans l'enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro)



Source : Enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Notes : Les réponses à l'enquête concernent l'impact des TLTRO antérieures et l'impact de la TLTRO II.4 sur les conditions de prêts bancaires. Les pays vulnérables correspondent à l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie. Les pays moins vulnérables correspondent aux pays restants de la zone euro.

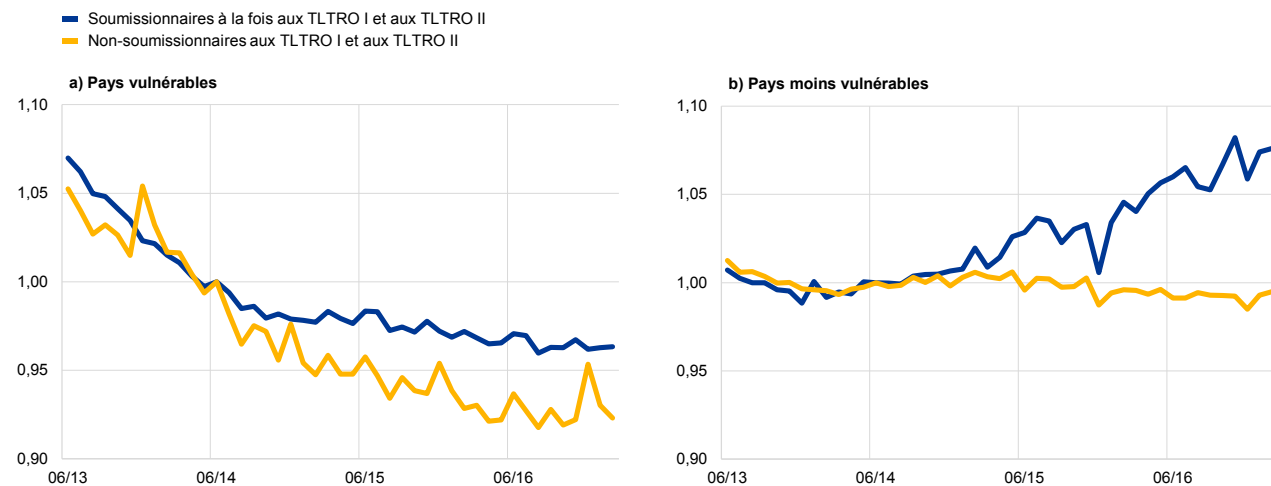
Les TLTRO semblent favoriser une augmentation des volumes d'intermédiation dans les pays moins vulnérables de la zone euro et un ralentissement de la contraction des prêts bancaires dans les pays vulnérables.

Le graphique E compare l'évolution des prêts accordés aux sociétés non financières par un ensemble de banques qui ont soumissionné à la fois aux TLTRO I et aux TLTRO II avec les prêts consentis par les banques qui n'ont participé à aucune opération des deux séries de TLTRO. Avant l'introduction des TLTRO I, le montant net de prêts des deux groupes de banques évoluait dans l'ensemble en parallèle. Les prêts consentis par les banques qui n'ont pas participé aux TLTRO semblent être restés en grande partie inchangés par la suite. Dans les pays vulnérables, les banques ont continué de réduire les prêts à un rythme relativement stable et il n'y a eu qu'un ralentissement très progressif de la contraction des prêts accordés par ce groupe de banques. En revanche, les banques qui ont soumissionné aux TLTRO des deux séries ont nettement réduit le rythme de contraction de leurs prêts aux sociétés non financières. Dans les pays moins vulnérables, les soumissionnaires semblent avoir augmenté leurs volumes d'intermédiation.

Graphique E

Prêts aux sociétés non financières accordés par les soumissionnaires et non-soumissionnaires aux TLTRO

(indice : juin 2014 = 1)



Source : BCE.

Notes : Le graphique montre l'évolution de l'encours notional des prêts aux sociétés non financières à partir d'un échantillon d'IFM pour lequel les informations sont disponibles au niveau de chaque IFM. L'encours notional se construit en ajoutant les flux nets cumulés des prêts aux sociétés non financières sur la période concernée à l'encours de prêts aux sociétés non financières à juin 2013. Le graphique retrace l'évolution agrégée des prêts consentis par le groupe des banques qui ont emprunté des fonds via à la fois les TLTRO I et les TLTRO II et des prêts accordés par le groupe des banques qui n'ont eu recours à aucune opération des deux séries. Les pays vulnérables correspondent à l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie. Les pays moins vulnérables représentent tous les autres pays de la zone euro. Le groupe des soumissionnaires dans les pays vulnérables se compose de 48 contreparties et le groupe des non-soumissionnaires de 35. Dans les pays moins vulnérables, le groupe des soumissionnaires se compose de 43 contreparties, tandis que celui des non-soumissionnaires en compte 91. Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières et présentent donc à certains moments de forts effets de fin d'année. La dernière observation se rapporte à février 2017.

Les effets des TLTRO ne se sont pas encore fait pleinement sentir. Si la répercussion de la première série de TLTRO est déjà avancée, les conditions d'octroi du crédit bancaire s'étant améliorées, les effets des TLTRO II ne se sont pas encore entièrement matérialisés, le bénéfice associé en termes de coût de financement pour les banques n'étant que progressivement répercuté aux emprunteurs sous la forme d'une amélioration des modalités et conditions et de critères d'octroi moins contraignants sur les nouveaux prêts bancaires. Il convient également de rappeler que le tirage de la TLTRO II.1 s'explique globalement par un report du financement dans le cadre des TLTRO I. Un fort tirage, abstraction faite des remboursements des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO I, a été enregistré seulement lors de la TLTRO II.4. L'effet de cette dernière opération doit encore se matérialiser.

Articles

1 Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial

L'accélération de la croissance de la productivité du travail est un facteur essentiel d'amélioration du niveau de vie dans les économies avancées. Toutefois, cela fait longtemps que la zone euro n'enregistre qu'une faible hausse de la productivité : c'était le cas même avant le récent ralentissement de la productivité observé au niveau mondial. Dans ce contexte, le présent article analyse le ralentissement de la croissance de la productivité dans la zone euro en s'appuyant sur différentes explications théoriques de la décélération de la productivité au niveau mondial, notamment : le rôle des changements de la composition sectorielle de l'économie, l'impact de la crise financière mondiale, la possibilité d'erreurs de mesure, une décélération du rythme du progrès technologique et de sa diffusion, des baisses du dynamisme des entreprises et la mauvaise allocation des facteurs de production. Cet article examine également des facteurs locaux plus spécifiques susceptibles d'expliquer l'atonie plus durable de la productivité dans la zone euro et fait valoir la nécessité de réformes structurelles afin de remédier au déficit de productivité existant de longue date entre la zone euro et les États-Unis.

1 Introduction

L'accélération de la croissance de la productivité du travail est un facteur essentiel d'amélioration du niveau de vie dans les économies avancées.

Ce constat est particulièrement vrai pour la zone euro, où les projections tablent sur un vieillissement rapide de la main-d'œuvre. Selon des recherches récentes, l'impact des effets démographiques sur la croissance de la productivité de la zone euro a été jusqu'à présent modéré, mais l'accélération attendue des rythmes de vieillissement de la main-d'œuvre au cours des prochaines décennies devrait réduire d'environ un quart la croissance de la productivité prévue sur l'horizon 2014-2035⁴⁰.

Toutefois, au vu de critères à la fois historique et internationaux, la croissance récente de la productivité du travail a été faible dans la zone euro, quoique s'inscrivant dans le contexte du ralentissement généralisé de la croissance mondiale de la productivité. Les causes sous-jacentes du ralentissement mondial de la croissance de la productivité font l'objet de vifs débats. Pour certains, il reflète des facteurs essentiellement conjoncturels, liés à l'impact de la crise financière mondiale, tandis que pour d'autres, il découle de facteurs structurels existant de longue date tels que les changements de la composition sectorielle de l'économie, des erreurs de mesure, une décélération du rythme du progrès technologique et de

⁴⁰ Cf. Aiyar (S.), Ebeke (C.) et Shao (X.), « *The impact of workforce aging on euro area productivity* », *IMF Country Report* n° 16/220, juillet 2016.

sa diffusion ou des baisses de dynamisme des entreprises et une mauvaise allocation des facteurs de production.

Le présent article évalue le ralentissement de la croissance de la productivité de la zone euro survenu après la crise ⁴¹ dans une perspective mondiale. La section 2 présente un certain nombre de faits stylisés concernant le ralentissement récent de la croissance de la productivité de la zone euro. La section 3 fournit une décomposition comptable de la croissance, qui montre que le ralentissement de la croissance de la productivité du travail de la zone euro peut s'expliquer (au moins depuis la crise financière mondiale) par des réductions des taux de renforcement de l'intensité capitalistique et des taux de croissance de la productivité globale des facteurs (PGF). La section 4 évalue la capacité des théories apparaissant actuellement dans la littérature à expliquer le ralentissement mondial de la productivité, tandis que la section 5 examine les raisons spécifiques à la zone qui sont à l'origine du déficit actuel de productivité par rapport aux États-Unis. L'encadré étudie la contribution des réformes structurelles à la croissance de la productivité et évalue le rôle potentiel des conseils nationaux de la productivité récemment créés. La section 6 présente des éléments de conclusion.

2 Quelques faits stylisés relatifs à la croissance de la productivité de la zone euro

Quel que soit l'indicateur choisi pour mesurer la productivité, la croissance de la productivité du travail de la zone euro s'est considérablement ralentie depuis le début de la crise économique et financière mondiale

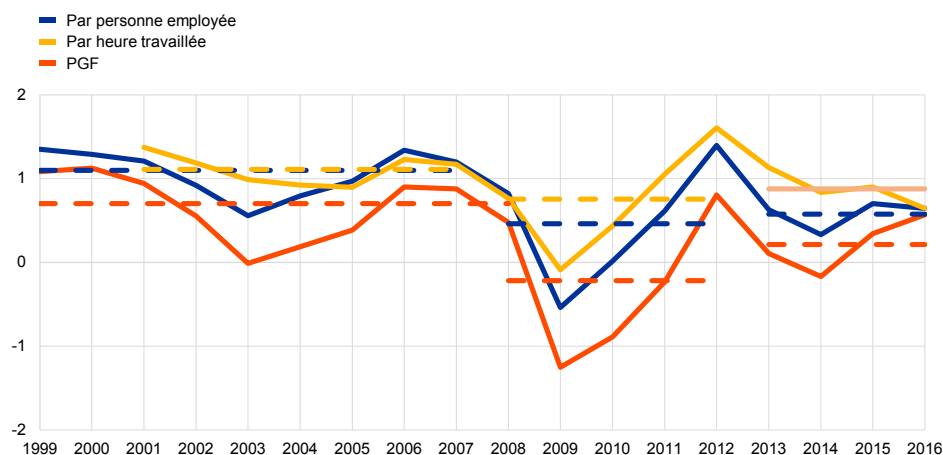
(cf. graphique 1). Au cours de la période 2008-2016, la croissance annuelle de la productivité du travail par personne employée dans la zone euro s'est ralentie, s'inscrivant en moyenne à 0,5 % environ (sur la base d'une moyenne mobile sur trois ans), contre 1,1 % environ au cours de la décennie se terminant en 2007. Si l'on considère uniquement la période de reprise postérieure à la crise (de 2013 à 2016), la croissance de la productivité du travail de la zone euro s'est établie en moyenne à seulement 0,6 % par an. Par ailleurs, ce ralentissement apparaît clairement, bien qu'à des degrés variables, quelle que soit la façon de mesurer la productivité (production par personne employée, production par heure travaillée ou en termes de PGF).

⁴¹ Dans le présent article, la « période antérieure à la crise » se termine en 2007 et les références à la « période de crise », sans précision supplémentaire, se rapportent à la crise de la zone euro de 2008 à 2012, englobant les deux récessions de la zone et la période intermédiaire. Les termes « période postérieure à la crise » et « reprise » se rapportent à la période écoulée depuis 2013 (dans la mesure où les données concernées disponibles le permettent). Les références à la « Grande Récession » et à la « crise financière mondiale » se rapportent à la récession mondiale synchronisée de 2008-2009.

Graphique 1

Croissance de la productivité de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage, moyennes mobiles sur trois ans ; lignes pointillées : moyennes de la période pour les intervalles antérieurs à la crise (1999-2007), pendant la crise (2008-2012) et postérieurs à la crise (2013-2016))



Sources : Eurostat, base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

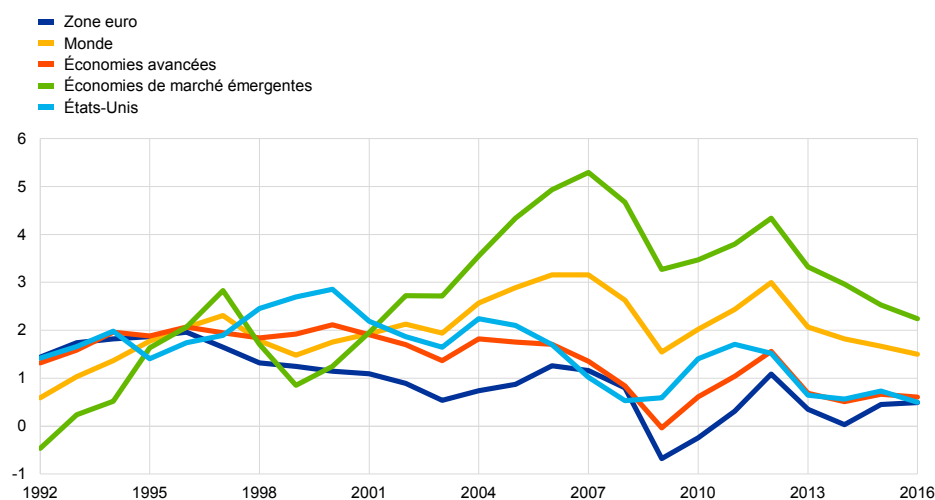
Note : La PGF est calculée d'après les estimations de production par personne employée (tirées de la base de données AMECO de la Commission européenne, qui inclut une estimation pour 2016 sur la base des prévisions de l'hiver 2016 de la Commission).

La croissance récente de la productivité du travail de la zone euro a été faible, au vu de critères à la fois historiques et internationaux. Le graphique 2 montre que le ralentissement marqué de la croissance de la productivité du travail de la zone euro observé depuis la crise reflète une tendance plus généralisée dans les économies avancées (et émergentes) depuis la Grande Récession de 2008-2009. Néanmoins, depuis le début des années 1990 jusqu'à présent, la croissance de la productivité du travail de la zone euro, qui était l'une des plus rapides, est devenue l'une des plus lentes.

Graphique 2

Croissance de la productivité du travail dans la zone euro, dans le monde et dans certaines régions du monde

(variations annuelles en pourcentage, moyennes mobiles sur trois ans)



Sources : Conference Board et calculs effectués par les services de la BCE.

Note : La productivité du travail est définie comme la production par personne employée.

Le recul de la croissance de la productivité du travail de la zone euro est généralisé au niveau sectoriel, reflétant un ralentissement marqué des taux de croissance intra-sectoriels, plutôt qu'un glissement d'une structure industrielle vers des secteurs ayant une faible productivité du travail. On

pourrait s'attendre à ce que la tendance séculaire à l'augmentation de la proportion des services dans l'économie totale entraîne une réduction de la croissance de la productivité agrégée du travail, puisque la croissance de la productivité est traditionnellement plus faible dans ces secteurs que dans d'autres (essentiellement industriels). Cependant, une analyse de la variation des parts montre que le recul de la croissance de la productivité agrégée du travail de la zone euro doit davantage à un ralentissement marqué des rythmes intra-sectoriels de croissance de la productivité du travail qu'à des effets de composition. En utilisant la ventilation standard des activités économiques en dix secteurs des comptes nationaux (NACE A10⁴²), le tableau 1 décompose le recul de 0,71 point de pourcentage de la croissance annuelle moyenne de la productivité du travail observé entre la période antérieure à la crise (1996-2007) et la période 2008-2016 entre : a) la part due à un ralentissement des rythmes intra-sectoriels de croissance de la productivité du travail (en gardant les parts de l'emploi constantes aux niveaux de 2007) ; b) le recul lié aux effets de la variation de la composition de l'emploi (en gardant la croissance sectorielle de la productivité du travail aux niveaux moyens d'avant la crise) ; et c) l'effet croisé, par lequel la croissance de la productivité agrégée du travail est généralement stimulée par l'accélération de la croissance de l'emploi dans les secteurs à forte croissance de la productivité du travail⁴³. Le tableau montre que, depuis le début de la crise, les rythmes intra-sectoriels de croissance de la productivité du travail ont considérablement diminué, tandis que les glissements sectoriels de l'emploi ont légèrement soutenu la croissance agrégée de la productivité du travail, l'ajustement du travail qui s'est produit au cours de la crise s'étant concentré dans les secteurs ayant une plus faible productivité. La prédominance du ralentissement des rythmes intra-sectoriels de croissance comme facteur principal de la décélération agrégée est également valable si l'on exclut la période de crise (c'est-à-dire lorsque l'on considère seulement la période de reprise de 2013 à 2016).

⁴² Telle que définie dans la Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE).

⁴³ Cette analyse repose sur les travaux d'Antipa (P.), « *Productivity decomposition and sectoral dynamics* », *Quarterly Selection of Articles: Bulletin de la Banque de France*, printemps 2008, p. 51-64.

Tableau 1

Décomposition du ralentissement de la croissance de la productivité agrégée du travail de la zone euro : 1996-2016

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

	1996-2007	2008-2016	2013-2016
Croissance globale de la productivité du travail (moyennes de la période)	1,07	0,35	0,54
différence par rapport à la moyenne 1996-2007		-0,71	-0,53
dont :			
effet intra-sectoriel		-0,90	-0,80
effet de composition de l'emploi		0,15	0,22
effet croisé		0,08	0,02

Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Sur la base d'une analyse des variations de parts utilisant la ventilation sectorielle NACE A10. Les dates de début publiées utilisent l'année précédente comme année de référence pour les calculs de la croissance.

