



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2017



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	16
5 Monnaie et crédit	19
Encadrés	23
1 L'élargissement de la croissance économique dans la zone euro	23
2 Les cycles financiers et la macroéconomie	28
3 L'ajustement des salaires et l'emploi en Europe : quelques résultats tirés de l'enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (<i>Wage Dynamics Network</i> – WDN)	32
4 Le rôle des effets de base liés à l'énergie dans l'évolution de l'inflation à court terme	39
5 Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution des anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels ?	42
Article	46
1 La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle	46
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les décisions de politique monétaire prises en décembre 2016 ont permis de préserver les conditions de financement très favorables qui sont indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages continuent de bénéficier des répercussions des mesures de la BCE. Comme attendu, l'inflation totale s'est accélérée récemment, en grande partie en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent faibles. Le Conseil des gouverneurs continuera de faire abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'IPCH lorsque celles-ci sont considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Les indicateurs mondiaux disponibles font état de la poursuite d'un léger rebond de l'activité mondiale et de la croissance des échanges commerciaux vers fin 2016. Dans le même temps, les conditions financières mondiales se sont durcies et les économies de marché émergentes ont dû faire face à des sorties de capitaux. L'inflation mondiale totale a augmenté, en liaison avec l'atténuation des contributions négatives des prix de l'énergie. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse et sont principalement liés à l'incertitude politique et aux déséquilibres financiers.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2016, les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont légèrement diminué et la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas pour les échéances à moyen terme. Les prix des actions des sociétés non financières ont augmenté et les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises ont diminué. Le taux de change de l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

La croissance de l'activité dans la zone euro se poursuit et se renforce, soutenue essentiellement par la demande intérieure. Dans la période à venir, la croissance économique devrait continuer de se renforcer. Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE soutiennent la demande intérieure et facilitent le processus en cours de désendettement. Les conditions de financement très favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser la reprise de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, soutient la consommation privée au travers des hausses du revenu disponible réel des ménages. Dans le même temps, certains signes indiquent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la

lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

Selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,1 % en décembre 2016, en hausse après 0,6 % en novembre. Cette évolution traduit principalement une forte augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait continuer de s'accélérer à court terme, reflétant essentiellement l'évolution du rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient toutefois progresser plus graduellement à moyen terme, confortées par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

Bien que l'évolution du crédit bancaire continue de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit et l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 créent des conditions d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages et stimulent, ainsi, les flux de crédits dans la zone euro. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro menée au quatrième trimestre 2016 montre, globalement, une stabilisation des critères d'octroi de crédits aux entreprises, alors que la demande de prêts a poursuivi son expansion à un rythme soutenu pour l'ensemble des catégories de prêts. La croissance des prêts au secteur privé a donc poursuivi son redressement progressif. De plus, le coût nominal total du financement externe pour les sociétés non financières devrait, selon les estimations, avoir légèrement diminué en décembre.

Lors de sa réunion du 19 janvier 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, d'une part, que l'Eurosystème poursuivra ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017 et, d'autre part, qu'à partir d'avril 2017, les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois 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 de l'APP.

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. Le cas échéant, pour atteindre son objectif, le Conseil des gouverneurs agira en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat. En particulier, 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.

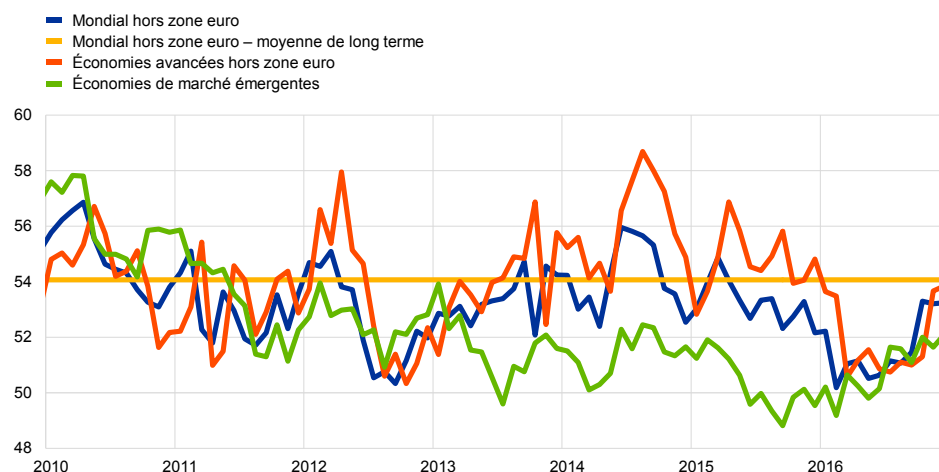
Les enquêtes indiquent une poursuite de la reprise modérée de la croissance mondiale vers fin 2016.

L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a atteint son niveau le plus élevé en plus d'un an (cf. graphique 1), s'inscrivant à 53,3 au dernier trimestre 2016. Les indices trimestriels des directeurs d'achat ont augmenté dans l'ensemble des principales économies avancées, renouant avec une trajectoire de croissance au Japon. Ils ont augmenté en Chine et en Russie, mais ont enregistré une forte baisse en Inde en raison des effets perturbateurs causés par la récente décision du gouvernement de retirer certaines coupures de billets de la circulation. Les indicateurs tirés d'enquêtes sont demeurés très faibles au Brésil.