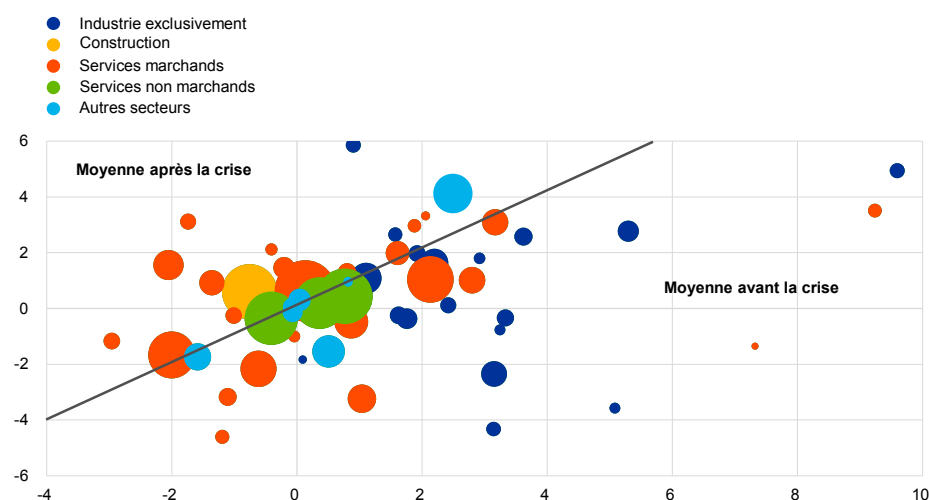
Le scénario de faible croissance de la productivité du travail au niveau sectoriel peut également s'observer en utilisant une ventilation sectorielle NACE 64 plus détaillée (disponible sur une base annuelle, finissant actuellement en 2014). Comme le montre le graphique 3, près des deux-tiers des 61 secteurs pour lesquels les données étaient disponibles montrent des baisses (souvent significatives) des rythmes moyens de croissance de la productivité du travail entre les deux périodes (cf. les secteurs situés à droite de la ligne à 45°), notamment dans les secteurs manufacturiers et les services marchands les plus commercialisés (tels que le commerce de gros, les services financiers et d'assurance, les services juridiques et de gestion et les services liés aux voyages)⁴⁴.

⁴⁴ Les résultats sont semblables lorsque la productivité est mesurée sur une base horaire, bien que le tableau soit moins exhaustif, en raison du nombre de secteurs pour lesquels les données sont disponibles (22 seulement sur 64).

Graphique 3

Croissance de la productivité du travail par secteur, avant et après la crise

(variations annuelles en pourcentage (moyennes de la période) ; les couleurs indiquent les principaux groupes sectoriels NACE A10 ; les tailles des bulles reflètent la part de chaque secteur dans l'emploi de la zone euro en 2016 ; les secteurs situés sur la ligne à 45° sont ceux pour lesquels les taux de croissance moyens avant et après 2013 sont égaux)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La productivité du travail est définie comme la production par personne employée. « Avant la crise » fait référence à la période 2000-2007 ; « après la crise » à la période 2013-2014 (conformément à la disponibilité des données). « Autres » inclut la croissance de la productivité attribuée aux « autres services » (essentiellement secteurs acycliques du secteur privé, tels que les activités artistiques, de divertissement et de loisirs, les services aux ménages et les activités des organisations extraterritoriales) et à l'agriculture, la sylviculture et la pêche.

3 Une approche comptable de la croissance pour la zone euro et les États-Unis

3.1 La décomposition de la croissance de la productivité du travail

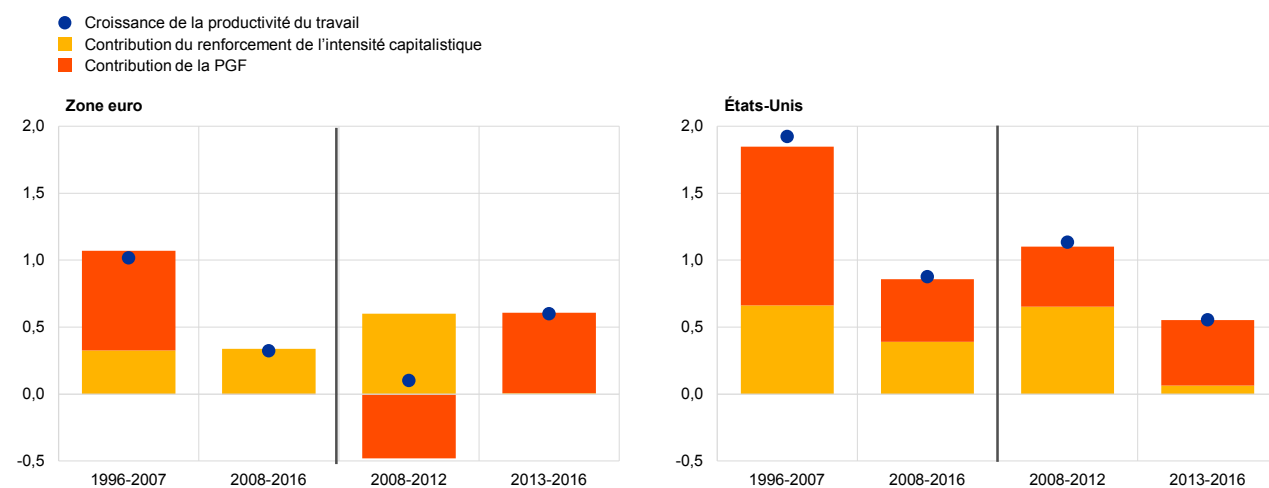
Une approche comptable de la croissance montre que le recul de la croissance moyenne de la productivité du travail observé dans la zone euro et aux États-Unis après la crise peut être imputable à la fois à une baisse marquée de la croissance de la PGF par rapport aux rythmes d'avant la crise et, depuis 2013, à une absence presque totale de renforcement de l'intensité capitalistique. En utilisant les données de la base de données AMECO de la Commission européenne, le graphique 4 décompose le taux de croissance de la productivité du travail pour les deux économies entre les facteurs de renforcement de l'intensité capitalistique (c'est-à-dire le rythme auquel le ratio capital/travail est augmenté) et de PGF (reflétant la croissance sous-jacente de la productivité due à l'efficacité accrue des processus de production et aux progrès technologiques), pour la période antérieure à la crise (1996-2007) et pour la période 2008-2016, depuis le début de la crise financière mondiale. Une comparaison entre les évolutions des deux économies lors des périodes se situant avant et après le début de la Grande Récession en 2008 montre, dans l'ensemble, que le recul marqué de la croissance de la productivité du travail semble s'expliquer par une forte réduction du taux sous-jacent de la croissance de la PGF dans les deux économies (cf. les deux

premières colonnes pour chaque économie dans le graphique 4). Sur l'ensemble de la période 2008-2016, le renforcement de l'intensité capitalistique n'a pas diminué dans la zone euro et n'a subi qu'un recul modéré aux États-Unis ; cette évolution résulte largement de réductions massives des effectifs aux moments les plus aigus de la période de crise (notamment sur la période 2008-2009).

Graphique 4

Croissance de la productivité du travail et décomposition pour la zone euro et les États-Unis

(moyennes sur la période des variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage*)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : La productivité est mesurée en termes de production par personne employée ; * les contributions sont calculées en utilisant une fonction de production Cobb-Douglas, les contributions au renforcement de l'intensité capitalistique estimées utilisant les parts moyennes des facteurs sur deux périodes ; la contribution de la PGF est considérée comme le résidu. Les observations pour 2016 sont des estimations basées sur les prévisions économiques de l'hiver 2016 de la Commission européenne.

Cependant, au cours de la période 2013-2016, le renforcement de l'intensité capitalistique a presque complètement stagné dans la zone euro et aux États-Unis. Bien qu'il soit intéressant de comparer les périodes antérieure et postérieure au début de la crise financière mondiale, il convient de noter que cette dernière période peut être divisée en deux sous-périodes distinctes. La première sous-période (de 2008 à 2012 inclus) s'est caractérisée par des reculs importants du PIB en volume dans les deux économies (bien qu'ils n'aient pas duré aussi longtemps aux États-Unis que dans la zone euro, où ils ont couvert à la fois la Grande Récession et la crise de la dette souveraine). La seconde sous-période correspond à la reprise, qui a commencé en 2013. La décomposition de l'intervalle depuis le début de la crise entre ces deux sous-périodes confirme le ralentissement général de la croissance de la PGF lors de la période postérieure à la crise par rapport aux moyennes d'avant la crise (cf. les premières et dernières colonnes pour chaque économie dans le graphique 4), et suggère, pour les deux économies, une absence presque complète de renforcement de l'intensité capitalistique à la suite de la crise, sur l'intervalle 2013-2016.

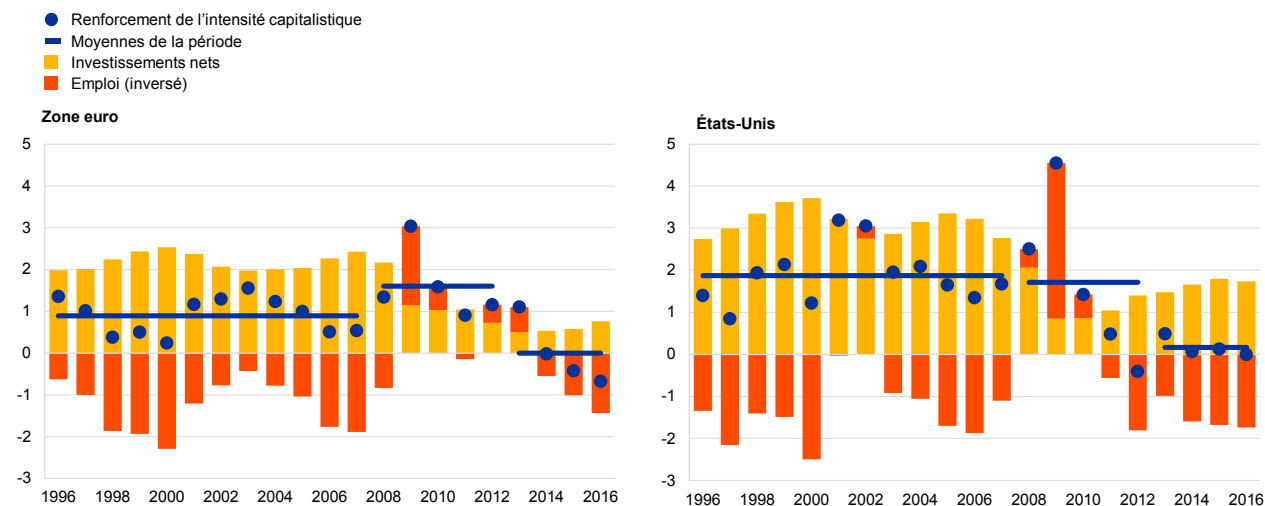
3.2 Facteurs expliquant le ralentissement du renforcement de l'intensité capitaliste après la crise

Le renforcement de l'intensité capitaliste fait référence au processus consistant à augmenter le ratio capital/travail en fournissant davantage de capital productif au facteur travail. Cependant, le ratio capital/travail peut également indiquer un renforcement « artificiel » de l'intensité capitaliste lors des périodes de faibles investissements nets si des réductions massives des effectifs augmentent mécaniquement le ratio du stock de capital net existant par rapport à une main-d'œuvre en baisse. Le graphique 5 montre que, aux moments les plus forts de la crise, les deux économies ont enregistré un certain soutien au renforcement de l'intensité capitaliste (et, même, une légère hausse de son taux dans la zone euro), essentiellement en raison de réductions massives des effectifs dans certains pays et secteurs (qui ont soutenu de façon mécanique le renforcement de l'intensité capitaliste, malgré la forte réduction des investissements nets ⁴⁵).

Graphique 5

Renforcement de l'intensité capitaliste dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : Les observations pour 2016 sont des estimations basées sur les prévisions économiques de l'hiver 2016 de la Commission européenne. Les moyennes des périodes correspondent à 1996-2007, 2008-2012 et 2013-2016, respectivement.

Le ralentissement du renforcement de l'intensité capitaliste depuis 2013 reflète à la fois un rythme de croissance plus lent des investissements nets et une reprise de la croissance de l'emploi. La croissance des investissements nets a presque diminué de moitié aux États-Unis par rapport aux rythmes d'avant la crise, ressortant à 1,7 % par an environ sur la période 2013-2016, mais elle a baissé bien davantage dans la zone euro (et à partir d'un taux de départ plus faible), à seulement 0,6 % par an, ce qui représente un quart environ du taux annuel moyen

⁴⁵ Nets de dépréciation et de toute comptabilisation de l'obsolescence du capital existant.

de croissance des investissements nets de la zone euro avant la crise ⁴⁶. Toutefois, le recul du renforcement de l'intensité capitalistique observé dans les deux économies depuis 2013 reflète également un important effet de compensation découlant de la croissance de l'emploi, qui a été relativement forte comparée au rebond de l'activité. Cet effet a freiné le rythme du renforcement de l'intensité capitalistique et, en fait, a totalement compensé le faible taux de croissance de l'investissement dans la zone euro (taux qui, maintenant, augmente de façon modérée).

Un certain nombre de raisons ont été avancées pour expliquer le ralentissement du renforcement de l'intensité capitalistique depuis 2013.

Elles comprennent : a) la forte concentration de la reprise dans des secteurs tirés par la consommation (dans les deux économies), où la croissance est fortement concentrée dans les services ayant souvent la plus forte intensité de main-d'œuvre ⁴⁷ et dans lesquels le potentiel de substitution capital/travail reste assez limité, couplée à une faiblesse persistante de l'investissement dans la construction (notamment dans la zone euro) ; b) l'impact de la crise financière mondiale et les contraintes persistantes sur l'offre de crédit qu'elle a entraînées (cf. la section 4.1 ci-après) ; et c) un certain potentiel supplémentaire de compensation du niveau « artificiel » du renforcement de l'intensité capitalistique observé aux moments les plus forts de la crise. Ces trois raisons pourraient toutes permettre d'expliquer la baisse des rythmes du renforcement de l'intensité capitalistique observée à la fois aux États-Unis et dans les économies de la zone euro lors de la période de reprise.

3.3 La généralisation de la tendance baissière de la croissance de la PGF

Si l'on considère les évolutions à plus long terme et au niveau mondial, il semble que le ralentissement de la croissance de la PGF ait été le principal facteur à l'origine du ralentissement de la croissance de la productivité du travail depuis le milieu des années 1990 (cf. graphique 6). Même si les estimations varient quant à l'ampleur des taux de croissance de la PGF observés avant et après la crise, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis (essentiellement en raison de différences de méthodologie ⁴⁸), les résultats convergent sur le fait que la croissance de la PGF s'est sensiblement ralentie dans les deux zones depuis la

⁴⁶ Cf. également l'article intitulé « Évolutions de l'investissement des entreprises dans la zone euro depuis la crise », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016. Cet article comprend un encadré sur les implications pour le renforcement de l'intensité capitalistique.

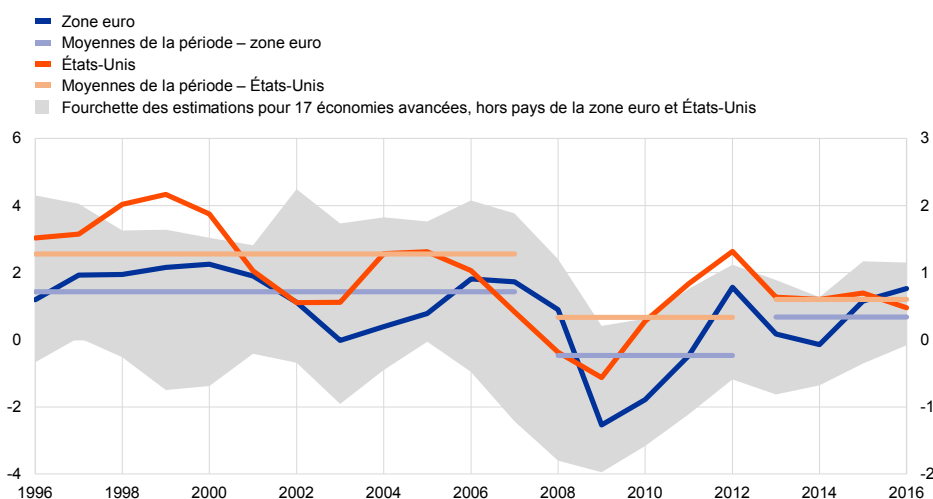
⁴⁷ Tels que la distribution, les soins de santé et d'autres services non marchands, ainsi que les secteurs des services professionnels et administratifs. Cf. également l'article intitulé « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

⁴⁸ Les estimations varient en raison essentiellement des différences de spécification de la fonction de production qui sous-tend les décompositions comptables de la croissance. Quoi qu'il en soit, une caractéristique commune a) des différentes estimations disponibles tant pour la zone euro que pour les États-Unis (provenant principalement de la base de données AMECO et du *Conference Board*, respectivement), et b) des estimations au niveau de chaque pays provenant d'autres organisations internationales telles que le FMI et l'OCDE, est qu'elles suggèrent généralement un recul marqué des taux de croissance de la PGF après la crise par rapport aux taux antérieurs à la crise.

crise. Si l'on inclut les estimations pour 17 autres économies avancées (cf. la zone ombrée du graphique 6), il devient évident qu'un recul généralisé des taux moyens de croissance de la PGF est globalement décelable dans les économies avancées depuis le milieu des années 1990 (avec, toutefois, un léger rebond par rapport aux taux de croissance négatifs observés dans la zone euro lors des moments les plus durs de la crise financière mondiale). Depuis le milieu des années 1990, les performances de la zone euro en matière de PGF ont été faibles par rapport à celles de la plupart des économies avancées.

Graphique 6 Croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) dans les économies avancées

(moyennes mobiles sur trois ans des variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : zone euro et États-Unis ; échelle de gauche : autres économies avancées)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : La zone ombrée montre la fourchette des estimations pour 17 économies avancées (excluant les pays de la zone euro et les États-Unis) : Australie, Bulgarie, Canada, Croatie, République tchèque, Danemark, Hongrie, Islande, Japon, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pologne, Roumanie, Suède, Suisse et Royaume-Uni. Les moyennes des périodes sont calculées pour 1996-2007, 2008-2012 et 2013-2016, respectivement.

4 Causes du ralentissement de la productivité : les différentes approches

La littérature a avancé différentes explications du recul tendanciel, observé ces dernières années, de la croissance de la productivité globale en général et de la croissance de la PGF en particulier. La présente section évalue la capacité de chacun de ces facteurs à contribuer à expliquer le ralentissement récent de la croissance de la productivité de la zone euro dans le contexte d'une décélération mondiale plus large.

4.1 L'impact de la crise sur la croissance de la productivité de la zone euro

La crise financière mondiale, qui a débuté en 2008, a vraisemblablement contribué au ralentissement du taux moyen de croissance de la productivité observé depuis lors dans la zone euro. Plusieurs mécanismes sont généralement associés à ce type de ralentissement à la suite de cycles d'expansion-récession financière. Premièrement, la réallocation de ressources liées précédemment à l'accumulation de déséquilibres sur le marché immobilier de certaines économies de la zone euro avant le début de la Grande Récession peut être freinée par les contraintes persistantes pesant sur l'offre de crédit dans un système financier qui met du temps à se redresser ⁴⁹. Il est probable que ces contraintes limitent l'expansion d'entreprises récentes et de petite taille, mais fortement productives. Deuxièmement, la temporisation réglementaire et l'inadaptation des régimes de faillite peuvent également bloquer les capitaux dans des entreprises ayant de faibles niveaux de productivité, empêchant ainsi la destruction créatrice (*cleansing effects*) généralement associés aux récessions. Enfin, les risques d'hystérèse, liés aux longues périodes d'assainissement des bilans du secteur privé, peuvent affaiblir la demande et l'investissement domestiques, limitant ainsi potentiellement l'innovation technologique ⁵⁰.

Même si la crise a fortement contribué à la nouvelle baisse de la croissance de la productivité de la zone euro depuis 2008, ce constat n'apporte cependant pas de réponse à la question plus fondamentale : pourquoi cette croissance était-elle comparativement lente (dans une perspective internationale) avant cette date ? Il est possible de l'expliquer en examinant les déterminants sous-jacents de la croissance de la productivité du travail, qui sont explorés de façon détaillée ci-après.

4.2 Erreurs de mesure des entrées et sorties

Il est souvent suggéré que des erreurs de mesure peuvent tout simplement entraîner une sous-estimation du taux réel de croissance de la productivité observé actuellement dans les économies avancées. Un certain nombre de points préoccupants relatifs aux erreurs de mesure sont discutés dans la littérature. Il s'agit notamment de la prise en compte erronée des biens et services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC), découlant de la difficulté de mesurer les améliorations de la qualité des progiciels et des logiciels TIC (aux

⁴⁹ Cf. Borio (C.), Kharroubi (E.), Upper (C.) et Zampolli (F.), « *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences* », *BIS Working Papers*, n° 534, janvier 2016 ; et Reinhart (C.) et Rogoff (K.), « *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* », *Princeton University Press*, 2009.

⁵⁰ Des travaux récents effectués par les services du FMI suggèrent que la crise a eu un « impact significativement négatif » sur la croissance de la PGF de la zone euro après la crise. Cf. « *Gone with the headwinds: global productivity* », présentation du FMI, 2 février 2017, et note de discussion des services du FMI, avril 2017. Le FMI estime qu'à elle seule, l'incertitude sur les politiques économiques a vraisemblablement écarté de 0,1-0,2 point de pourcentage environ la croissance annuelle de la PGF après la crise dans l'ensemble des économies avancées, avec un impact particulièrement fort en Europe.

États-Unis, notamment, les prix mesurés des progiciels ont récemment enregistré des baisses que certains considèrent comme anormalement faibles par rapport aux données historiques). La littérature identifie également le problème de l'absence d'une mesure synthétique des investissements immatériels dans les comptes nationaux ⁵¹ et envisage plus largement le fait que de nombreuses innovations récentes ne sont tout simplement pas commercialisées et ne sont donc pas intégrées dans les comptes nationaux, aboutissant ainsi à une sous-estimation importante de la croissance du PIB, sur laquelle se fonde la dynamique de la productivité.

Malgré les bénéfices des innovations liées au nombre croissant de biens numériques gratuits et de l'« économie du partage », la croissance de la PGF fondée sur le marché s'est considérablement ralentie depuis plusieurs décennies. Comme le note Robert Gordon, bien avant la révolution des TIC, le bien-être des consommateurs avait déjà été affecté en profondeur par d'autres innovations (notamment l'invention de l'électricité et le téléphone) ⁵².

D'autres préoccupations sont peut-être plus pertinentes : elles concernent la mesure inadaptée tant des investissements immatériels que des améliorations de la qualité des biens et des services liés aux TIC et du travail, qui risque de biaiser les estimations des entrées et des sorties et entraîner des conclusions erronées sur la croissance de la productivité du travail et de la PGF. Des tentatives pour atténuer ces déficiences sont actuellement en cours, par le biais : a) d'efforts concertés visant à créer de meilleures mesures des « actifs incorporels » dans les sources de données des comptes nationaux par l'inclusion de « produits de la propriété intellectuelle » dans le Système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC 2010) ⁵³ ; b) de tentatives de réévaluer l'évolution des prix basés sur les TIC (et le lien plus large entre les TIC et la croissance de la productivité) ; et c) des efforts accrus en vue de mieux distinguer l'impact de l'amélioration des qualifications. Toutefois, étant donné le ralentissement synchronisé au niveau international de la croissance de la PGF observé depuis le début de la Grande Récession dans des pays ayant des niveaux variables de développement économique, des structures économiques différentes et des degrés divers de niveaux d'étude, il est peu vraisemblable que les erreurs de mesure soient une cause essentielle du ralentissement de la croissance de la PGF mesuré dans les économies ou du recul marqué de la croissance de la PGF de la zone euro observé depuis le début de la crise.

⁵¹ Cf. Corrado (C.), Hulten (C.) et Sichel (D.), « *Intangible Capital and Economic Growth* », *NBER Working Paper Series*, n° 11948, janvier 2006.

⁵² Cf. Gordon (R.), « *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War* », *Princeton University Press*, 2016.

⁵³ Système européen des comptes nationaux et régionaux, qui utilise les niveaux d'agrégation de la nomenclature NACE Rév. 2 (2010).

4.3 Un recul du taux de progrès technique

Selon une opinion largement partagée, le recul de la croissance de la productivité agrégée dans les économies avancées est vraisemblablement dû à un ralentissement du taux de progrès technologique dans les secteurs, les innovations technologiques des dernières années étant simplement moins « révolutionnaires » que par le passé ⁵⁴. Par conséquent, il se peut que les innovations technologiques récentes soient simplement moins répandues que des inventions plus anciennes telles que le chemin de fer, l'électricité ou le téléphone, si bien que l'impact sur la croissance de la PGF risque d'être beaucoup plus faible.

De la même façon, d'autres chercheurs interprètent le ralentissement de la croissance de la PGF américaine depuis le début des années 2000 comme un signe que l'effet d'amélioration de la productivité induit par les innovations TIC est arrivé à son terme, comme le suggère le ralentissement plus prononcé de la croissance de la productivité américaine dans les secteurs produisant les TIC ou les utilisant de façon intensive ⁵⁵. Toutefois, de nombreux chercheurs estiment, au contraire, que la révolution des TIC n'a pas encore produit tous ses effets et soulignent les bénéfices que pourraient apporter, par exemple, les produits miniaturisés dotés de connectivité intégrée, l'intelligence artificielle, la robotique, les voitures autonomes, les drones, l'impression en 3 D, les services du *cloud* et le *big data* ; selon eux, cependant, un délai considérable devra s'écouler avant que l'on puisse observer une hausse importante de la productivité agrégée ⁵⁶. Par ailleurs, l'argument selon lequel un ralentissement du rythme du progrès technique explique la décélération sensible de la croissance de la PGF de la zone euro depuis la crise semble assez peu convaincant, notamment parce que la révolution des TIC a moins stimulé la croissance de la PGF dans cette zone qu'aux États-Unis.

⁵⁴ Gordon (R.), *op. cit.*.

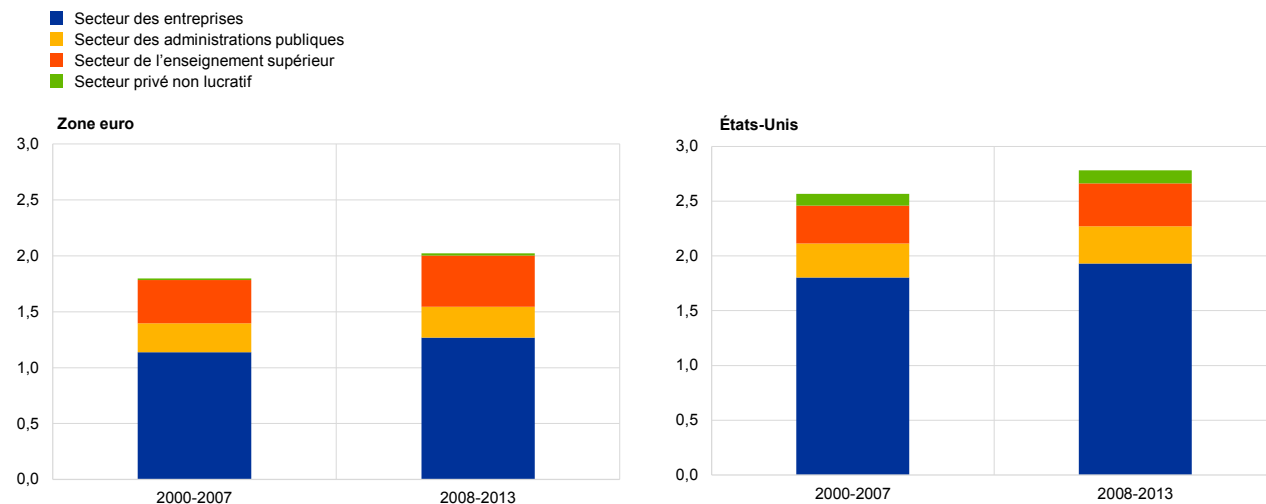
⁵⁵ Cf. Fernald (J.), « *Productivity and potential output before, during, and after the Great Recession* », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, septembre 2012 ; et Cette (G.), Fernald (J.) et Mojon (B.), « *The pre-Great Recession slowdown in productivity* », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, avril 2016.

⁵⁶ Cf. , par exemple, Mokyr (J.), « *Is technological progress a thing of the past?* », disponible sur <http://voxeu.org/article/technological-progress-thing-past> ; Nordhaus (W.), « *Productivity growth and the new economy* », *NBER Working Paper Series*, n° 8096, janvier 2001 ; Brynjolfsson (E.) et McAfee (A.), « *Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy* », *Digital Frontier Press*, Massachusetts, 2011 ; et Brynjolfsson (E.) et McAfee (A.), « *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a time of Brilliant Technologies* », *W. W. Norton & Company*, New York, 2014.

Graphique 7

Dépenses de R&D par secteur dans la zone euro et aux États-Unis

(dépenses de R&D en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

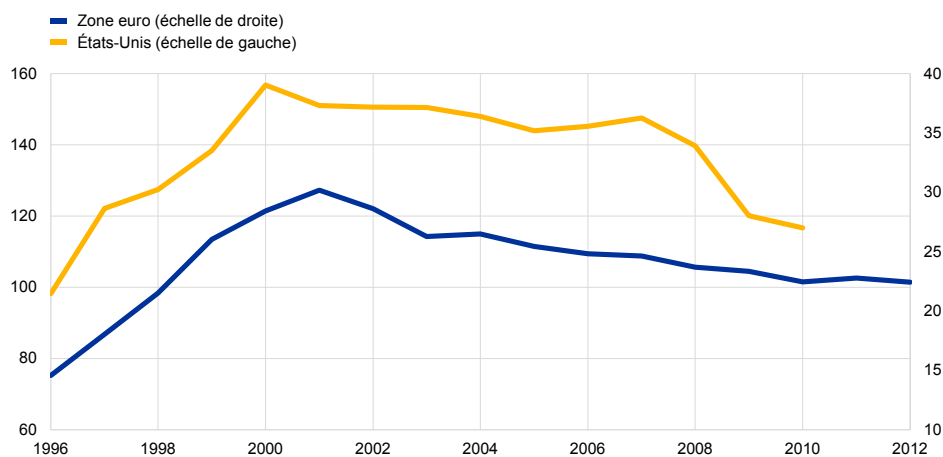
Note : Les périodes sont limitées par la disponibilité des données.

De façon plus générale, les données disponibles (en termes de dépenses de recherche et développement (R&D) et de brevets de haute technologie) n'indiquent pas de ralentissement marqué des progrès technologiques mondiaux ces dernières années. Comme le montre le graphique 7, les dépenses de recherche-développement ont généralement augmenté par rapport au PIB à la fois dans la zone euro et aux États-Unis après le début de la Grande Récession (c'est-à-dire au cours de la période 2008-2013, intervalle limité par la disponibilité des données), ce qui suggère qu'il n'y a pas eu de baisse importante des ressources consacrées à l'innovation. De même, si les demandes de brevets de haute technologie déposées et accordées ont légèrement diminué par rapport à leurs pics respectifs du début des années 2000, elles demeurent élevées au regard des évolutions passées (cf. graphique 8). Cependant, pour expliquer le « déficit de productivité » à plus long terme de la zone euro par rapport aux États-Unis, on peut citer le taux de dépôt de brevets de haute technologie par habitant plus élevé aux États-Unis (tout comme le nombre plus élevé de demandes de brevets à l'Office européen des brevets par les entreprises américaines par rapport aux entreprises basées dans la zone euro).

Graphique 8

Demandes/octrois de brevets de haute technologie dans la zone euro et aux États-Unis

(demandes/octrois de brevets par million d'habitants)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données américaines illustrent les brevets accordés par l'US Patent and Trademark Office (USPTO) aux entreprises américaines, tandis que les données de la zone euro illustrent les demandes de brevets déposées à l'Office européen des brevets par les entreprises de la zone euro.

De façon plus anecdotique, des avancées technologiques importantes ont été accomplies ces dernières années, qui peuvent encore entraîner une hausse substantielle de la productivité agrégée, mais avec un certain décalage. Il est probable que ces avancées améliorent le travail en réseau et la coopération et augmentent l'accessibilité des produits et des services et la rapidité de leur mise à disposition.

4.4 Un taux de diffusion des technologies en baisse et une mauvaise allocation des facteurs en hausse

Le ralentissement du rythme de la diffusion des technologies, qui freine l'intégration au processus de production des dernières inventions par rapport aux années précédentes, constitue potentiellement un facteur plus important qu'un possible déclin de l'innovation. Pour que les innovations technologiques exercent un effet notable sur la croissance de la PGF des entreprises, des évolutions correspondantes des structures organisationnelles sont souvent nécessaires. Un indicateur possible de l'étendue de la diffusion des technologies proposé par l'OCDE est constitué par l'écart entre la croissance de la productivité du travail des entreprises mondiales « en pointe » – celles qui créent de la connaissance – et les entreprises « retardataires », opérant dans le même secteur⁵⁷. Selon cet indicateur, la diffusion des technologies s'est ralentie au début des années 2000 dans les économies avancées de l'OCDE (moment où des données comparables par pays au niveau des entreprises sont devenues disponibles pour l'Europe), comme l'indique l'écart croissant en termes de

⁵⁷ Cf. *The future of productivity*, OCDE, 2015.

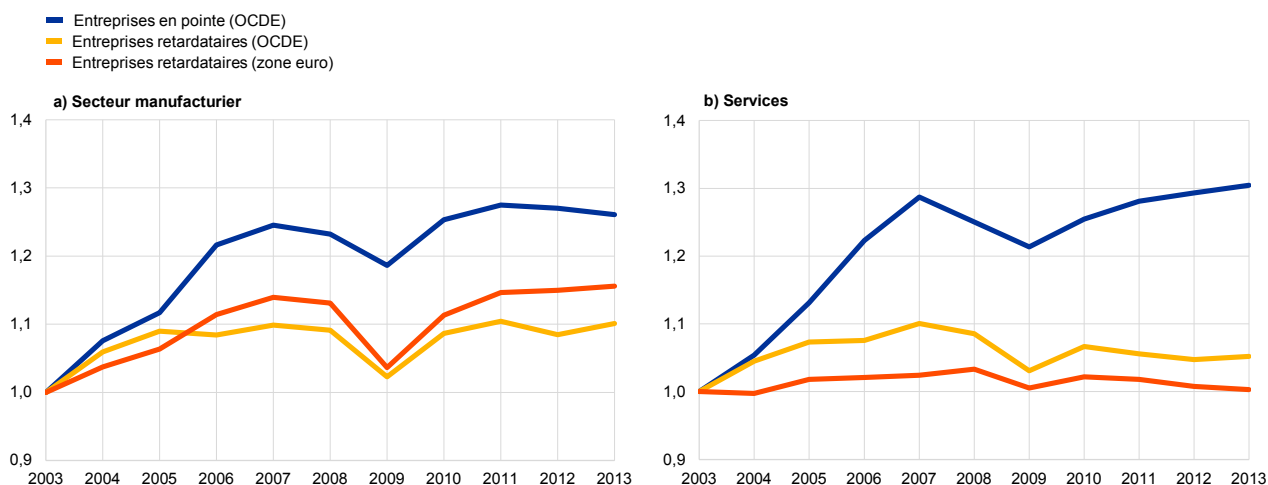
performance de la productivité du travail observé entre les entreprises en pointe et les entreprises retardataires opérant dans le même secteur (cf. graphiques 9a et 9b).

Le ralentissement de la diffusion des technologies a été particulièrement marqué pour le secteur des services dans la zone euro, par rapport aux autres économies avancées. En utilisant la série de données CompNet⁵⁸ pour analyser la performance en termes de productivité du travail des entreprises de cinq grands pays de la zone euro (Belgique, Espagne, France, Italie et Finlande) et en estimant la croissance de la productivité du travail des entreprises retardataires à partir de la performance des entreprises médianes⁵⁹ dans chaque secteur, les graphiques 9a et 9b montrent que l'écart de productivité du travail entre les entreprises en pointe opérant dans l'OCDE et les entreprises retardataires opérant dans des pays de la zone euro s'est accentué avant la crise financière mondiale. Bien que manifeste dans le secteur manufacturier et les services, la diffusion des technologies s'est révélée beaucoup plus lente pour les services dans la zone euro que dans les autres économies avancées. Cet écart de productivité s'est légèrement resserré durant la crise, peut-être en raison de la sortie du marché des entreprises retardataires les moins productives, mais s'est de nouveau accentué ensuite, au moins pour les services.

Graphique 9

Diffusion des technologies dans le secteur manufacturier et les services pour une sélection de pays de la zone euro

(croissance annuelle de la productivité du travail des entreprises en pointe et des autres entreprises ; 2003 = 1)



Source : Calculs effectués par les services de la BCE à partir des données de l'OCDE et de la cinquième version des données CompNet.

Notes : Les évolutions de la productivité des entreprises en pointe et des entreprises retardataires sont tirées de *The future of productivity*, OCDE, 2015. La croissance de la productivité dans la zone euro est approximée par la moyenne non pondérée, pour la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie et la Finlande, de l'entreprise médiane dans chaque secteur à un chiffre (sur la base de la nomenclature NACE Rév. 2). Les secteurs à un chiffre de la NACE Rév.2 sont ensuite agrégés avec leurs parts de valeur ajoutée.

⁵⁸ La série de données micro-agrégée CompNet est fondée sur les données administratives des registres du commerce et fournit des informations harmonisées par pays sur les principaux moments (moyenne, médiane, écart-type) de la distribution d'un certain nombre de variables liées à la performance et à la compétitivité des entreprises pour chaque secteur. Les données se rapportent aux entreprises de plus de 20 employés et sont pondérées de la population. Pour plus de détails, cf. Lopez-Garcia (P.), di Mauro (F.) et le groupe de travail CompNet, « *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database* », *Working Paper Series*, n° 1764, BCE, 2015.