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.

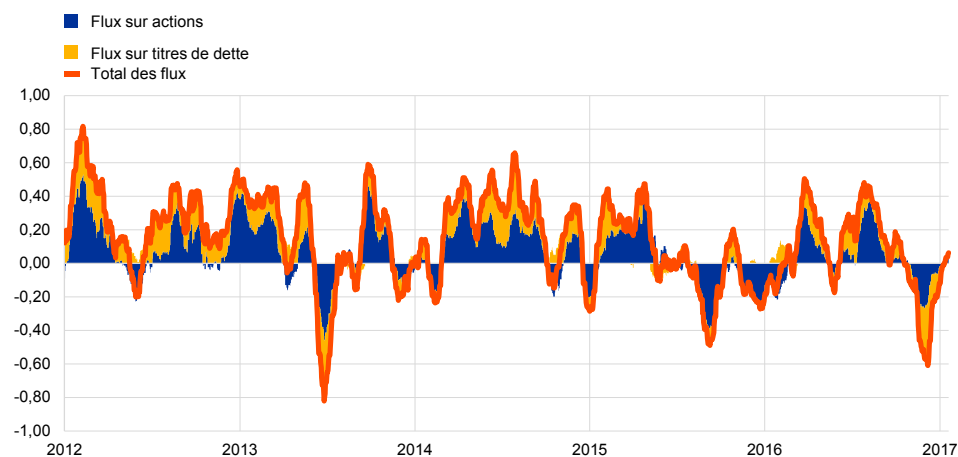
Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2016.

Les conditions financières mondiales se sont durcies. Les rendements obligataires ont augmenté aux États-Unis et dans le monde entier au cours des derniers mois. Le durcissement des conditions financières reflète en partie les mesures de la banque centrale américaine. En décembre 2016, le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve a décidé de relever la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base, de 0,5 % à 0,75 %. Dans ce contexte de durcissement des conditions financières, certaines économies de marchés émergentes (EME) ont dû faire face à des sorties de capitaux considérables vers fin 2016 (cf. graphique 2). Le Mexique et la Turquie ont été particulièrement touchés, enregistrant une dépréciation notable de leurs monnaies et une forte hausse des taux d'intérêt. En Turquie, les évolutions mondiales ont été amplifiées par les incertitudes politiques et les vulnérabilités macroéconomiques du pays. La Chine a également connu d'importantes sorties de capitaux et une diminution de ses réserves de change. En Russie, en revanche, le rouble s'est apprécié et les prix des actions ont fortement augmenté, principalement sous l'effet du rebond des prix du pétrole.

Graphique 2

Flux de capitaux des économies de marché émergentes

(en milliards de dollars ; moyennes mobiles sur 28 jours)



Source : Institute of International Finance.

Notes : L'observation la plus récente se rapporte au 18 janvier 2017. Une valeur positive correspond à des entrées de capitaux, et une valeur négative à des sorties de capitaux. L'échantillon d'économies de marché émergentes recouvre l'Indonésie, l'Inde, la Corée, la Thaïlande, l'Afrique du Sud, le Brésil, les Philippines et la Turquie.

Le commerce mondial est resté sur la voie d'une reprise modérée vers la fin de l'année. La croissance du commerce mondial est demeurée positive pour la quatrième de fois de suite en octobre, le volume des importations mondiales de biens augmentant de 0,8 % ce même mois (en glissement sur trois mois), après une croissance faible au premier semestre 2016. Les indicateurs avancés confirment également la tendance positive. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a atteint son plus haut niveau en plus de deux ans, ressortant à 51,4 en décembre.

L'inflation mondiale a continué d'augmenter en novembre, en liaison avec l'atténuation des contributions négatives des prix de l'énergie. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est accélérée en novembre, s'inscrivant à 1,4 %, son plus haut niveau en deux ans. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans l'OCDE s'est stabilisée à 1,7 %. La dissipation des effets de base liés aux baisses antérieures des prix des matières premières devrait favoriser une nouvelle hausse de l'inflation totale au cours des prochains mois, tandis que l'existence de capacités de production inutilisées continuera de peser sur l'inflation mondiale.

Le prix du *Brent* est demeuré au sein d'une fourchette comprise entre 52 et 56 dollars à la suite de l'annonce de réductions de la production de pétrole. Les prix du pétrole ont été soutenus par la décision prise par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) le 30 novembre de réduire la production de 1,2 million de barils par jour à compter de janvier 2017, ainsi que par l'accord des producteurs extérieurs à l'OPEP, en date du 12 décembre, de réduire la production de 0,6 million de barils par jour. Sur les horizons supérieurs à six mois, les anticipations des marchés sont demeurées très peu affectées par la décision de l'OPEP, n'indiquant pas de modification des fondamentaux du marché du pétrole.

L'offre mondiale de pétrole s'est élevée au total à 98,2 millions de barils par jour en novembre, un niveau record, les réductions de la production par les pays hors OPEP étant contrebalancées par l'augmentation de la production des pays de l'OPEP. La hausse de la demande de pétrole (1,3 million de barils par jour par rapport à l'année dernière) devrait s'être poursuivie au quatrième trimestre 2016, en partie sous l'effet de révisions à la hausse de la consommation chinoise. Les prix des matières premières hors pétrole ont légèrement augmenté depuis mi-décembre, en raison essentiellement de la forte augmentation des prix du minerai de fer et du cuivre liée à une demande de métaux plus forte que prévu en Chine et à des perturbations de l'offre.

L'activité économique aux États-Unis est robuste, en dépit d'une forte incertitude politique. Le PIB en volume a augmenté de 3,5 % en rythme annualisé au troisième trimestre 2016, soutenu essentiellement par les dépenses de consommation, par les exportations nettes et par une inversion de la contribution des stocks. Les indicateurs récents font état de la poursuite d'une croissance robuste au dernier trimestre 2016, à un rythme plus lent cependant qu'au trimestre précédent. En dépit de l'incertitude politique – seuls quelques détails étant connus au sujet des changements de politique envisagés par la nouvelle Administration – les enquêtes de confiance publiées après les élections aux États-Unis indiquent des perspectives encourageantes à court terme. La situation sur le marché du travail s'est encore tendue, la hausse mensuelle de l'emploi salarié non agricole s'élevant en moyenne à 165 000 personnes au cours des trois mois s'achevant en décembre. Cette évolution a contribué à une nouvelle accélération de la hausse des salaires, la croissance annuelle du salaire horaire moyen atteignant 2,9 %. En décembre, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) total aux États-Unis a atteint 2,1 %, principalement en liaison avec l'augmentation des prix de l'essence, tandis qu'elle est ressortie à 2,2 % hors produits alimentaires et énergie.

La croissance économique est demeurée modeste au Japon. Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2016, en raison du caractère modéré de la croissance de la demande intérieure et des exportations nettes. Les dernières données indiquent un rebond des exportations en volume et de la production industrielle vers la fin de l'année, tandis que la dynamique de la consommation privée est restée faible, et les enquêtes montrent que les entreprises restent prudentes en ce qui concerne les perspectives d'évolution. En dépit des tensions sur le marché du travail, mises en évidence par la stabilité du taux de chômage à 3 % en octobre, la hausse annuelle des salaires réels est restée plate en octobre. L'inflation mesurée par l'IPC total a de nouveau augmenté en novembre pour s'établir à 0,5 % 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 ralentie pour s'établir à 0,2 %.

Au Royaume-Uni, les indicateurs récents montrent les premiers signes de résilience de l'économie dans un contexte de forte hausse de l'inflation. Au troisième trimestre 2016, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel, contrairement aux anticipations d'un ralentissement brutal dans le sillage immédiat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE.

Selon les indicateurs disponibles, l'activité économique a bien résisté au dernier trimestre de l'année. La hausse annuelle de l'IPC s'est accélérée en décembre 2016, à 1,6 %, sous l'effet en partie des prix de l'énergie. L'impact de l'affaiblissement de la livre sterling se manifeste également de plus en plus en amont de la chaîne des prix, comme en témoignent les fortes hausses des prix à l'importation et à la production observées au cours des derniers mois.

La croissance de l'économie chinoise s'est stabilisée. Les dernières données confirment que la croissance du PIB en volume s'est stabilisée, après une hausse de 6,7 % en rythme annuel au troisième trimestre. Les données pour novembre montrent une croissance stable de la production industrielle globale, avec un redressement de l'activité des entreprises publiques. La FBCF s'est également stabilisée, tandis que les indices des directeurs d'achat se sont inscrits sur une tendance haussière depuis le milieu de l'année. La hausse annuelle de l'IPC s'est établie à 2,1 % en décembre après 2,3 % en novembre. La hausse de l'IPC hors produits alimentaires et énergie est restée inchangée à 1,9 %. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production s'est fortement redressée, atteignant 5,5 % en décembre, son taux le plus élevé depuis septembre 2011, sous l'effet d'une forte augmentation des prix des produits miniers et de l'énergie.

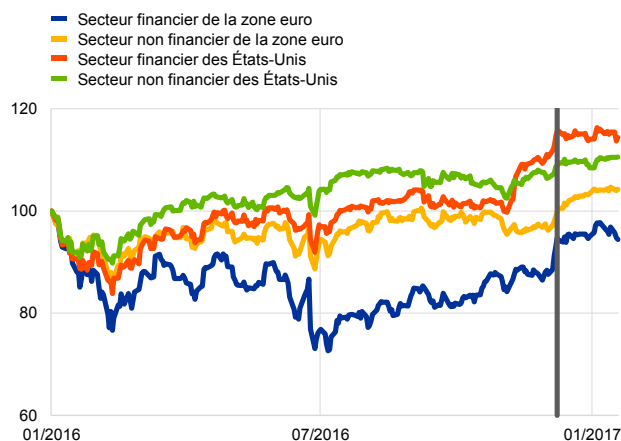
2 Évolutions financières

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont légèrement diminué depuis début décembre. Au cours de la période sous revue (du 8 décembre 2016 au 18 janvier 2017), les taux d'intérêt des obligations souveraines à dix ans de la zone euro ont diminué de 5 points de base environ. Les écarts de rendement vis-à-vis des obligations allemandes à dix ans sont demeurés globalement stables dans la plupart des pays, à l'exception de la Grèce où ils ont augmenté de 48 points de base.