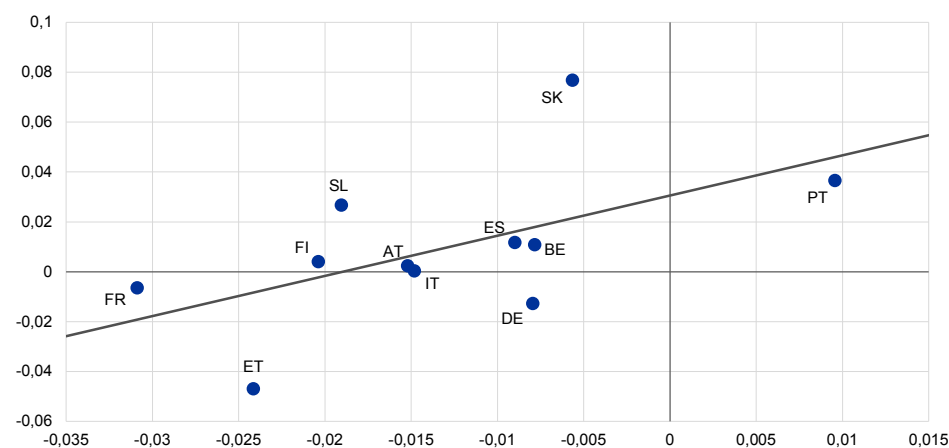
⁵⁹ L'entreprise médiane a été choisie car sa dynamique de la productivité du travail suit de très près la croissance moyenne de la productivité du travail pondérée des entreprises retardataires dans un secteur donné.

Les trois principales explications de ces évolutions sont (1) l'importance croissante de la connaissance dite « tacite » liée à l'apprentissage par la pratique ; (2) un ralentissement du taux d'investissement des entreprises retardataires dans les actifs incorporels ; et (3) une perte de dynamisme de la part des entreprises. Si les facteurs à l'origine du ralentissement de la diffusion des technologies ne sont pas encore totalement clairs, plusieurs explications mutuellement cohérentes ont toutefois été mises en avant. La littérature souligne l'importance croissante de l'investissement des entreprises en capital humain afin d'améliorer leur capacité d'absorption⁶⁰. De plus, parmi les entreprises retardataires, l'investissement en actifs incorporels (par exemple les activités de R&D, les compétences spécifiques à chaque entreprise ainsi que diverses formes de propriété intellectuelle), qui constitue un autre déterminant essentiel de la capacité d'absorption des entreprises, n'a pas suivi le rythme de l'innovation technologique et pourrait donc avoir exercé une influence négative sur la diffusion des technologies⁶¹. Le graphique 10 montre que l'écart de croissance de la productivité entre les entreprises en pointe et les retardataires est plus prononcé lorsque les investissements des retardataires en actifs incorporels sont moins élevés que les investissements des entreprises en pointe (après contrôle pour le secteur NACE).

Graphique 10

Absorption des technologies et investissement en actifs incorporels des entreprises retardataires pour 11 pays de la zone euro

(axe des abscisses : écart en termes d'actifs incorporels entre les entreprises nationales en pointe et les entreprises nationales retardataires (moyenne annuelle 2010-2013) ; axe des ordonnées : écart de croissance de la productivité du travail (moyenne annuelle 2010-2013))



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

Notes : Les écarts de croissance de la productivité du travail et de l'investissement en actifs incorporels entre les entreprises en pointe et les retardataires sont calculés au niveau du secteur à deux chiffres de la NACE Rév. 2. Les moyennes par pays sont obtenues avec des pondérations fondées sur la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. L'investissement en actifs incorporels est mesuré comme le ratio des actifs incorporels réels + la dépréciation sur les immobilisations incorporelles réelles décalées.

⁶⁰ Cf., par exemple, Griffith (R.), Redding (S.) et Van Reenen (J.), « Mapping the two faces of R&D: productivity growth in a panel of OECD industries », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86, numéro 4, novembre 2004, p. 883–95.

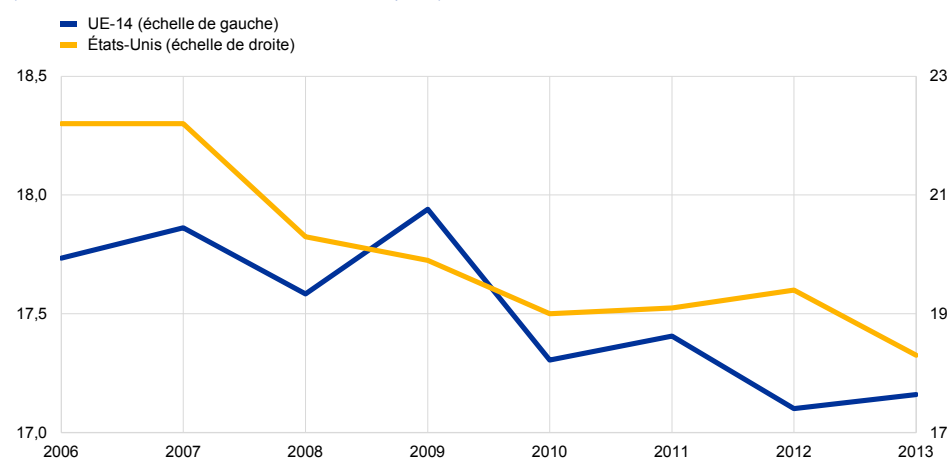
⁶¹ Cf., par exemple, Corrado (C.), Haskel (J.), Jona-Lasinio (C.) et Iommi (M.) « Intangible capital and growth in advanced economies: measurement methods and comparative results », disponible à l'adresse suivante : <http://www.intan-invest.net>.

Une raison supplémentaire du ralentissement de la diffusion des technologies pourrait être liée à une perte de dynamisme des affaires ou à l'ampleur de la « destruction créatrice ». Étant donné que les jeunes entreprises à forte croissance peuvent être des déterminants clés de l'innovation, notamment en obligeant les entreprises plus anciennes à innover et à gagner en productivité et en accélérant la réallocation du travail, la littérature constate l'existence d'une corrélation étroite entre le taux d'entrée sur le marché des entreprises et la création et la diffusion de technologies⁶². Les données comparables par pays relatives aux fermetures et créations d'entreprises ne sont pas disponibles pour la zone euro dans son ensemble, mais les données pour l'UE-14 suggèrent une orientation à la baisse du taux de rotation des entreprises (c'est-à-dire le processus des entreprises quittant le marché et étant remplacées par de nouvelles entreprises) ; un recul similaire a également été enregistré aux États-Unis (cf. graphique 11).

Graphique 11

Taux de rotation des entreprises aux États-Unis et en Europe

(somme des taux de création et de destruction d'entreprises)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données du Bureau du recensement des États-Unis (US Census Bureau) et d'Eurostat.

Notes : UE-14 se rapporte aux pays ayant rejoint l'UE avant 1995, à l'exception de la Grèce (en raison du manque de données). 2006 est la première année pour laquelle des données complètes sont disponibles pour l'ensemble des pays de l'UE-14.

Le dynamisme des entreprises affecte l'allocation du capital et/ou du travail entre les entreprises, ce qui peut exercer une incidence directe sur la croissance de la productivité du travail intra-secteur. Le degré d'efficacité avec lequel les facteurs de production sont alloués entre les entreprises, même au sein de secteurs étroitement définis (efficacité de l'allocation des ressources) constitue un facteur déterminant de la croissance de la productivité du travail⁶³. Compte tenu de l'hétérogénéité des performances des entreprises, d'importants gains en termes de productivité du travail agrégée sont susceptibles de découler de la réallocation des ressources (incluant le travail et le capital) des entreprises à faible productivité vers

⁶² Cf., par exemple, Haltiwanger (J.), Jarmin (R.), Kulick (R.) et Miranda (J.), « *High growth young firms: contribution to job, output and productivity growth* », manuscrit inédit, 2016 ; et Baumann (U.) et Vasardani (M.), « *The slowdown in US productivity – what explains it and will it persist?* », *Bank of Greece Working Paper Series*, n° 215, novembre 2016.

⁶³ Cf. l'article intitulé « L'hétérogénéité des entreprises et la compétitivité dans l'Union européenne », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

les entreprises à forte productivité ; les recherches suggèrent que cela pourrait expliquer jusqu'à la moitié de la croissance de la productivité du travail agrégée dans une économie mature⁶⁴. L'indicateur de mauvaise allocation du capital et du travail le plus fréquemment utilisé, bien qu'il soit imparfait, est la dispersion de la productivité marginale du capital et du travail entre les entreprises d'un secteur donné⁶⁵. L'intuition sous-tendant cette mesure est que, pour une allocation des ressources efficace dans un secteur donné, pour lequel on suppose que les entreprises supportent des coûts marginaux identiques, les ressources doivent circuler entre les entreprises jusqu'à ce que la productivité marginale des facteurs de production s'égalise. Toutefois, l'existence de frictions sur le marché du travail, le marché des biens et services et le marché du crédit peuvent entraver la réallocation et, par conséquent, sensiblement peser sur la dynamique de la productivité du travail. Plus la dispersion de la productivité marginale du capital et du travail sera élevée, plus le frein potentiel à la croissance de la productivité du travail agrégée sera important.

Dans plusieurs pays de la zone euro, des éléments attestent d'une inefficacité croissante de l'allocation du capital, tandis que la dynamique de la mauvaise allocation du travail est plus atone. En utilisant encore une fois les données CompNet par pays et par secteur, on constate une hausse de la mauvaise allocation du capital depuis le début des années 2000 dans la plupart des pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles (à l'exception de la Slovaquie ; cf. graphique 12a). Cette tendance haussière a de plus essentiellement été alimentée par le secteur des services. Dans le même temps, l'accentuation de la mauvaise allocation du travail a été beaucoup moins marquée (cf. graphique 12b), l'Espagne enregistrant même une légère diminution. Des tendances similaires ont été observées pour le capital et pour le travail dans d'autres économies matures, telles que les États-Unis et le Japon⁶⁶.

⁶⁴ Les estimations de l'importance relative de ces composantes de la croissance de la PGF dépendent largement du pays, du secteur, de la période et de la méthodologie utilisée pour la décomposition. Les pourcentages indicatifs présentés ici sont fondés sur une sélection d'études portant sur le secteur manufacturier américain fournies dans 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, novembre 2016.

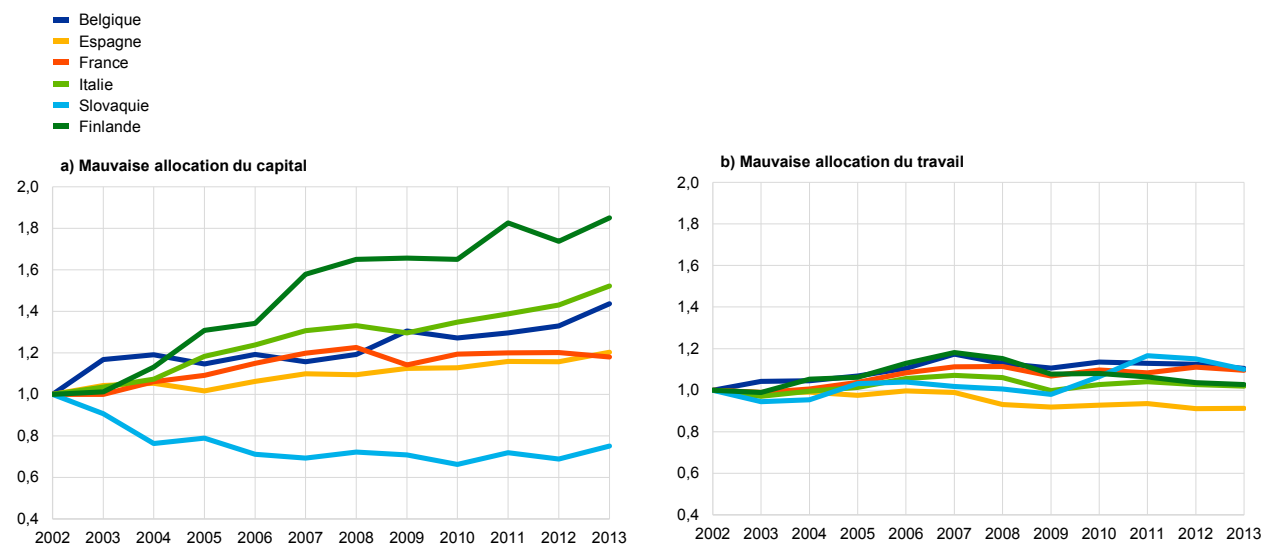
⁶⁵ Cf. Hsieh (C.-T.) et Klenow (P.J.), « *Misallocation and manufacturing TFP in China and India* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, numéro 4, novembre 2009, p. 1403-48.

⁶⁶ Pour le Japon, cf. Fujii (D.) et Nozawa (Y.), « *Misallocation of capital during Japan's lost two decades* », *DBJ Discussion Paper Series*, n° 1304, juin 2013. Pour les États-Unis, cf. Hsieh (C.-T.) et Klenow (P.J.), *op. cit.* Cette dernière étude démontre également que, dans les économies émergentes telles que la Chine et l'Inde, la mauvaise allocation des ressources est comparativement bien plus importante que dans les économies matures, mais est orientée à la baisse.

Graphique 12

Évolution de la mauvaise allocation du capital et du travail dans six pays de la zone euro sur la période 2002-2013

(moyennes pondérées de la dispersion de la productivité marginale entre les entreprises d'un secteur donné ; 2002=100)



Source : Calculs effectués par les services de la BCE à partir de la cinquième version des données CompNet.

5 Contraintes supplémentaires dans la zone euro

Outre les facteurs mondiaux considérés précédemment, il peut exister un certain nombre de facteurs supplémentaires, spécifiquement européens et résultant de rigidités structurelles, qui contribuent à expliquer l'écart de productivité du travail existant de longue date entre la zone euro et les États-Unis. Ceux-ci sont susceptibles d'être liés à une plus forte réglementation des marchés des biens et services, du travail et du capital, aux obstacles légaux et réglementaires à la réallocation sectorielle ou encore à des entraves structurelles plus globales telles qu'une diffusion moins forte des compétences en termes de TIC dans la zone euro. De même, il existe peut-être dans la zone une tendance à privilégier une approche moins systématique du processus de restructuration (qui pourrait mieux exploiter l'ensemble des bénéfices tirés des investissements en TIC). Les recherches récentes ont également souligné le rôle de la qualité du management, compte tenu de la nécessité de réorganiser les processus de production afin de s'adapter aux nouvelles technologies ⁶⁷.

Des marchés des biens et services et des marchés du travail fortement réglementés et un cadre institutionnel défavorable aux entreprises constituent une entrave importante à la croissance de la PGF. Dans de nombreux domaines structurels, les pays de la zone euro sont très loin des bonnes pratiques. Par

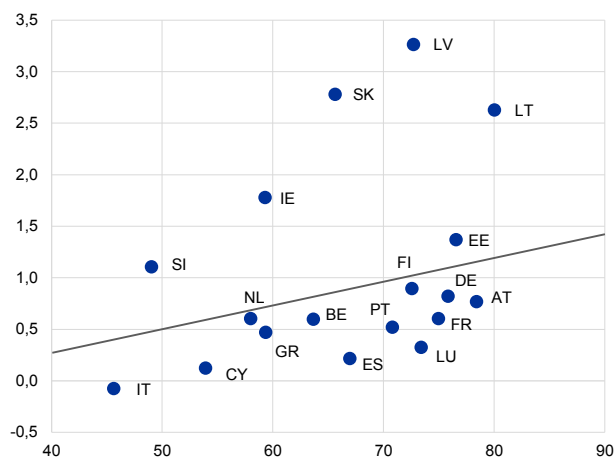
⁶⁷ Cf., par exemple, Garicano (L.) et Heaton (P.), « *Information technology, organization, and productivity in the public sector: evidence from police departments* », *Journal of Labor Economics*, vol. 28, n° 1, janvier 2010, p. 167-201 ; et Bloom (N.), Sadun (R.) et Van Reenen (J.) « *Americans do IT better: US multinationals and the productivity miracle* » *American Economic Review*, vol. 102, n° 1, février 2012, p. 167-201.

exemple, sur la base d'indicateurs relatifs à la « facilité de faire des affaires » – sans aucun doute une condition préalable majeure à l'innovation et à l'activité productive – seul un pays de la zone euro (la Finlande) figure parmi les dix premiers pays au niveau mondial, tandis que beaucoup ne font même pas partie des trente premiers ⁶⁸. De même, une analyse des corrélations simples montre que, dans les pays de la zone euro, une croissance de la PGF plus élevée est généralement associée à de meilleurs mécanismes d'exécution des contrats et à moins d'entraves à l'obtention de crédits (graphiques 13 et 14).

Graphique 13

Relation entre la croissance tendancielle de la PGF et l'exécution des contrats

(axe des abscisses : exécution des contrats (moyenne annuelle 2003-2015) ; distance de la frontière, où la frontière = 100 ; axe des ordonnées : croissance de la PGF (moyenne annuelle 2000-2015))

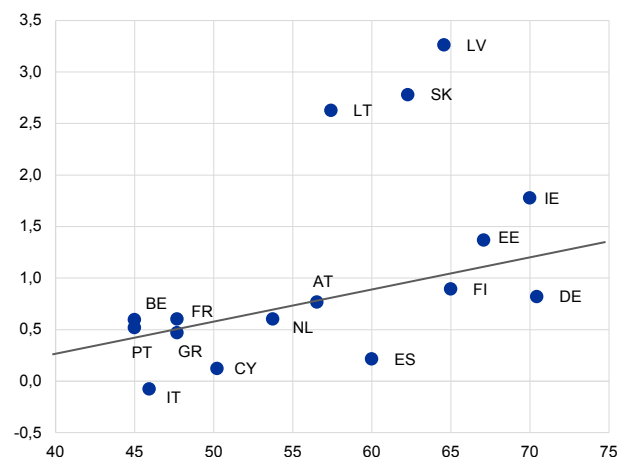


Sources : Données de la Commission européenne et de la Banque mondiale sur l'exécution des contrats.

Graphique 14

Relation entre la croissance tendancielle de la PGF et l'obtention de crédits

(axe des abscisses : obtention de crédits (moyenne annuelle 2003-2015) ; distance de la frontière, où la frontière = 100 ; axe des ordonnées : croissance de la PGF (moyenne annuelle 2000-2015))



Sources : Données de la Commission européenne et de la Banque mondiale sur l'obtention de crédits.