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 verticale noire correspond au début de la période sous revue (8 décembre 2016). La dernière observation se rapporte au 18 janvier 2017.

Les prix des actions de la zone euro ont augmenté depuis début décembre. À la fin de la période sous revue, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro se situaient 4 % environ au-dessus du niveau observé au début de la période. Les prix des actions des sociétés financières ont légèrement diminué ; sur un horizon plus long, cependant, ils sont supérieurs de 30 % environ aux points bas enregistrés au lendemain du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE (cf. graphique 3). Au cours de la période sous revue, les prix des actions des SNF ont également augmenté aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, de, respectivement, 2 %, 6 % et 1 % environ. 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 légèrement diminué dans la zone euro, demeurant nettement inférieures aux moyennes historiques.

Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont diminué au cours de la période sous revue. Le 18 janvier, les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les SNF étaient inférieurs de 3 points de base environ à leur niveau du 8 décembre, et de 45 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 au cours de la période sous revue, de 19 et 3 points de base, respectivement.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré stable autour de – 35 points de base au cours de la période sous revue, à l'exception d'une légère hausse à la fin de l'année. Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a augmenté de quelque 80 milliards d'euros, à 1 265 milliards environ, dans le contexte des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du

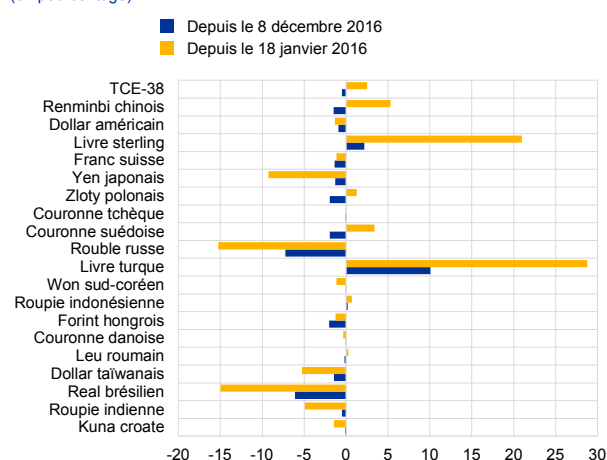
programme d'achats d'actifs. Cette hausse reflète également la participation à la troisième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO II).

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement aplatie. Au cours de la période sous revue, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas de 5 points de base environ sur les échéances à moyen terme. Le déplacement de la courbe vers le bas a été peu marqué pour les échéances inférieures à deux ans et la courbe reste inférieure à zéro pour les échéances antérieures à 2021.

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.

Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

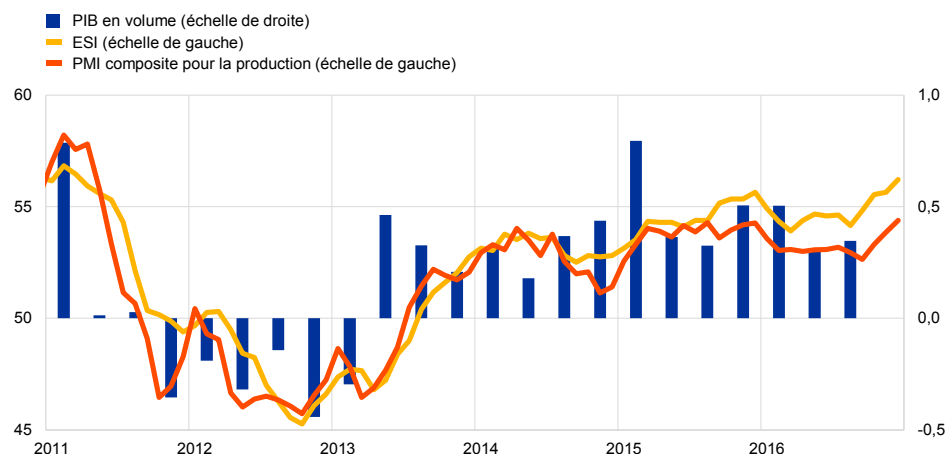
En termes bilatéraux, depuis le 8 décembre, l'euro s'est apprécié de 2,2 % vis-à-vis de la livre sterling, dans un contexte de regain d'incertitude concernant les perspectives d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE. L'euro s'est déprécié vis-à-vis de plusieurs autres grandes devises des économies avancées, notamment le dollar (de 0,9 %), le yen japonais (de 1,3 %) et le franc suisse (de 1,4 %). L'euro s'est également déprécié face à la plupart des devises des économies de marché émergentes, comme le renminbi chinois (de 1,5 %), ainsi que face aux devises d'autres pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro (cf. graphique 4).

La croissance de l'activité se poursuit et se renforce dans la zone euro, soutenue essentiellement par la demande intérieure. En outre, la croissance s'est généralisée à l'ensemble des secteurs et, plus récemment, également à l'ensemble des pays (cf. encadré 1). En glissement trimestriel, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2016, soutenu par les contributions positives de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la variation des stocks (cf. graphique 5). En revanche, le solde des échanges extérieurs a apporté une contribution négative à la croissance du PIB au troisième trimestre. Les indicateurs économiques les plus récents, les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes, ont continué de dénoter une certaine résistance et vont dans le sens d'une croissance légèrement plus soutenue au quatrième trimestre.

Graphique 5

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

(croissance trimestrielle en pourcentage ; 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 troisième trimestre 2016 pour le PIB en volume et à décembre 2016 pour l'ESI et le PMI.

Les dépenses de consommation, principal moteur de la reprise en cours, ont continué de contribuer positivement à la croissance du PIB au troisième trimestre 2016. La croissance de la consommation privée s'est établie à 0,3 % en glissement trimestriel, juste un peu au-dessus du niveau du deuxième trimestre. Ce chiffre relativement modeste, du moins par rapport aux évolutions de 2015 et de début 2016, pourrait refléter en partie la montée de l'incertitude à la suite du référendum au Royaume-Uni et des attentats, de même que la hausse des prix du pétrole en 2016. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,6 % au troisième trimestre, après 1,7 % au deuxième trimestre. Cette légère diminution reflète un ralentissement plus prononcé de la croissance du revenu réel disponible des ménages, qui est ressortie à 1,7 %, en rythme annuel, au troisième trimestre, après 2,5 % au trimestre précédent. La croissance du revenu, malgré son récent ralentissement, demeure élevée au regard des évolutions passées. En effet, durant la reprise en cours, les dépenses de consommation ont bénéficié de l'augmentation

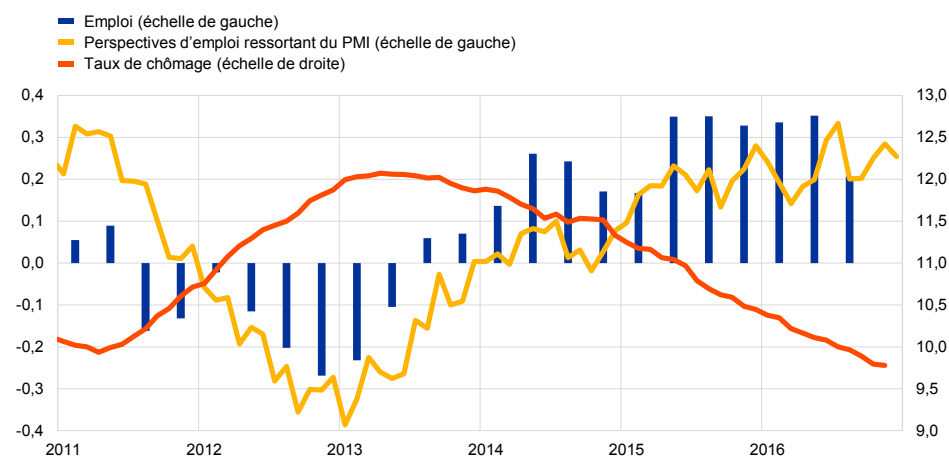
du revenu réel disponible des ménages, qui reflète essentiellement la hausse de l'emploi et le bas niveau des prix du pétrole.

Les marchés du travail de la zone euro se sont encore améliorés, continuant ainsi de soutenir la consommation. L'emploi a encore augmenté au troisième trimestre 2016, de 0,2 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,2 %. Depuis le début du mouvement de hausse de l'emploi au deuxième trimestre 2013, l'augmentation cumulée du nombre de personnes employées atteint 3,1 %. Le taux de chômage dans la zone euro est resté inchangé à 9,8 % en novembre 2016, soit 2,3 points de pourcentage au-dessous de son point haut d'après-crise en avril 2013 (cf. graphique 6). Cette baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment du sexe et de la tranche d'âge. Le chômage de longue durée (personnes au chômage depuis au moins 12 mois) reste légèrement supérieur à 5 % de la population active.

Graphique 6

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; indice de diffusion ; en pourcentage de la population active)



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 troisième trimestre 2016 pour l'emploi, à décembre 2016 pour le PMI et à novembre 2016 pour le chômage.

À l'avenir, la croissance de la consommation devrait se raffermir. Après avoir légèrement baissé au troisième trimestre 2016, la confiance des consommateurs a fortement augmenté au quatrième trimestre. Ainsi, la confiance des consommateurs se situe à un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme. De plus, les données relatives au commerce de détail (jusqu'à novembre 2016) et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières (pour l'ensemble du quatrième trimestre) vont dans le sens d'une croissance positive des dépenses de consommation au quatrième trimestre, à un rythme peut-être légèrement plus soutenu qu'au troisième trimestre. En outre, la poursuite de la croissance de l'emploi, comme le laissent penser les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, devrait continuer de soutenir les dépenses de consommation. Enfin, les contraintes pesant sur les bilans des ménages se sont allégées, comme l'indique la baisse du ratio de l'endettement rapporté au revenu. Cette évolution devrait ajouter à la robustesse de la croissance de la consommation globale.

L'activité d'investissement s'est ralentie au troisième trimestre, après un chiffre relativement positif au deuxième trimestre.

La deuxième estimation d'Eurostat relative aux comptes nationaux de la zone euro pour le troisième trimestre 2016, publiée le 6 décembre 2016, montre que l'investissement total a progressé de 0,2 %, en rythme trimestriel, reflétant une hausse de l'investissement dans la construction, contrebalancée en partie par une diminution de l'investissement hors construction. Le recul de l'investissement hors construction au troisième trimestre s'explique par une contraction de l'investissement dans le matériel de transport, évolution qui peut être considérée en partie comme un retournement de tendance après le chiffre de croissance favorable enregistré au deuxième trimestre. L'investissement dans d'autres équipements est demeuré globalement inchangé au troisième trimestre, tandis que l'investissement en actifs de propriété intellectuelle a affiché une croissance positive. Dans le même temps, la hausse de l'investissement dans la construction reflète principalement une augmentation de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Les dernières évolutions de l'investissement dans la construction tendent à confirmer la reprise du secteur.