De récents travaux de l'OCDE soulignent également les conséquences négatives des entraves administratives et bureaucratiques

qui se manifestent par une hausse des coûts totaux des rééchelonnements de dette (c'est-à-dire le processus de remboursement, de restructuration ou de reconfiguration du profil d'une dette) et par des obstacles à l'entrée et à la sortie d'entreprises, qui constituent à leur tour un déterminant important des différences de productivité du travail entre pays (cf. l'encadré). Les améliorations dans des domaines tels que la qualité de la réglementation, les régimes d'insolvabilité, les agréments, la protection de l'emploi, les règles relatives aux marchés publics et la qualité de l'administration publique devraient stimuler la croissance de la productivité dans la zone euro en améliorant l'allocation des ressources entre les différents secteurs et entreprises, et en favorisant l'innovation et sa diffusion.

⁶⁸ Cf. *Doing Business 2017: Equal Opportunity for All*, Banque mondiale, 2017.

Encadré

La contribution des réformes structurelles à la croissance de la PGF et une évaluation du rôle des conseils nationaux de la productivité

Au cours des dix dernières années, des études de plus en plus nombreuses ont cherché à évaluer l'incidence des conditions structurelles et institutionnelles sur la croissance de la PGF. Les travaux précurseurs d'Aghion et Howitt⁶⁹ ont montré que les pays retardataires pouvaient tirer avantage de politiques structurelles favorisant l'adoption rentable des technologies existantes, tandis que les pays en pointe profiteraient davantage de politiques visant à promouvoir l'innovation (c'est-à-dire l'investissement dans l'enseignement supérieur ainsi que la recherche et le développement). Des éléments solides rassemblés depuis lors montrent combien une réglementation excessive de certains secteurs affecte négativement la croissance de la PGF et contribue à expliquer l'écart de productivité entre les pays en pointe et les retardataires.

Améliorer les facteurs institutionnels et structurels peut conduire à une hausse de la croissance de la PGF. Selon Cette *et al.*⁷⁰, les pays de la zone euro pourraient réaliser une croissance de la PGF nettement plus élevée s'ils évoluaient tous vers les meilleures pratiques de la zone euro en termes de réduction des barrières tarifaires et de protection de l'emploi, les pays dont les marchés sont les plus réglementés pouvant bénéficier des gains potentiellement les plus élevés. Les travaux menés par la BCE⁷¹ suggèrent également que la solidité des institutions économiques (comme en attestent, par exemple, la mise en œuvre de l'État de droit, le contrôle de la corruption, l'efficacité des pouvoirs publics, la qualité de la réglementation), la complexité de l'environnement des affaires (en termes de création d'entreprise, d'obtention de crédit, de commerce transfrontière), et le niveau de protection de l'emploi contribuent aux différences de performance en termes de PGF entre les pays de la zone euro.

Les réformes structurelles et institutionnelles peuvent renforcer la PGF *via* plusieurs canaux. Elles améliorent l'allocation des ressources en favorisant une plus grande efficacité des marchés des biens et services et des marchés du travail et de meilleurs cadres institutionnels (y compris ceux traitant l'insolvabilité). De récents travaux de l'OCDE⁷² ont montré qu'accroître l'efficacité des régimes d'insolvabilité constitue une politique structurelle particulièrement importante pour la détermination de la croissance agrégée de la PGF, dans la mesure où cela permet de réduire les obstacles à une sortie dans de bonnes conditions des entreprises défaillantes. Un environnement plus compétitif et plus favorable aux entreprises est également propice à une efficacité dynamique, des niveaux accrus de concurrence augmentant les incitations à innover, facilitant ainsi le progrès technologique. Les réformes structurelles tendent à réduire l'écart de productivité du travail entre les entreprises en pointe et les retardataires, car supprimer la protection et les barrières à l'entrée stimule la diffusion d'idées aux entreprises retardataires et encourage l'amélioration de la qualité de la gestion. Ces réformes pourraient également avoir d'importantes retombées, en particulier si elles

⁶⁹ Aghion (P.) et Howitt (P.), « *Joseph Schumpeter Lecture – Appropriate growth policy: A unifying framework* », *Journal of the European Economic Association* vol. 4, n° 2 et 3, mai 2006, p. 269-314.

⁷⁰ Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.), « *Market Regulations, Prices and Productivity* », *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 106, n° 5, mai 2016, p. 104-8.

⁷¹ Cf., par exemple l'article intitulé « *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

⁷² Andrews (D.), Criscuolo (C.) et Gal (P.N.), « *The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective* », *Hutchins Center Working Paper Series*, n° 24, septembre 2016.

sont concentrées dans les secteurs de services situés en amont et se traduisent par des économies en termes de coûts et d'efficacité pour les producteurs en aval. De par leur rôle, les conseils nationaux de la productivité nouvellement établis sont susceptibles de contribuer à favoriser les réformes améliorant la productivité dans les différents pays de la zone euro.

Le rôle des conseils nationaux de la productivité

Le 20 septembre 2016, le Conseil européen a recommandé l'établissement de conseils nationaux de la productivité dans l'UE. Ces conseils devraient être opérationnels d'ici mars 2018. La recommandation a été définie dans le rapport des cinq présidents⁷³, qui souligne l'importance de la convergence comme moyen d'améliorer et d'uniformiser la résilience des structures économiques européennes. Les conseils nationaux de la productivité devraient constituer un élément clé de la phase 1 de l'approfondissement de l'Union monétaire européenne, qui vise à renforcer le dispositif institutionnel actuel et à encourager une progression plus rapide des pays de la zone euro vers les meilleures pratiques, conduisant ainsi à une hausse de la performance agrégée.

La recommandation du Conseil précise que « ces conseils devraient analyser les évolutions dans le domaine de la productivité et de la compétitivité, y compris par rapport aux concurrents mondiaux, en tenant compte des particularités nationales et des pratiques établies ». Elle souligne également que les notions de productivité et de compétitivité devront être prises en considération de façon exhaustive, en prêtant attention à leurs déterminants de long terme tels que l'innovation et la capacité à attirer l'investissement, la qualité des entreprises et du capital humain et les facteurs de coût et autres que les coûts. La recommandation autorise différents types de dispositifs institutionnels (par exemple, les missions des conseils nationaux de la productivité pourront être menées à bien par des organes déjà existants), pour autant que certaines exigences minimales soient respectées concernant, en particulier, l'indépendance fonctionnelle, la rigueur analytique et la transparence.

Certains pays de la zone euro, comme la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la France et les Pays-Bas, disposent déjà d'organes accomplissant des missions de nature similaire à celles relevant des conseils de la productivité. S'il existe des différences selon les pays mentionnés, ces organes exercent toutefois généralement à la fois un rôle *ex ante* (en ce qu'ils évaluent les politiques proposées par le gouvernement correspondant) et un rôle *ex post* (ils surveillent la mise en œuvre de ces politiques).

Les conseils nationaux de la productivité devraient contribuer à la conception concrète de réformes structurelles améliorant la productivité et en favoriser l'appropriation nationale. Il apparaît fondamental d'améliorer au sein des différents pays de la zone euro la prise de conscience des bénéfices retirés des réformes structurelles et que les organes techniques indépendants contribuent à la conception de ces réformes et au suivi de leur mise en œuvre. Les conseils devraient également accentuer la coordination de la mise en œuvre des réformes structurelles au niveau de la zone euro. Afin d'atteindre cet objectif, la recommandation du Conseil propose un échange régulier de vues et de meilleures pratiques entre les conseils de la productivité des pays de la zone euro. Il est de plus également envisagé que les travaux et recommandations des conseils de la productivité puissent être assistés par la Commission au niveau supranational, dans le cadre du Semestre européen. Un important partage de l'information, l'échange des meilleures

⁷³ Juncker (J.-C.) *et al.*, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Commission européenne, 22 juin 2015.

pratiques et une compréhension approfondie des obstacles à une croissance plus forte de la productivité du travail et de la compétitivité devraient faciliter l'alignement de politiques servant au mieux les intérêts de l'Union européenne dans son ensemble et ciblant les besoins spécifiques au plan national.

6 Conclusion

Le ralentissement de la croissance de la productivité dans la zone euro depuis la crise économique et financière résulte probablement d'une combinaison de forces cycliques et tendancielle. Du point de vue cyclique, une incertitude accrue et des restrictions du crédit découlant de la crise persistante ont probablement constitué un frein à certaines activités innovantes et à la croissance des entreprises à productivité élevée, ralenti la réallocation des ressources des unités les moins productives vers les unités les plus productives et réduit la propension des entreprises à prendre des risques. Le fort ralentissement observé depuis la crise correspond néanmoins à une poursuite du ralentissement tendanciel de la croissance de la productivité du travail dans les économies avancées qui a commencé au milieu des années 1990.

Dans une perspective de plus long terme, la croissance de la productivité du travail dans la zone euro est faible depuis vingt ans au regard des normes internationales. Ce déficit reflète probablement des rigidités structurelles persistantes, comme une forte réglementation des marchés des biens et services et des marchés du travail, qui pèsent sur la croissance des entreprises et sur l'innovation dans la zone euro dans une plus large mesure que dans beaucoup d'autres économies avancées. Il existe aujourd'hui un nombre important et croissant de données soulignant les mécanismes et l'ampleur des contraintes administratives et bureaucratiques défavorables aux entreprises qui pèsent sur la croissance de la productivité du travail. Elle sont liées, entre autres, aux carences en termes de qualité des institutions et de la réglementation, aux obstacles à l'entrée et à la sortie des entreprises, aux limitations de la disponibilité du crédit, à la hausse des coûts liés au rééchelonnement de la dette, aux déficiences des systèmes d'exécution des contrats et à la conception de la législation relative à la protection de l'emploi.

Les réformes structurelles visant à doper la croissance de la productivité dans la zone euro sont particulièrement urgentes au vu du vieillissement de la population dans la zone et étant donné que les effets bénéfiques de telles réformes ne seront visibles dans leur intégralité qu'à moyen terme. Si la reprise économique se raffermirait, il est toutefois nécessaire de redynamiser le processus de réforme afin que le redressement cyclique se traduise par un renforcement de la croissance tendancielle de la productivité. Les réformes traitant les faiblesses institutionnelles clés telles que les goulets d'étranglement et l'inefficacité du système réglementaire, le manque d'efficacité et le gaspillage dans l'administration publique, l'insuffisance du contrôle de la corruption et les dysfonctionnements des systèmes judiciaires sont essentielles dans de nombreux pays de la zone euro. De meilleurs

mécanismes de rééchelonnement de la dette, incluant des processus judiciaires à l'efficacité améliorée et des mécanismes amiables, contribueraient à alléger la charge de la dette des entreprises productives viables, à faciliter la sortie des entreprises non viables et à ouvrir les marchés aux nouvelles start-ups. Dans de nombreux cas, ces réformes entraîneraient probablement des coûts économiques relativement bas à court terme, elles sont cependant fondamentales pour instiller la confiance, améliorer l'environnement des affaires et doper la productivité du travail. L'achèvement d'une union des marchés de capitaux fournirait également aux entrepreneurs et aux innovateurs des sources alternatives de financement pour des projets innovants. Enfin, renforcer les efforts visant à améliorer l'acquisition de compétences et la mobilité faciliterait la réallocation sectorielle et permettrait ainsi à tous les citoyens de bénéficier d'une accélération de la croissance économique.

En plaçant fermement la croissance de la productivité au cœur de la politique économique post-crise, les conseils nationaux de la productivité nouvellement créés pourraient accélérer la dynamique des réformes structurelles nécessaires afin de doper la croissance de la productivité dans la zone euro, de façon durable, au cours des prochaines décennies. Le succès des conseils nationaux de la productivité dépendra toutefois dans une large mesure de la volonté des divers agents impliqués d'entreprendre les réformes nécessaires.

2 Statistiques harmonisées sur les services de paiement dans l'espace unique de paiement en euros

Les statistiques annuelles relatives aux paiements établies par le Système européen de banques centrales (SEBC) ont récemment fait l'objet d'améliorations significatives. Ces modifications résultent de la nécessité de refléter les évolutions importantes intervenues sur le marché des paiements en Europe, notamment la mise en œuvre de l'Espace unique de paiement en euros (SEPA). Cet article présente les raisons qui sous-tendent les améliorations apportées aux statistiques relatives aux paiements et décrit les avancées en matière de déclaration et les progrès de l'harmonisation. Il fournit une vue d'ensemble des résultats des premières campagnes de production menées selon le nouveau dispositif de déclaration, et met l'accent sur les améliorations du niveau de détail, de la qualité, de la comparabilité et de la facilité d'utilisation de ces statistiques. En outre, l'article souligne la nécessité de poursuivre l'actualisation des obligations de déclaration afin de préserver la qualité des statistiques.

Introduction

Les statistiques relatives aux paiements répondent à deux objectifs principaux : (a) fournir une vue d'ensemble au grand public et aux parties prenantes concernées par les activités de paiement en Europe en ce qui concerne les volumes, les valeurs, les services, les fournisseurs et les systèmes ; et (b) étayer les décisions du SEBC en ce domaine par des informations statistiques pertinentes. Ces deux objectifs impliquent d'actualiser le cadre de déclaration pour prendre en compte l'évolution du marché des paiements. Un nouvel **acte juridique** ⁷⁴ adopté fin 2013 a donné lieu à des améliorations des statistiques européennes relatives aux paiements en leur imposant notamment de refléter les changements apportés par la mise en œuvre de la législation européenne associée, en particulier la **directive sur les services de paiement** ⁷⁵ (DSP). La nouvelle législation devait également mieux couvrir les innovations, particulièrement en ce qui concerne les canaux d'initiation de paiement. Les travaux doivent être poursuivis sur ces aspects compte tenu des évolutions technologiques et législatives en cours.

Afin d'améliorer le cadre juridique des statistiques européennes relatives aux paiements, une procédure structurée d'analyse des avantages et des coûts a été suivie, à laquelle ont participé les comités et groupes de travail compétents du SEBC, et s'est achevée par la décision finale du Conseil des gouverneurs de la

⁷⁴ Règlement (UE) n° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements (BCE/2013/43) (JO L 352, 24.12.2013, p. 18).

⁷⁵ Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE (JO L 319, 5.12.2007, p. 1). Cf. également le règlement (UE) n° 260/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 établissant des exigences techniques et commerciales pour les virements et les prélèvements en euros et modifiant le règlement (CE) n° 924/2009 (JO L 94, 30.03.2012, p. 22) – souvent dénommé « règlement SEPA ».

BCE en 2013. La procédure a été mise en place pour évaluer les avantages et les coûts de l'élaboration de statistiques du SEBC nouvelles ou améliorées, dans l'objectif de réduire au maximum la charge déclarative. Elle a été lancée en 2011, avant une refonte des statistiques existantes relatives aux paiements visant à refléter les nouvelles conditions, notamment celles créées par le SEPA. La procédure comportait un état des lieux, une évaluation des coûts et une évaluation des avantages, puis une comparaison des avantages et des coûts liés aux améliorations proposées. L'exercice de collecte d'informations a permis de recueillir des éléments du point de vue des déclarants, des collecteurs et des utilisateurs des données à l'échelle tant nationale qu'européenne ; il était destiné à soutenir l'élaboration d'une population de déclarants définie de façon appropriée et harmonisée, et de préparer l'évaluation des coûts en définissant plusieurs options relatives aux déclarations futures. L'évaluation des coûts a établi une distinction entre les coûts de réalisation et les coûts de fonctionnement, définis pour chaque acteur impliqué dans le processus de déclaration et chaque nouvelle information à déclarer. L'évaluation des avantages a conjugué des considérations quantitatives et qualitatives relatives à l'utilité et à la pertinence des données pour la réalisation des missions du SEBC. Les améliorations proposées (notamment les plus coûteuses) ont été ensuite réexaminées, en tenant compte de leurs avantages, afin de déterminer les changements effectifs à appliquer en suivant une approche soucieuse des coûts. Suite à l'analyse des avantages et des coûts, la population de déclarants a été élargie et le cadre de déclaration a été amélioré et harmonisé pour assurer une meilleure comparabilité, en particulier par des modifications méthodologiques et de nouvelles ventilations. Les améliorations contribuent à faire en sorte que les paiements effectués tant dans le SEPA que dans des formats nationaux fassent l'objet d'un suivi plus étroit et que les informations nouvelles relatives aux prestataires de services de paiement et aux services de paiement soient bien exposées. Ces améliorations sont analysées plus en détail dans les sections suivantes de l'article.

Le présent article étudie le processus ayant abouti aux statistiques améliorées actuelles, leur mise en place et les perspectives de nouvelles avancées. La deuxième section examine le cadre juridique récemment amélioré. La troisième section met l'accent sur les résultats des premières campagnes de production fondées sur la nouvelle méthodologie. La quatrième section propose des éléments de conclusion, en essayant d'imaginer la prochaine révision du cadre juridique des statistiques européennes relatives aux paiements.

Cadre juridique et améliorations récentes

Le cadre juridique pour l'élaboration des statistiques relatives aux paiements a été récemment amélioré suite à la réalisation par la BCE d'une analyse des avantages et des coûts. Jusqu'à l'année de référence 2013, ces statistiques étaient collectées sur la base du cadre de déclaration défini dans une [orientation de la](#)

BCE⁷⁶ adressée aux banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème.

En l'absence de données réelles, l'orientation permettait aux BCN d'élaborer les statistiques sur la base d'une obligation de moyens, à partir de sources de données externes⁷⁷. Les BCN pouvaient également fournir des estimations ou des données provisoires si les données réelles n'étaient pas disponibles.

Afin d'accroître la qualité et la comparabilité des données entre pays, et donc la facilité d'utilisation des statistiques, il a été jugé nécessaire d'harmoniser les obligations de déclaration et d'élargir la population déclarante à toutes les institutions concernées. En conséquence, à partir de l'année de référence 2014, les statistiques relatives aux paiements ont été collectées chaque année conformément au règlement BCE/2013/43, qui s'adresse à tous les prestataires de services de paiement et opérateurs de systèmes de paiement résidents dans la zone euro⁷⁸. Les prestataires de services de paiement (PSP) sont des institutions – définies dans la DSP – qui fournissent des services de paiement dans l'ensemble de l'Union européenne. Ils sont composés principalement des établissements de crédit, des sociétés de financement, des établissements de monnaie électronique et des établissements de paiement. Les opérateurs de systèmes de paiement (OSP) sont des entités juridiques juridiquement responsables de la gestion d'un système de paiement. Conformément aux dispositions du règlement, la BCE met à jour et publie une liste des établissements exerçant dans l'Union européenne une activité présentant un intérêt pour les statistiques relatives aux paiements. La liste rassemble l'ensemble des PSP et OSP résidents dans les pays de l'UE.

Les statistiques relatives aux paiements sont élaborées grâce à une collecte harmonisée des données gérées au niveau national par chaque BCN de l'UE.

Les PSP et les OSP déclarent les statistiques auprès de la BCN de l'État membre dont ils sont résidents. Les BCN agrègent ensuite les données et soumettent les statistiques nationales à la BCE. Cette dernière procède à l'agrégation au niveau final pour produire les données de la zone euro et de l'UE, et publie tous les ensembles de données.

Une collaboration étroite entre la BCE et les services statistiques des BCN est essentielle pour la production de statistiques de qualité. Durant les campagnes de production annuelles des statistiques relatives aux paiements, la BCE et les BCN

⁷⁶ Orientation de la Banque centrale européenne du 1^{er} août 2007 relative aux statistiques monétaires des institutions financières et des marchés de capitaux (refonte) (BCE/2007/9) (JO L 341, 27.12.2007, p. 1).

⁷⁷ Les règlements de la BCE relatifs à la collecte d'informations statistiques sont des actes juridiques destinés directement aux agents déclarants. Les orientations de la BCE relatives aux statistiques sont adressées aux BCN, leur imposant des obligations de déclaration statistique auprès de la BCE, sans effet juridique direct sur les agents déclarants et leur charge déclarative. Par conséquent, en l'absence de données réelles déjà disponibles à la BCN, des sources de données externes peuvent être utilisées. De ce fait, la couverture des statistiques collectées sur la base d'une orientation de la BCE peut varier d'un pays à l'autre en raison des différences entre populations déclarantes.

⁷⁸ Des obligations supplémentaires sont définies dans l'orientation BCE/2014/15 (modifiée), qui s'adresse aux BCN de la zone euro. Cf. 2014/810/UE : orientation de la Banque centrale européenne du 4 avril 2014 relative aux statistiques monétaires et financières (refonte) (BCE/2014/15) (JO L 340, 26.11.2014, p. 1). En outre, la recommandation BCE/2013/44 encourage les BCN des États membres dont la monnaie n'est pas l'euro à mettre en œuvre le cadre de déclaration défini dans le règlement. Cf. la Recommandation de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements (BCE/2013/44) (JO C 5, 9.1.2014, p. 1).

coopèrent étroitement *via* des interactions bilatérales et multilatérales, et la BCE s'assure du degré d'harmonisation nécessaire entre pays. En particulier, conformément au [Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE et aux procédures qu'elle met en œuvre pour garantir cette qualité](#), la BCE effectue un ensemble exhaustif de contrôles de la qualité des données déclarées par chaque BCN. Ces contrôles ont été développés et approuvés conjointement au sein du SEBC et ont trait à l'exhaustivité des données fournies et à la cohérence des statistiques. Les révisions des données déjà transmises sont également analysées et des tests de vraisemblance sont pratiqués pour détecter les valeurs aberrantes dans les données déclarées (c'est-à-dire des observations nettement supérieures ou inférieures aux autres observations de la série chronologique). Au cours de la production, les BCN disposent d'un temps suffisant pour traiter les problèmes détectés et corriger les données potentiellement incorrectes. Une analyse plus approfondie des statistiques est effectuée en dehors des campagnes de production régulières, lorsqu'on dispose de plus de temps pour un réglage fin des concepts liés aux aspects techniques de la déclaration ou à la méthodologie sous-jacente.

Résultats des premières campagnes de production annuelles fondées sur la nouvelle méthodologie

Par rapport au cadre de déclaration précédent, plusieurs modifications méthodologiques importantes – outre l'élargissement de la population déclarante – ont été introduites dans les statistiques améliorées. Globalement, la méthodologie utilisée pour les obligations existantes et nouvelles a été alignée sur les définitions de la législation pertinente de l'UE, notamment la DSP, la [directive relative à la monnaie électronique](#) ⁷⁹, le [règlement relatif aux statistiques de bilan des IFM](#) ⁸⁰ et le [règlement relatif au système européen de comptes \(SEC 2010\)](#) ⁸¹. Premièrement, afin de suivre les modifications apportées par le SEPA, un nouveau concept de résidence a été adopté : les nouvelles statistiques correspondent au remplacement de la localisation du payeur ou du terminal ⁸² par la résidence du PSP comme référence pour la déclaration. Cette évolution est conforme au principe selon lequel, dans le cadre du SEPA, les consommateurs, les entreprises et les administrations publiques peuvent effectuer avantageusement des paiements nationaux et transfrontaliers ⁸³ en euros *via* une institution unique et aux mêmes

⁷⁹ Directive 2009/110/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements, modifiant les directives 2005/60/CE et 2006/48/CE et abrogeant la directive 2000/46/CE (JO L 267, 10.10.2009, p. 7).

⁸⁰ Règlement (UE) n° 1071/2013 de la Banque centrale européenne du 24 septembre 2013 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (refonte) (BCE/2013/33) (JO L 297 du 7.11.2013, p. 1)

⁸¹ Règlement (UE) n° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (JO L 174, 26.6.2013, p. 1).

⁸² La localisation du terminal était destinée à donner une indication relative à la localisation du commerçant.

⁸³ Les paiements transfrontaliers sont définis comme des paiements dont le PSP du payeur et celui du bénéficiaire sont résidents de pays différents.

conditions, quelle que soit la localisation physique du payeur, du bénéficiaire ou du PSP concerné.

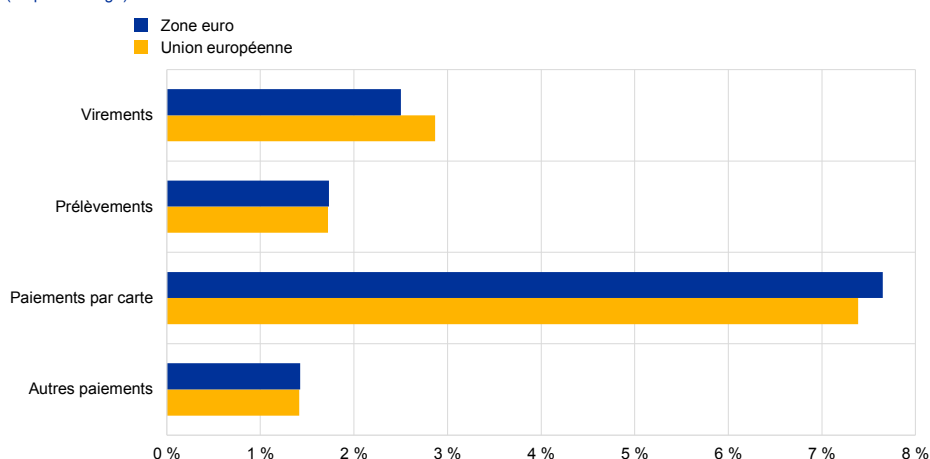
Les obligations renforcées permettent maintenant de distinguer les paiements impliquant uniquement des PSP nationaux de ceux impliquant également des PSP résidant hors du pays déclarant. De plus, pour toutes les grandes catégories de paiements émis, une ventilation par pays de contrepartie est requise lorsque la contrepartie appartient à l'Union européenne. Des informations relatives aux paiements transfrontaliers reçus sont aussi demandées. Cela permet de détecter les profils de paiements transfrontaliers dans le cadre du SEPA.

Les statistiques montrent que, dans l'Union européenne, la plupart des paiements sont encore effectués entre PSP résidents d'un même pays. En particulier, ainsi que le montre le graphique 1 ci-après, dans la zone euro, quelque 2,5 % des virements et 1,7 % des prélèvements initiés en 2015 ont été émis vers un compte détenu par un PSP résident d'un autre pays. Cela signifie que la grande majorité – plus de 97 % – étaient encore nationaux. Pour l'ensemble de l'Union européenne, ces proportions étaient de 2,9 % et 1,7 %, respectivement ; toutefois, les données ne sont pas disponibles pour tous les pays n'appartenant pas à la zone euro. Par rapport aux virements et prélèvements transfrontaliers, la part des paiements par carte transfrontaliers est plus élevée, tant dans la zone euro que dans l'Union européenne : 7,6 % des paiements par carte émis à partir de comptes détenus auprès de PSP de la zone euro étaient transfrontaliers ; s'agissant de l'ensemble de l'Union européenne, cette proportion est de 7,4 %. Quelque 92,5 % des paiements par carte dans l'UE étaient encore nationaux.

Graphique 1

Parts des paiements transfrontaliers dans la zone euro et dans l'Union européenne en 2015

(en pourcentage)



Source : BCE.

Note : La catégorie « autres paiements » recouvre les paiements en monnaie électronique, les chèques et les autres services de paiement, tels qu'ils sont définis dans la DSP.

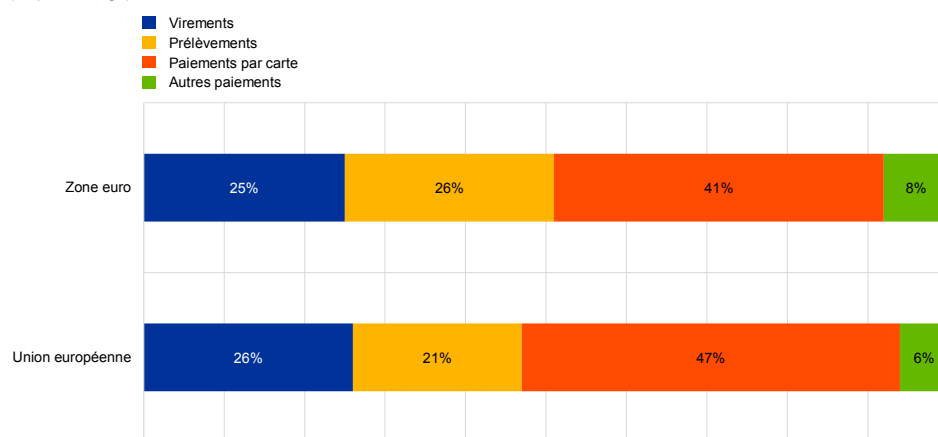
Globalement, les nouvelles statistiques montrent comment l'utilisation des cartes de paiement a progressé ces dernières années jusqu'à représenter près de la moitié des paiements scripturaux dans l'Union européenne. En particulier,

au cours de la période de cinq ans qui s'est achevée fin 2015, la proportion de paiements par carte est passée de 39 % à 47 % dans l'Union européenne et de 34 % à 41 % dans la zone euro⁸⁴. Par conséquent, les parts relatives des virements et des prélèvements ont diminué ; en 2015, elles étaient de 26 % et 21 %, respectivement dans l'Union européenne et de 25 % et 26 %, respectivement, dans la zone euro (cf. graphique 2), soit une baisse de quelques points de pourcentage en cinq ans.

Graphique 2

Parts relatives des services de paiement dans la zone euro et l'Union européenne en 2015

(en pourcentage)



Source : BCE.

Note : La catégorie « autres paiements » recouvre les paiements en monnaie électronique, les chèques et les autres services de paiement, tels qu'ils sont définis dans la DSP.

En outre, les nouvelles statistiques opèrent une distinction entre paiements SEPA et non-SEPA s'agissant des virements et des prélèvements. Une sous-catégorie intitulée « dont : non-SEPA » a été ajoutée afin de déclarer le nombre total de transactions et la valeur totale des transactions s'agissant des virements et des prélèvements. Ainsi il est possible de recueillir des informations sur les paiements réalisés à l'aide de produits ciblés, paiements *via* TARGET2 et paiements dans des devises autres que l'euro ; tous ces systèmes utilisent des normes non-SEPA. Plusieurs autres indicateurs nouveaux ont également été introduits, comme le montre le tableau ci-après.

⁸⁴ Les statistiques relatives aux paiements pour la période de cinq ans qui s'est achevée fin 2015 sont disponibles dans le [Statistical Data Warehouse](#) (Entrepôt de données statistiques).

Tableau

Vue d'ensemble des nouveaux indicateurs introduits dans le règlement BCE/2013/43 et l'orientation BCE/2014/15*

Groupe de rattachement de l'indicateur	Nouveaux indicateurs
Établissements proposant des services de paiement aux non-IFM**	Informations relatives au nombre de comptes de paiement et de comptes de monnaie électronique détenus par des établissements de crédit, des établissements de monnaie électronique et d'autres PSP Informations relatives à l'encours de monnaie électronique émise par des établissements de crédit et d'autres PSP Informations relatives au nombre d'établissements de paiement exerçant des activités transfrontalières dans le pays
Fonctions des cartes de paiement et dispositifs acceptant des cartes de paiement	Informations relatives au nombre de cartes permettant le stockage direct de monnaie électronique et de cartes donnant accès à la monnaie électronique stockée sur des comptes de monnaie électronique Informations relatives au nombre de terminaux de point de vente (TPV), avec une sous-catégorie relative aux terminaux de carte de monnaie électronique
Opérations de paiement impliquant des non-IFM	Ventilations géographiques concernant les virements, les prélèvements, les paiements par carte, les paiements en monnaie électronique, les chèques, les autres services de paiement et le total des paiements émis Informations relatives aux opérations transfrontalières (virements, prélèvements, paiements en monnaie électronique, chèques et autres services de paiement reçus) Informations relatives aux virements et prélèvements non-SEPA Informations relatives aux virements et prélèvements initiés dans un fichier/lot et sur la base d'un paiement unique ; informations relatives aux virements à l'aide de services bancaires en ligne Informations relatives aux paiements par carte initiés via un terminal de transfert électronique de fonds (TTEF) situé à un point de vente et initié à distance Informations relatives aux paiements en monnaie électronique à l'aide de cartes de monnaie électronique et de comptes de monnaie électronique Informations relatives aux transmissions de fonds et aux opérations exécutées au moyen d'un dispositif de télécommunication, numérique ou informatique
Opérations de paiement par type de terminal impliquant des non-IFM	Ventilations géographiques concernant les retraits et dépôts d'espèces aux GAB, les opérations aux TPV et les opérations de chargement et de déchargement de cartes de monnaie électronique Informations relatives aux paiements en monnaie électronique effectués à l'aide de cartes ayant une fonction monnaie électronique
Paielements traités par certains systèmes de paiement	Ventilations entre les paiements nationaux et transfrontaliers pour tous les services de paiement
Activités des PSP par type de service de paiement	Informations relatives aux paiements traités par différents types de PSP par type de service de paiement

* 2014/810/UE : Orientation de la Banque centrale européenne du 4 avril 2014 relative aux statistiques monétaires et financières (refonte) (BCE/2014/15) (JO L 340, 26.11.2014, p. 1).

** Les non-IFM sont des personnes physiques ou morales qui n'appartiennent pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM). Pour les besoins des statistiques relatives aux paiements, tous les PSP sont exclus du secteur des non-IFM.

L'harmonisation de la population déclarante et de la méthodologie sous-jacente dans les différents pays, rendue possible par le cadrage des obligations dans le règlement BCE, s'est traduite par une nette amélioration de la comparabilité et de la facilité d'utilisation des statistiques. En particulier, contrairement au précédent dispositif de déclaration, le règlement fournit une série complète de définitions des données à appliquer de manière similaire par tous les agents déclarants. Lorsque cela s'est avéré nécessaire, les comités et groupes de travail compétents du SEBC se sont accordés sur des précisions complémentaires. L'objectif est de garantir que la qualité des statistiques demeure élevée et que les chiffres nationaux seront utilisables pour des comparaisons entre pays en dépit de phénomènes propres à certains pays. À titre d'exemple, en Allemagne les prélèvements ponctuels initiés au moyen d'une carte de paiement (prélèvements électroniques qualifiés d'opérations du « système ELV ») étaient déclarés précédemment au titre des paiements par carte. Avec l'adoption du règlement BCE/2013/43, à compter de l'année de référence 2014, ces opérations ont été déclarées en tant que prélèvements, conformément au service de paiement

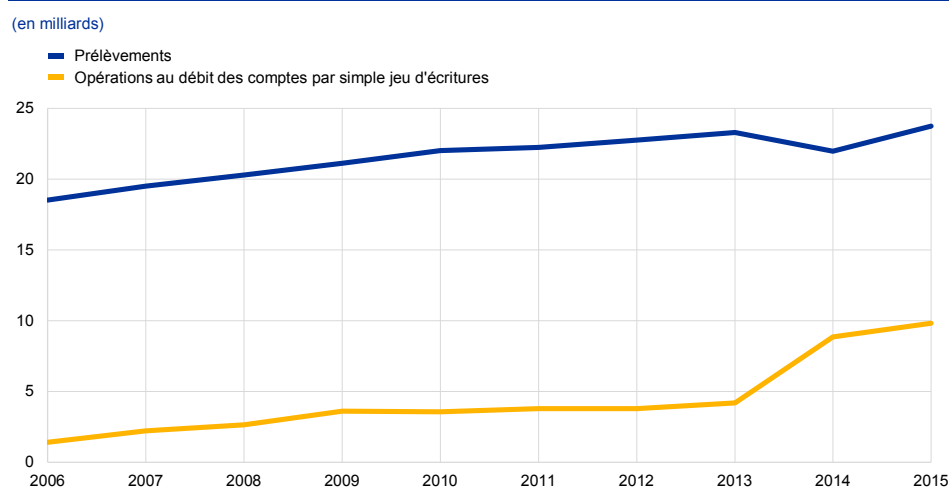
sous-jacent utilisé. Cette modification améliore la comparabilité des données d'un pays à l'autre.

Les nouvelles obligations ont amélioré de manière significative la qualité et la comparabilité globale des statistiques et les cas où des incohérences persistent dans un pays ou entre différents pays devraient bientôt être supprimés. Ces incohérences résultent essentiellement de la reclassification de certaines données. Les chiffres des virements, des prélèvements et des jeux d'écriture dans certains pays en offrent des exemples pertinents. Le graphique 3 ci-après montre l'impact de la reclassification des jeux d'écritures de la catégorie des prélèvements à « opérations au débit des comptes par simple jeu d'écritures » à compter de l'année de référence 2014, qui s'explique essentiellement par des modifications des déclarations mises en œuvre par les PSP allemands et autrichiens. Les simples jeux d'écritures sont des paiements initiés par un PSP sans ordre d'opération spécifique s'agissant du crédit ou du débit du compte d'un client en l'absence de recours à un instrument de paiement. Selon la DSP, il ne s'agit pas de services de paiement et ils ne figurent donc pas dans les catégories des virements et des prélèvements.

Ces incohérences résultent essentiellement de la reclassification de certaines données. Les chiffres des virements, des prélèvements et des jeux d'écriture dans certains pays en offrent des exemples pertinents. Le graphique 3 ci-après montre l'impact de la reclassification des jeux d'écritures de la catégorie des prélèvements à « opérations au débit des comptes par simple jeu d'écritures » à compter de l'année de référence 2014, qui s'explique essentiellement par des modifications des déclarations mises en œuvre par les PSP allemands et autrichiens. Les simples jeux d'écritures sont des paiements initiés par un PSP sans ordre d'opération spécifique s'agissant du crédit ou du débit du compte d'un client en l'absence de recours à un instrument de paiement. Selon la DSP, il ne s'agit pas de services de paiement et ils ne figurent donc pas dans les catégories des virements et des prélèvements.