Au quatrième trimestre 2016, les informations disponibles indiquent que l'investissement des entreprises s'est redressé, tandis que l'investissement dans la construction a progressé à un rythme légèrement plus lent qu'au troisième trimestre.

L'augmentation de la production industrielle de biens d'équipement en octobre et en novembre va dans le sens d'un renforcement de la croissance de l'investissement des entreprises au quatrième trimestre. En outre, la confiance dans le secteur des biens d'équipement au quatrième trimestre a été, en moyenne, plus importante qu'au troisième trimestre, et l'évaluation des carnets de commande s'est améliorée tant globalement que pour les commandes en provenance de l'étranger. 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 quatrième trimestre 2016, mais à un rythme plus lent qu'au troisième trimestre. En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la situation de la demande et à l'évaluation des carnets de commande, ainsi qu'aux permis de construire, confirment toujours une poursuite de la reprise à court terme.

La reprise de l'investissement devrait se prolonger au-delà du court terme.

L'investissement des entreprises devrait être soutenu par des conditions de financement très favorables, des besoins de remplacement et une amélioration des bénéfices. L'encadré 2 analyse l'incidence des cycles financiers sur le PIB potentiel et les questions de mesure associées. 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 des facteurs géopolitiques, notamment aux incertitudes entourant le « Brexit » et les politiques commerciales des États-Unis.

Les données relatives aux échanges de biens hors zone euro vont dans le sens d'une légère amélioration de la dynamique des exportations au quatrième trimestre.

Tandis que les exportations totales de la zone euro ont reculé au

troisième trimestre, principalement en raison de la faiblesse des exportations de biens, les chiffres mensuels des échanges pour octobre et novembre indiquent que la croissance des exportations de biens hors zone euro a légèrement augmenté au quatrième trimestre. Ce redressement modeste s'explique par la demande des économies émergentes et avancées. S'agissant des économies de marché émergentes, l'accélération de la croissance des exportations à destination de la Chine s'est conjuguée à une croissance positive des exportations vers la Russie et l'Amérique latine. S'agissant des économies avancées, les exportations vers les États-Unis ont été globalement stables, tandis que les exportations vers l'Europe hors zone euro ont probablement augmenté.

Les exportations de la zone euro devraient se redresser progressivement dans le sillage des échanges internationaux. Les indicateurs tirés d'enquêtes font apparaître des améliorations de la demande étrangère et des nouvelles commandes à l'exportation. En outre, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro depuis le troisième trimestre 2016 devrait procurer quelques gains de compétitivité aux 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 à plus long terme.

Au total, les indicateurs économiques les plus récents confirment, dans l'ensemble, une légère accélération de la croissance au dernier trimestre 2016 par rapport au troisième trimestre. En octobre et novembre, la production industrielle (hors construction) s'est établie en moyenne 1,0 % au-dessus du niveau enregistré au troisième trimestre, où la production avait augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes confirment également une accélération modeste de la croissance à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index* – PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 53,8 au quatrième trimestre 2016, après 52,9 au troisième trimestre, tandis que l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne est ressorti en hausse à 106,9, après 104,3 au troisième trimestre (cf. graphique 5). Ainsi, ces deux indicateurs, l'ESI et le PMI, restent supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

Dans la période à venir, la croissance économique devrait continuer de se renforcer. Les effets des mesures de politique monétaire soutiennent la demande intérieure et facilitent le processus en cours de désendettement. Les conditions de financement très favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser la reprise de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, stimule la consommation privée au travers des hausses du revenu réel disponible des ménages. Dans le même temps, certains signes indiquent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux.

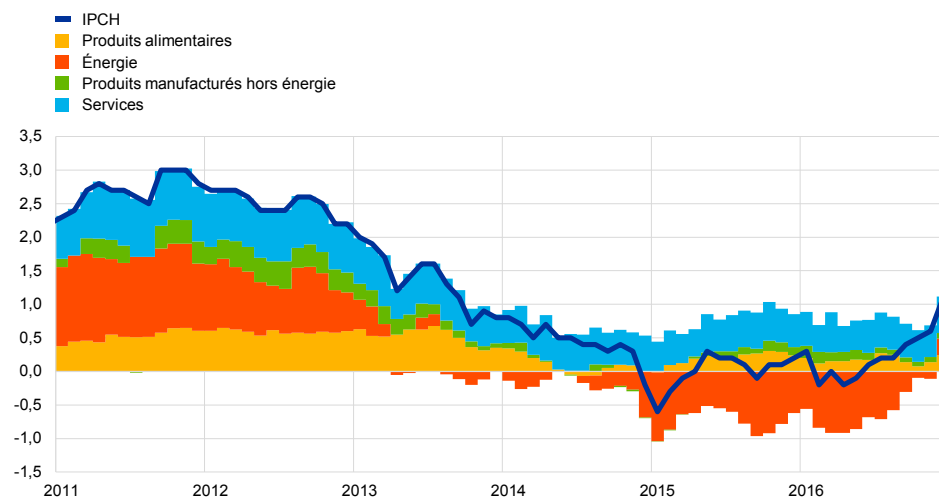
Les résultats de la dernière campagne de [l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début janvier, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé n'ont été que faiblement révisées par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début octobre, allant dans le sens d'une croissance de 1,5 % environ sur la période 2017-2019.