Graphique 3

Nombre de prélèvements et d'opérations au débit des comptes par simple jeu d'écritures dans l'Union européenne



Source : BCE.

Enfin, on s'attend à ce que l'homogénéité et la fiabilité des données

s'améliorent au fil du temps. En réalité, différentes pratiques adoptées par les BCN ont été encore harmonisées grâce au dialogue permanent au sein de la communauté des banques centrales et avec les agents déclarants.

Prochain examen du cadre juridique défini par la BCE concernant les statistiques européennes relatives aux paiements

À mesure que les évolutions de nature technologique, réglementaire ou autre impacteront le paysage des paiements de masse, la collecte des données pourrait être réexaminée à intervalles réguliers et ajustée aux évolutions du marché pour préserver la qualité des statistiques. La nécessité d'améliorer en permanence la collecte statistique dans le champ des paiements se ressent au niveau mondial. La BCE et certaines BCN de l'Eurosystème contribuent activement aux travaux en cours au niveau mondial en leur qualité de membre du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM) de la Banque des règlements internationaux (BRI). Les questions de méthodologie et de définition font actuellement l'objet d'une analyse par les membres du CPIM, et une restructuration plus générale du format des statistiques sur les systèmes de paiement, de compensation et de règlement publiées par la BRI est en cours. Ce processus de restructuration et d'analyse inclut la suppression d'informations obsolètes et l'ajout de nouveaux indicateurs pertinents pour l'analyse d'un paysage aujourd'hui en perpétuelle évolution. Les paiements entrent dans le champ de cette étude, compte tenu notamment de l'importance élevée des avancées technologiques et des évolutions réglementaires du côté de la demande et de l'offre dans le secteur des paiements.

Encadré

Évolution de l'activité dans le domaine des services de paiement en Europe

Grâce aux nouvelles améliorations apportées aux statistiques relatives aux paiements, il sera possible d'un point de vue technologique d'appréhender des informations, dont voici des exemples notables (a) si un paiement par carte a été effectué avec contact ou en mode sans contact, (b) si un appareil mobile a été utilisé pour réaliser un paiement entre particuliers (P2P) ou du consommateur à l'entreprise (C2B), et (c) si le paiement a été effectué à l'aide d'une solution de paiement du commerce électronique. D'autres évolutions utiles que des statistiques relatives aux paiements améliorées pourraient contribuer à suivre sont celles ayant trait aux paiements instantanés, qui correspondent à des transferts immédiats ou quasi-immédiats de fonds réutilisables entre utilisateurs finaux, avec une accessibilité 24h/24, 7j/7 et 365j/an. Du point de vue réglementaire, la [directive révisée concernant les services de paiement \(UE/2015/2366\)](#)⁸⁵ (ou DSP2) a introduit deux nouveaux services de paiement, les services d'initiation de paiement et les services d'information sur les comptes, qui peuvent faire naître le besoin de collecter des informations supplémentaires auprès des prestataires de services de paiement.

Les modalités nouvelles ou existantes de réalisation des paiements doivent avant tout être sûres. L'amélioration des statistiques relatives aux paiements pourrait également aider la BCE et les banques centrales à suivre les niveaux de fraude au titre de leur mission de surveillance des instruments de paiement. La DSP2 a renforcé la nécessité de suivre la fraude et impose aux PSP

⁸⁵ Directive (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 2002/65/CE, 2009/110/CE et 2013/36/UE et le règlement (UE) n° 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE (JO L 337, 23.12.2015, p. 35).

de collecter et de déclarer les données relatives à la fraude s'agissant de différents moyens de paiement ⁸⁶.

En tout état de cause, les nouvelles améliorations des statistiques relatives aux paiements destinées à couvrir les évolutions indiquées précédemment devront tenir compte du calendrier pour que la DSP2 et les normes techniques de réglementation associées deviennent applicables et pour que les paiements instantanés harmonisés en euros deviennent accessibles aux utilisateurs finaux.

Comme c'était le cas lors de la dernière mise à jour du cadre statistique, chaque fois qu'un règlement relatif aux statistiques, nouveau ou comportant des améliorations substantielles, est introduit par la BCE, il est toujours précédé d'une évaluation systématique des avantages et des coûts associés à la collecte des nouvelles données ⁸⁷. Un examen du caractère approprié des obligations actuelles de déclaration, c'est-à-dire une évaluation *a posteriori*, fait également partie de la procédure. L'objectif est d'évaluer si les statistiques sont toujours pertinentes, en particulier si elles répondent bien aux besoins spécifiques des utilisateurs et aux nouvelles obligations. Au stade initial de la procédure la méthodologie existante peut également être mise à jour ⁸⁸. La mise en œuvre de nouvelles obligations supplémentaires s'accompagne d'un accroissement de la charge pesant sur les entreprises et doit donc être précédée d'une évaluation minutieuse et approfondie des avantages et des coûts associés.

Conclusions

Des évolutions importantes sur le marché européen des paiements ont rendu nécessaire la mise à jour des statistiques relatives aux paiements établies par le SEBC. Après une procédure destinée à évaluer les avantages et les coûts en 2011 et 2012, un nouveau règlement de la BCE concernant les statistiques relatives aux paiements a été introduit fin 2013. Ainsi, à compter de l'année de référence 2014, tous les prestataires de services de paiement et les opérateurs de systèmes de paiement résidant dans la zone euro ont été soumis à l'obligation de déclarer les informations figurant dans le règlement à la BCN de l'État membre dans lequel ils résident.

Au-delà de l'élargissement de la population déclarante, plusieurs obligations nouvelles et renforcées ont été ajoutées afin de préserver la qualité des

⁸⁶ À cet égard, il convient d'éviter les recoupements et les doublons dans les déclarations aux différentes autorités.

⁸⁷ Tout nouvel examen du cadre juridique sera précédé d'une procédure destinée à évaluer les avantages et les coûts avant qu'une décision soit prise quant à la mise en œuvre effective des modifications proposées.

⁸⁸ Par exemple, la définition des paiements par carte transfrontaliers utilisée dans les statistiques relatives aux paiements peut appeler des précisions pour tenir compte de la définition apportée par le règlement relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte. Cf. le règlement (UE) n° 2015/751 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte (JO L 123, 19.5.2015, p. 1).

statistiques. Les définitions et les concepts existants ont été clarifiés et alignés sur la législation européenne correspondante. La BCE et les BCN ont coopéré étroitement dans la réalisation de ces modifications.

Les nouvelles statistiques montrent que la qualité et la comparabilité des données se sont améliorées grâce à une plus grande harmonisation des déclarations entre pays et institutions. Toutefois, des incohérences persistent entre les différents pays. Elles font actuellement l'objet d'une analyse et des précisions complémentaires sont apportées. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que l'homogénéité et la fiabilité des données s'améliorent au fil du temps.

Afin de suivre le rythme des évolutions, de nature technologique, réglementaire ou autre, qui impactent le paysage des paiements en Europe, les obligations de déclaration statistique pourraient être réexaminées à intervalles réguliers.

Au-delà des statistiques européennes relatives aux paiements, la BCE et certaines BCN de l'Eurosystème contribuent également aux travaux liés à la mise à jour des statistiques sur les systèmes de paiement, de compensation et de règlement dans les pays du CPIM publiées par la BRI.

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	3,4	2,6	2,2	1,2	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 T1	0,8	0,2	0,2	0,5	1,3	0,6	1,0	1,9	1,1	0,4	0,0	2,1	0,0
T2	0,8	0,4	0,6	0,5	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
T3	0,8	0,9	0,5	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
T4	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 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	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
Mars	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	2,3	.	0,9	1,5

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.

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	2,5	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	3,7	-0,3
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,0	1,2	0,8
2016 T2	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,9	-0,1	0,3	-0,3
T3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	0,8	0,9	0,7
T4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,3	-1,1	2,9
2017 T1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	.	.	.
2016 Novembre	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,5	-1,0	1,5
Décembre	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,3	-1,1	2,9
2017 Janvier	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	3,2	0,5	5,1
Février	52,8	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,8	0,9	5,8
Mars	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,7	.	.	.
Avril	.	.	.	.	.	56,7	.	.	.	.	.	.

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 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
Mars	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00

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 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
Mars	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52

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 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
Mars	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2

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	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			TAE ³⁾					
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2016	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	6,00	6,35	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	1,81	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	1,75	2,24	1,78	
	2017	Janvier	0,07	0,48	0,42	0,76	6,35	16,62	5,05	5,87	6,23	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81
		Février ^(p)	0,07	0,48	0,40	0,76	6,42	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,78	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85

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 (TAE³⁾).

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	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	1,58	1,81	2,00	
	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	1,90	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	1,86	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	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,39	1,63	1,79
		Février ^(p)	0,06	0,10	0,54	2,65	2,58	2,78	2,35	1,76	1,76	1,71	1,19	1,41	1,52	1,76

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
Court terme														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1 247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016	Septembre	1 310	539	145	.	69	492	66	354	159	44	.	30	86
	Octobre	1 296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69
	Novembre	1 310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88
	Décembre	1 247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50
2017	Janvier	1 277	536	136	.	74	469	63	393	187	39	.	39	88
	Février	1 310	554	143	.	80	466	66	324	157	37	.	31	72
Long terme														
2014	15 136	4 051	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 244	3 784	3 286	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 261	3 647	3 197	.	1 134	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016	Septembre	15 187	3 678	3 142	.	1 098	6 631	638	217	52	46	.	29	84
	Octobre	15 217	3 674	3 170	.	1 104	6 628	641	239	56	61	.	22	92
	Novembre	15 279	3 667	3 177	.	1 130	6 664	641	216	43	64	.	26	76
	Décembre	15 261	3 647	3 197	.	1 134	6 643	641	163	45	77	.	13	25
2017	Janvier	15 317	3 651	3 206	.	1 136	6 687	638	302	100	72	.	15	107
	Février	15 331	3 668	3 202	.	1 138	6 684	640	221	72	39	.	10	88

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				
Encours											
2014	16 456,3	4 593,5	3 298,0	.	1 048,9	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 517,5	4 301,1	3 437,6	.	1 116,7	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	905,6	5 253,0
2016	16 507,7	4 166,0	3 335,3	.	1 194,8	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 017,9	5 472,5
2016	Septembre	16 496,8	4 216,8	3 286,8	.	1 167,0	7 122,4	703,9	6 593,0	427,5	872,2
	Octobre	16 513,4	4 203,6	3 315,1	.	1 175,5	7 111,9	707,3	6 665,7	479,2	907,7
	Novembre	16 589,3	4 203,5	3 329,4	.	1 199,8	7 150,4	706,1	6 651,0	482,3	952,8
	Décembre	16 507,7	4 166,0	3 335,3	.	1 194,8	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 017,9
2017	Janvier	16 594,8	4 187,0	3 341,9	.	1 209,7	7 155,7	700,5	7 015,2	542,3	1 016,0
	Février	16 640,5	4 222,0	3 344,6	.	1 218,0	7 149,7	706,1	7 199,0	539,0	1 024,3
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	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016	Septembre	0,0	-3,8	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7
	Octobre	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,3	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4
	Novembre	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0
	Décembre	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0
2017	Janvier	0,7	-2,0	-1,2	.	8,9	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1
	Février	1,1	-1,6	0,7	.	9,8	1,6	0,7	0,7	4,1	1,1

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	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 T2	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
T3	95,2	90,5	91,7	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
T4	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 T1	94,2	89,6	90,3	.	.	.	109,2	88,7
2016 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	89,3	89,9	–	–	–	108,8	88,3
Mars	94,4	89,8	90,4	–	–	–	109,2	88,6
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>					
2017 Mars	0,6	0,5	0,5	–	–	–	0,4	0,3
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>					
2017 Mars	0,4	0,3	-0,6	–	–	–	-0,7	-1,4

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 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
2017 T1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 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
Mars	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2017 Mars	0,8	-0,3	0,0	0,0	0,4	0,4	-0,5	1,5	0,8	0,5	0,4	0,4
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2017 Mars	2,0	-1,8	-0,1	-0,3	-0,5	-3,8	-0,1	10,9	1,8	2,6	-2,0	-3,7

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)													
2016	T1	22 214,0	23 223,8	-1 009,7	9 717,4	8 038,3	7 112,1	9 946,3	-29,2	4 738,4	5 239,2	675,3	13 420,1
	T2	22 791,7	23 620,8	-829,1	9 872,6	8 256,7	7 429,5	9 945,9	-62,1	4 829,9	5 418,2	721,8	13 576,8
	T3	23 035,1	23 792,8	-757,6	9 842,9	8 116,4	7 691,7	10 130,7	-62,5	4 836,0	5 545,7	727,0	13 576,9
	T4	23 577,7	24 207,2	-629,5	10 237,5	8 397,5	7 885,1	10 285,6	-55,1	4 802,6	5 524,1	707,7	13 558,8
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2016	T4	219,5	225,4	-5,9	95,3	78,2	73,4	95,8	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
Flux													
2016	T1	409,5	359,8	49,6	124,8	74,5	132,4	28,3	29,0	122,3	257,0	1,0	-
	T2	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
	T3	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
	T4	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2016	Septembre	-70,3	-126,8	56,5	-5,5	-56,0	11,7	5,5	3,7	-86,9	-76,3	6,8	-
	Octobre	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
	Novembre	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
	Décembre	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017	Janvier	379,1	367,4	11,8	108,2	91,3	43,6	31,2	2,3	230,2	244,9	-5,1	-
	Février	189,8	193,0	-3,2	95,1	95,3	53,8	-19,3	5,0	34,0	117,0	2,0	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2017	Février	1 137,1	786,2	350,9	438,4	285,0	409,7	-58,5	0,9	275,6	559,7	12,5	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2017	Février	10,6	7,3	3,3	4,1	2,7	3,8	-0,5	0,0	2,6	5,2	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 intellect- uelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2014	10 135,9	9 776,3	5 632,2	2 125,5	1 988,4	1 000,4	600,0	383,1	30,2	359,5	4 532,9	4 173,3
2015	10 460,7	9 986,7	5 743,3	2 164,7	2 066,0	1 019,2	633,3	408,4	12,8	474,0	4 831,7	4 357,7
2016	10 740,9	10 259,0	5 877,0	2 221,7	2 161,2	1 055,4	660,9	439,7	-0,9	481,9	4 905,4	4 423,5
2016 T1	2 660,8	2 534,0	1 454,6	551,3	526,6	259,7	162,4	103,2	1,5	126,8	1 200,1	1 073,3
T2	2 672,0	2 548,8	1 462,9	553,7	534,4	260,3	163,6	109,2	-2,3	123,1	1 215,4	1 092,3
T3	2 688,5	2 563,8	1 469,8	556,4	535,5	264,6	165,4	104,1	2,1	124,7	1 224,3	1 099,5
T4	2 712,5	2 608,7	1 484,7	560,2	557,8	267,4	166,9	122,2	6,0	103,9	1 258,9	1 155,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2016	100,0	95,5	54,7	20,7	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,5	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2016 T1	0,6	0,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,1	1,5	-	-	0,3	-0,1
T2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,1	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,3	1,5
T3	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,2	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,1
T4	0,5	1,4	0,5	0,5	3,3	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,8	3,9
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,8	2,2	2,0	1,9	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	2,9	4,0
2016 T1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,0	4,1	1,4	-	-	2,4	3,4
T2	1,6	2,3	1,9	2,1	3,8	1,9	5,2	6,2	-	-	2,5	4,1
T3	1,8	1,8	1,8	1,7	2,4	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,7	2,9
T4	1,8	2,5	1,9	1,6	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,5
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2016 T1	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1	-	-
T2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	-	-
T3	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
T4	0,5	1,3	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,3	-0,8	-	-
<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	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 T1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	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	1,8	1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-	-
T4	1,8	2,4	1,0	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,0	-0,6	-	-

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	9 101,6	150,0	1 777,3	461,1	1 711,3	415,8	461,5	1 044,9	979,3	1 778,8	321,4	1 034,3
2015	9 388,9	150,6	1 886,9	466,7	1 766,5	429,1	459,8	1 062,8	1 022,0	1 817,7	326,8	1 071,8
2016	9 632,6	145,7	1 925,4	486,5	1 820,5	444,6	452,5	1 090,6	1 064,6	1 865,7	336,5	1 108,3
2016 T1	2 387,2	36,1	478,8	120,2	450,1	109,8	113,8	269,8	262,7	462,3	83,5	273,6
T2	2 396,2	35,9	476,9	120,8	452,8	110,8	113,0	271,8	265,4	465,0	83,9	275,7
T3	2 410,8	36,2	480,9	121,7	455,2	111,4	113,0	273,3	267,1	467,7	84,2	277,7
T4	2 431,5	37,3	486,0	123,3	460,5	112,3	112,6	275,5	268,9	470,4	84,7	281,1
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	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	-1,2	0,4	1,1	1,0	0,9	1,0	0,3	0,8	0,4	0,5	0,1
T2	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,4	1,2	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,2	0,5
T3	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,6
T4	0,5	0,1	0,7	0,8	0,7	0,5	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,6
<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	2,9	-0,4	0,8	2,9	1,0	0,0	3,2
2016	1,7	-2,0	1,5	1,9	2,4	3,3	0,3	1,0	3,0	1,1	1,3	2,5
2016 T1	1,5	-1,8	1,7	1,4	2,3	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
T2	1,6	-1,8	1,2	1,5	2,3	3,0	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
T3	1,7	-2,2	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
T4	1,8	-2,6	2,0	2,3	2,5	4,0	0,4	1,1	2,6	1,1	1,4	1,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016 T1	0,6	0,0	0,1	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	0,5	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	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	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	1,6	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	1,8	0,0	0,4	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	Travailleurs indépendants	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	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
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
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
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	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 T1	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
T2	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
T3	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
T4	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
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	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
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	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 T1	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
T2	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
T3	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
T4	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
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	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 T1	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
T2	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
T3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
T4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

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 po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation 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	18,635	11,6	6,1	15,215	10,4	3,420	23,7	9,929	11,5	8,706	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,189	11,0	1,5
2016	161,974	4,3	16,226	10,0	5,0	13,275	9,0	2,951	20,9	8,471	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 T1	161,014	4,5	16,629	10,3	5,2	13,616	9,2	3,012	21,5	8,713	10,0	7,916	10,6	1,7
T2	161,849	4,5	16,424	10,1	5,1	13,432	9,1	2,992	21,1	8,530	9,8	7,894	10,5	1,7
T3	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,164	8,9	2,919	20,6	8,381	9,6	7,702	10,3	1,6
T4	162,570	4,2	15,767	9,7	4,9	12,887	8,7	2,880	20,4	8,261	9,4	7,506	10,0	1,7
2016 Septembre	-	-	15,995	9,9	-	13,104	8,8	2,891	20,4	8,352	9,6	7,643	10,2	-
Octobre	-	-	15,839	9,8	-	12,967	8,7	2,871	20,3	8,301	9,5	7,538	10,1	-
Novembre	-	-	15,807	9,7	-	12,895	8,7	2,912	20,6	8,299	9,5	7,508	10,0	-
Décembre	-	-	15,656	9,6	-	12,799	8,6	2,856	20,2	8,182	9,4	7,473	10,0	-
2017 Janvier	-	-	15,579	9,6	-	12,791	8,6	2,788	19,8	8,130	9,3	7,449	9,9	-
Février	-	-	15,439	9,5	-	12,717	8,6	2,722	19,4	8,053	9,2	7,386	9,8	-

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						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	Énergie								
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	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,6	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,0	1,9	0,3	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 T2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,7	-0,1	-2,4	1,8	0,6	2,7	2,2	8,5
T3	1,0	1,2	1,6	0,9	1,2	-0,5	3,1	-0,2	1,3	1,3	1,4	2,4	6,4
T4	2,3	1,8	2,4	1,7	1,1	5,3	2,2	3,3	2,2	1,6	3,0	1,3	4,1
2017 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,8
2016 Octobre	0,8	0,5	0,9	1,2	-0,7	2,0	1,6	2,6	2,9	2,3	3,8	1,4	4,2
Novembre	3,3	2,9	3,0	3,3	2,4	6,2	0,8	2,4	2,5	1,7	3,5	2,1	4,5
Décembre	2,7	1,9	3,7	0,5	1,8	7,4	3,3	4,9	1,3	0,8	1,9	0,4	3,4
2017 Janvier	0,2	-0,8	0,7	-1,7	-2,5	7,8	-5,1	3,0	1,5	1,1	1,9	1,5	3,7
Février	1,2	0,9	2,0	1,2	-1,9	2,4	7,1	5,5	1,8	0,8	2,4	0,5	4,8
Mars	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Octobre	0,2	0,0	-0,2	1,3	-0,8	1,0	0,5	1,9	1,2	0,2	2,5	-0,7	-3,7
Novembre	1,5	1,6	2,0	0,3	1,7	1,2	1,0	0,5	-0,2	-0,5	-0,2	0,4	2,4
Décembre	-1,1	-1,1	-0,1	-2,7	0,1	-1,1	-0,3	3,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	2,2
2017 Janvier	0,3	0,1	-0,8	1,6	-1,1	2,0	-2,4	-2,8	0,1	-0,1	0,0	1,2	0,8
Février	-0,3	0,2	1,0	0,9	-1,0	-4,7	6,9	1,4	0,7	0,7	0,9	-0,9	0,7
Mars	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3

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 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
2017 T1	107,9	1,1	.	-5,4	-11,0	2,0	13,1	.	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 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	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
Mars	107,9	1,2	-	-5,0	-9,9	1,8	12,7	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Avril	.	.	-	-3,6	.	.	.	-	56,8	58,0	56,2	56,7

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- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pour- centage 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	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	130,0	2,2	-0,4	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	1,0	2,7	1,0	33,0	4,9	131,2	2,5	6,8	1,4
2015	12,3	94,1	1,8	2,1	2,5	3,2	2,3	34,5	6,6	133,6	3,9	2,8	2,1
2016 T1	12,3	93,5	2,4	2,0	3,9	2,0	3,1	34,1	6,8	132,7	3,6	4,3	1,9
T2	12,5	93,6	2,4	2,4	6,6	3,2	3,6	33,9	7,0	133,9	3,7	3,8	2,0
T3	12,5	93,5	1,6	2,3	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,6	3,6	3,8	1,9
T4	.	.	1,1	2,1	5,6	4,2	4,4	33,9	7,4	133,1	3,3	8,0	1,8

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
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 T1	887,3	793,3	94,0	516,1	424,1	196,8	177,2	148,6	135,1	25,8	57,0	9,4	11,0
T2	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
T3	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
T4	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2016 Septembre	303,5	271,9	31,6	176,4	143,6	66,4	59,8	51,5	45,7	9,1	22,8	2,4	1,9
Octobre	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
Novembre	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
Décembre	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 Janvier	313,0	286,8	26,1	182,8	157,3	67,2	63,5	53,9	42,9	9,1	23,1	2,0	2,2
Février	314,2	276,3	37,9	186,7	157,2	68,5	59,0	50,2	45,9	8,8	14,2	2,8	1,6
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2017 Février	3 654,4	3 294,2	360,2	2 129,5	1 760,8	790,4	740,9	627,0	547,5	107,5	244,9	31,4	30,5
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2017 Février	34,0	30,7	3,4	19,8	16,4	7,4	6,9	5,8	5,1	1,0	2,3	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 : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :	
			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	503,3	233,7	104,9	151,2	422,8	438,1	240,2	72,3	117,1	327,4	37,2
T2	0,0	-3,6	505,1	231,6	106,2	153,6	425,5	432,9	237,2	72,1	115,8	321,9	41,8
T3	-0,1	-1,9	508,9	237,1	103,3	154,4	426,6	442,5	243,6	72,0	117,0	327,2	43,8
T4	2,2	2,2	524,6	244,1	108,3	157,3	439,1	459,7	255,7	74,1	118,8	334,1	50,2
2016 Septembre	2,3	-1,4	170,2	79,9	34,5	51,5	142,7	147,2	81,3	23,7	38,9	108,5	14,2
Octobre	-4,5	-2,9	170,2	79,0	34,7	51,4	141,6	150,4	82,8	24,9	39,4	110,4	16,1
Novembre	5,5	5,2	175,6	82,3	35,1	53,2	146,9	153,5	86,0	24,2	39,7	111,8	16,4
Décembre	6,0	4,6	178,8	82,9	38,6	52,7	150,6	155,8	86,9	25,0	39,7	111,9	17,7
2017 Janvier	12,8	17,0	177,2	84,8	34,8	53,1	146,2	161,5	92,8	25,9	39,4	113,8	20,8
Février	4,4	5,3	177,9	.	.	.	148,9	158,7	.	.	.	112,0	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>													
2016 T1	-0,7	2,9	117,8	115,9	116,2	121,6	116,8	110,0	110,5	106,7	110,5	111,5	110,9
T2	2,4	5,0	118,1	114,3	117,8	124,0	117,9	108,1	107,0	106,2	111,4	111,1	99,7
T3	0,7	1,6	118,1	116,0	113,5	124,1	117,3	109,0	107,9	106,0	111,5	112,0	100,6
T4	1,3	0,6	120,2	117,9	117,9	124,8	119,7	109,5	108,5	106,1	111,3	112,0	105,2
2016 Août	9,5	7,7	119,5	116,8	115,3	126,1	118,9	109,5	108,3	109,0	111,7	113,2	99,0
Septembre	2,8	1,0	118,6	117,3	113,7	124,4	117,9	108,5	107,7	103,9	111,1	111,3	97,4
Octobre	-4,9	-2,3	117,9	115,1	113,8	124,1	116,7	109,2	107,7	108,2	111,9	112,4	103,7
Novembre	4,7	4,6	120,8	119,6	115,2	125,9	120,1	110,8	110,8	105,2	111,7	113,0	108,2
Décembre	4,6	-0,3	121,9	118,9	124,8	124,3	122,3	108,6	107,1	104,8	110,4	110,7	103,7
2017 Janvier	8,9	6,2	119,6	119,8	113,3	123,8	117,8	109,8	110,9	108,2	107,1	111,2	112,8

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											Total, hors produits alimentaires et énergie	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 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	1,1	0,0	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	0,2	0,8	0,3
2017 T1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 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	0,0	-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	0,0	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	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
Mars	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7

	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 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	
2017 T1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
2016 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	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8	
Mars	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8	

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).

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 ¹⁾										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires					
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	1,4
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	0,4	3,3	5,4
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,2	2,8	5,4
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	3,1
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,4	3,4	8,8
T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3
2016 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	1,1	1,7	0,0	3,8	-	-	-
2017 Janvier	104,8	3,9	3,7	1,5	2,2	0,7	1,5	2,1	0,2	10,5	-	-	-
Février	104,8	4,5	4,4	2,1	3,3	0,8	1,7	2,5	0,2	11,4	-	-	-

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) Ventes domestiques uniquement.

2) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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 (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
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	0,4	0,8	0,8	-1,3	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 T2	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,4	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
T3	106,7	0,9	0,6	0,3	0,8	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
T4	107,2	0,8	0,9	0,7	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 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	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3

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 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
2017 T1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,0	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 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	6,3	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1
Mars	9,8	5,2	6,1	-2,9	14,9	68,1	56,8	55,6	52,2
Avril	.	.	.	.	.	67,4	57,2	55,6	52,0

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	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 T1	98,9	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7	1,4
T2	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
T3	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
T4	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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 restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assurance	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												
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,6	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,3	1,0	-2,3	1,0	0,6	0,7	0,6	3,5	1,8	1,1	1,9
2016	105,7	0,8	2,3	0,1	-0,4	0,6	0,1	1,1	4,0	1,2	1,6	1,7
2016 T1	105,5	1,0	1,1	0,3	-0,1	0,7	0,9	1,2	4,4	2,1	1,6	2,7
T2	105,6	0,9	2,0	0,2	-0,5	1,0	0,3	1,4	3,7	0,9	1,6	1,5
T3	105,9	0,8	2,4	0,5	-0,8	0,6	-0,5	1,1	3,7	0,7	1,6	1,4
T4	106,2	0,9	4,0	-0,3	-0,2	0,5	-0,2	0,7	4,2	1,5	1,6	1,4
Rémunération par tête												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 T1	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
T2	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
T3	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
T4	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Productivité par personne employée												
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	0,4	4,1	-0,2	0,9	1,7	0,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,9
2016	103,4	0,5	-1,5	1,0	1,8	0,7	1,1	0,3	-0,6	0,1	-0,1	0,4
2016 T1	103,3	0,3	-0,4	1,0	1,4	0,6	0,3	0,5	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6
T2	103,2	0,2	-1,0	0,6	1,8	0,3	0,9	-0,4	-0,2	0,4	-0,3	0,2
T3	103,5	0,5	-2,1	0,7	2,3	0,6	1,6	0,5	-0,8	0,4	0,0	0,9
T4	103,7	0,6	-2,8	1,6	1,8	0,9	1,5	0,6	-0,7	0,1	0,1	1,1
Rémunération par heure travaillée												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 T1	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
T2	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
T3	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
T4	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Productivité horaire du travail												
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,8	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,9	-0,6	3,7	-0,9	1,1	0,6	-0,1	-1,4	-0,3	-0,1	-0,9
2016	105,7	0,6	-1,8	0,9	2,0	0,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	0,2	0,7
2016 T1	105,3	0,3	-1,8	0,7	1,0	0,5	0,0	0,3	-0,7	-1,0	0,0	-0,3
T2	105,1	0,2	-2,0	0,3	1,6	0,2	0,7	-1,1	-0,9	-0,1	0,2	0,4
T3	105,6	0,8	-1,9	0,8	2,6	0,6	2,0	0,5	-0,3	0,8	0,5	1,5
T4	106,0	0,9	-2,3	1,4	2,8	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,5	0,2	1,5

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						Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
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	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
2016 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	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
2017 Janvier	1 081,8	6 154,9	7 236,7	1 329,9	2 178,1	3 508,0	10 744,7	75,1	515,5	98,2	688,9	11 433,6
Février ^(p)	1 086,2	6 208,6	7 294,8	1 326,1	2 178,0	3 504,1	10 798,9	66,8	507,1	98,7	672,6	11 471,5
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	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	42,3	17,6	55,7	545,1
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	162,6	-65,5	3,4	-62,1	100,5	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,8
2016 Septembre	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,1	8,1	39,1
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	46,5	44,4	-27,7	3,9	-23,8	20,6	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,8
2017 Janvier	8,7	41,5	50,3	11,6	2,2	13,8	64,1	4,8	-6,0	1,1	-0,1	64,0
Février ^(p)	4,3	50,3	54,6	-4,4	-0,1	-4,6	50,0	-8,4	-8,4	0,3	-16,6	33,5
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	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	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	13,6	5,9	5,1
T4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2016 Septembre	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,6	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	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2017 Janvier	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,9	12,0	7,3	4,8
Février ^(p)	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,3	8,1	6,8	3,5	4,7

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	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	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	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	196,5	380,6
2016 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	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	196,5	380,6
2017 Janvier	2 099,5	1 677,2	299,3	116,0	7,0	6 087,9	3 438,6	636,1	2 010,5	2,7	963,1	194,6	392,9
Février ^(p)	2 120,5	1 695,9	301,8	116,0	6,8	6 112,3	3 469,4	628,0	2 012,0	2,8	959,5	195,4	391,9
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	30,4	-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	29,2	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,7	-10,0	-4,9
2016 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	-8,9	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,4
2017 Janvier	46,0	42,4	6,2	-1,0	-1,6	38,9	39,5	-7,3	5,6	1,0	-35,3	-1,8	12,3
Février ^(p)	19,5	17,2	2,5	0,0	-0,2	23,3	30,3	-8,7	1,5	0,1	-5,7	0,7	-0,5
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 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	7,1	10,5	-5,4	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,8	0,9	-19,6	-1,0	-13,5	5,6
Février ^(p)	7,6	10,9	-4,6	-0,5	-26,6	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,4	-2,0	-15,4	5,3

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	Titres de créance		
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	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	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	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	112,5	1 385,2	786,2
2016 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	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	112,5	1 385,2	786,2
2017 Janvier	4 388,7	1 087,3	3 287,7	12 886,4	10 696,3	10 995,5	4 316,3	5 422,6	842,8	114,6	1 404,0	786,1
Février ^(p)	4 405,0	1 073,2	3 318,0	12 916,1	10 719,6	11 011,8	4 323,0	5 443,4	841,6	111,6	1 403,6	792,9
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	458,8	-34,9	493,6	318,4	232,5	251,0	81,6	119,3	42,7	-11,1	80,6	5,2
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	173,6	81,0	60,9	62,0	19,7	34,8	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 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	29,9	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	77,0	0,6	-10,4	11,4	-12,4	8,7	-3,2	-3,5	4,3	6,7
2017 Janvier	16,2	5,3	10,5	54,2	31,0	24,8	18,4	14,5	-4,0	2,1	19,5	3,7
Février ^(p)	8,0	-13,0	20,9	23,4	19,9	12,5	5,1	19,9	-2,2	-3,0	-1,2	4,7
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	2,3	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	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 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	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 Janvier	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,8	2,4	4,5	-8,6	7,1	2,6
Février ^(p)	9,8	-3,9	15,1	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	3,8	-11,4	6,7	3,6

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	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	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	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	750,3
2016 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	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	750,3
2017 Janvier	4 316,3	4 310,3	1 012,2	798,1	2 506,0	5 422,6	5 743,3	620,7	4 052,2	749,8
Février ^(p)	4 323,0	4 314,7	1 010,6	796,8	2 515,6	5 443,4	5 756,7	623,5	4 072,3	747,7
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	81,6	96,9	-17,5	45,2	54,0	119,3	111,2	23,7	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	29,5	-9,4	8,5	20,6	34,8	29,6	9,0	31,4	-5,6
2016 Septembre	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Octobre	16,0	11,3	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	-29,4	0,7	16,3	8,7	9,1	2,4	10,8	-4,5
2017 Janvier	18,4	13,2	15,9	2,0	0,6	14,5	19,1	4,6	9,9	0,0
Février ^(p)	5,1	2,7	-1,8	-1,1	8,1	19,9	12,3	1,7	18,6	-0,5
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	2,3	2,0	4,0	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	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2016 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	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2017 Janvier	1,8	2,3	-1,8	5,5	2,1	2,4	2,2	4,6	2,8	-1,2
Février ^(p)	1,5	2,0	-2,1	4,0	2,3	2,4	2,3	4,1	2,9	-1,3

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)

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	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	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
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	1 343,8	264,9	205,9	135,6
2016	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2016 T1	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 293,8	293,1	247,1	152,1
T2	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 292,4	296,8	238,0	144,0
T3	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 196,1	284,6	209,2	129,1
T4	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2016 Septembre	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 196,1	284,6	209,2	129,1
Octobre	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 138,4	295,1	193,0	133,7
Novembre	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 108,9	294,7	194,7	121,3
Décembre	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2017 Janvier	302,8	6 875,2	2 037,8	69,8	2 127,8	2 639,8	1 110,9	225,5	176,5	106,3
Février ^(p)	295,1	6 921,5	2 026,3	69,6	2 129,3	2 696,3	1 101,4	265,5	171,4	104,4
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	-86,5	-15,1	21,4	-4,0
2016	30,2	-148,1	-72,5	-9,1	-120,6	54,1	-282,6	-67,4	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	-66,6	3,2	-9,2	-8,1
T3	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-98,2	-12,2	-19,2	-13,7
T4	5,8	-24,8	-20,8	-2,6	-17,3	16,0	-43,0	-92,4	-0,2	-7,5
2016 Septembre	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-10,2	-17,2	3,4	-4,3
Octobre	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-53,2	-8,1	-13,1	4,7
Novembre	-27,6	-10,3	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-12,5	-28,6	1,7	-12,4
Décembre	20,3	-15,4	-7,8	-1,3	-3,3	-2,9	22,7	-55,6	11,2	0,3
2017 Janvier	-15,6	-27,5	-10,3	-0,8	-5,5	-10,8	2,6	-52,1	-28,3	-14,7
Février ^(p)	-8,2	11,7	-12,7	-0,2	-6,7	31,4	-44,0	49,6	-5,1	-2,0
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	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	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	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2016 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	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2017 Janvier	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,6	-	-	-12,2	-23,8
Février ^(p)	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-4,0	2,7	-	-	-25,7	-25,7

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
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
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,7
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4
T2	-1,8	.	.	.	.	0,5
T3	-1,8	.	.	.	.	0,5
T4	-1,5	.	.	.	.	0,7

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	
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 T1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9
T2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
T3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
T4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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	IFM	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,7	30,3	41,4	9,0	80,2	17,6	29,5	42,1	87,1	2,1
2016 T1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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				Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres			
				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
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	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,1	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5
2016 T1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3
T2	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
T3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
T4	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	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	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 T4	14,8	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 T1	15,1	13,2	4,7	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
T2	15,0	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
T3	14,5	12,7	4,0	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Octobre	14,5	12,7	3,8	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Novembre	14,6	12,8	4,3	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Décembre	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Janvier	14,5	12,7	4,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
Février	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,1	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
Mars	14,4	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,1

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										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 T1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3	
T2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3	
T3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0	
T4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
Dettes des administrations publiques										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 T1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4	
T2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5	
T3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6	
T4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 T1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
T2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
T3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
T4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Dettes des administrations publiques										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 T1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
T2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
T3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
T4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

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).

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 26 avril 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-17-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général