L'inflation totale s'est sensiblement accélérée en décembre 2016. La hausse de l'IPCH a atteint 1,1 % en décembre contre 0,6 % en novembre (cf. graphique 7). Cette accélération résulte notamment d'une forte augmentation des prix de l'énergie, qui ont continué de jouer un rôle prépondérant dans la reprise de l'inflation depuis le point bas de – 0,2 % observé en avril 2016. L'accentuation de la hausse des prix de l'énergie s'explique en grande partie par d'importants effets de base haussiers, qui affecteront également l'inflation début 2017 (cf. encadré 4).

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 décembre 2016.

Aucun signe convaincant d'une remontée de l'inflation sous-jacente n'a été observé. Le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établi à 0,9 % en décembre, après 0,8 % sur la période de quatre mois s'achevant en novembre. Les données disponibles à l'échelle nationale indiquent que le rebond de décembre est largement imputable à une envolée de la composante volatile liée aux voyages. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie reste inférieure à sa moyenne de long terme de 1,5 %. En outre, les autres mesures n'indiquent pas 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 en amont de la chaîne des prix sont restées modérées. La variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est établie à – 0,9 % en novembre, après – 0,5 % en octobre, tandis que la variation correspondante des prix à la production est restée inchangée à 0,2 % en novembre. Jusqu'à présent, les tensions à la hausse associées à des augmentations de l'utilisation des capacités de production et l'effet décalé de la

dépréciation antérieure du taux de change de l'euro semblent avoir été compensés par des pressions à la baisse associées, pour leur part, à la répercussion décalée de la baisse des prix des matières premières et, plus généralement, par les pressions désinflationnistes mondiales.

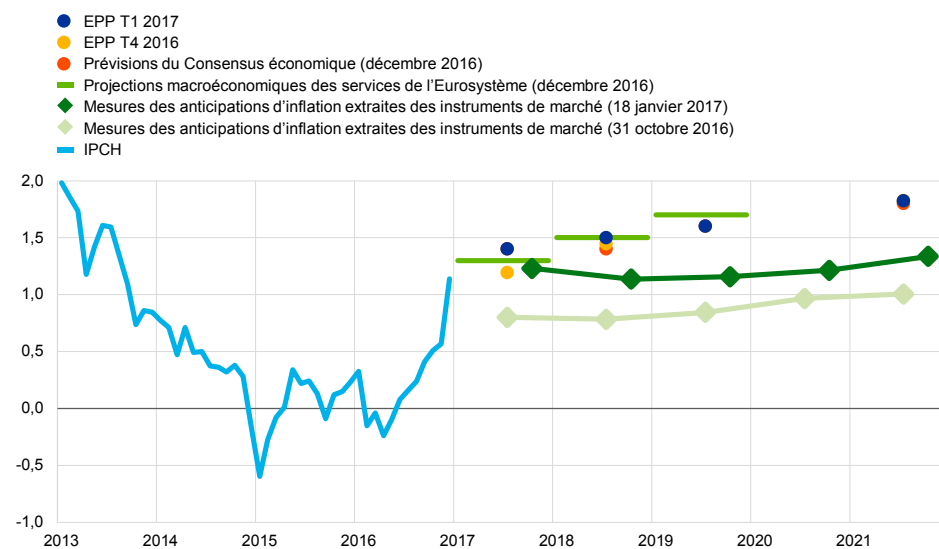
La croissance des salaires dans la zone euro s'est légèrement accentuée, à partir d'un niveau faible toutefois. La progression annuelle de la rémunération par tête s'est inscrite en légère hausse à 1,3 % au troisième trimestre 2016, après 1,1 % au deuxième trimestre. Cependant, la croissance salariale reste atone au regard des évolutions sur longue période. Les facteurs susceptibles de peser sur la progression des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise. En outre, l'environnement de faible inflation de ces dernières années a contribué à une moindre croissance des salaires par le biais de mécanismes d'indexation formels et informels.

Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché ont encore augmenté et l'écart par rapport aux mesures tirées d'enquêtes s'est réduit. Depuis début décembre, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont encore redressées sur l'ensemble des échéances, prolongeant la tendance amorcée au second semestre 2016. Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans est passé de 1,70 % début décembre à 1,73 % mi-janvier. Cette hausse reflète principalement une augmentation de la prime de risque d'inflation. La dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) montre que les anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro sont restées pratiquement stables à 1,8 % environ. Les anticipations d'inflation à court terme ont été légèrement révisées à la hausse (cf. graphique 8), ce qui résulte probablement des évolutions des prix du pétrole (cf. également l'encadré 5).

Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



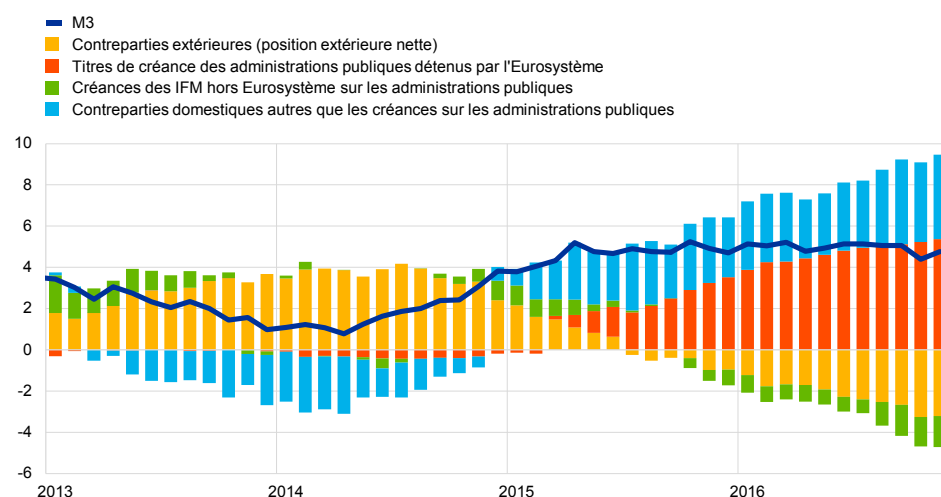
Sources : Enquête de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels (EPP), Thomson Reuters, Consensus économique, projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se rapportent à des taux anticipés à un an établis à partir des *swaps* zéro coupon indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCHx (IPCH de la zone euro hors tabac) et corrigés d'un délai d'indexation de trois mois. Les dernières observations se rapportent au 18 janvier 2017.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 s'est accéléré en novembre, à 4,8 %, contre 4,4 % en octobre, après avoir oscillé autour de 5 % depuis avril 2015 (cf. graphique 9 et 10). La croissance de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, en raison du faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et de profil plat de la courbe des rendements. Après une série de ralentissements depuis le pic enregistré en juillet 2015, la croissance annuelle de M1 s'est inscrite en légère hausse, à 8,7 % en novembre, contre 8,0 % en octobre.

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 novembre 2016.

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 demeurée 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 nettement 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.

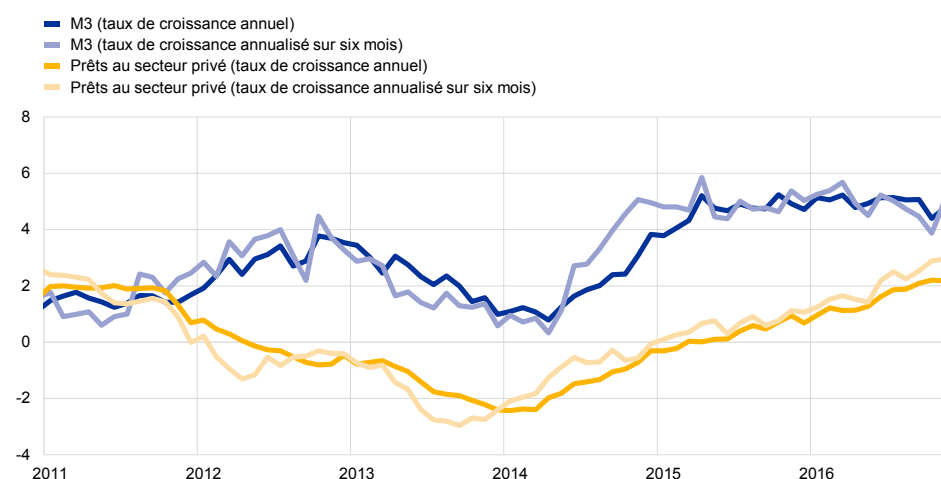
La position extérieure nette du secteur des IFM continue de peser sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 9). Cette évolution reflète la persistance de sorties de capitaux de la zone euro. Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre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

Le redressement progressif de la croissance des prêts s'est poursuivi. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est demeuré stable en novembre (cf. graphique 10), tandis que la croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières (SNF) et des prêts aux ménages a modérément augmenté. La reprise de la dynamique des prêts a été soutenue par la baisse significative des taux débiteurs des banques observée depuis l'été 2014 (principalement sous l'effet des mesures de politique monétaire de la BCE) et par une amélioration de la demande de prêts bancaires. Dans le même temps, l'assainissement en cours des bilans financiers et non financiers et la nécessité d'ajustement des modèles d'activité des banques dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

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 la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à novembre 2016.

Selon l'enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la hausse des prêts a continué d'être soutenue par l'augmentation de la demande pour toutes les catégories de prêts au quatrième trimestre 2016. Les critères d'octroi des crédits aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont globalement stabilisés. La hausse de la demande de prêts s'explique par plusieurs facteurs, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt, l'intensification des activités de fusion-acquisition et de refinancement de la dette, des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et la hausse de la confiance des consommateurs. Les TLTRO ont continué d'avoir un effet d'assouplissement sur les modalités et conditions attachées aux prêts, et l'effet d'assouplissement sur les critères d'octroi de prêts a également augmenté au deuxième semestre 2016. Les banques ont indiqué qu'elles participaient à la troisième opération TLTRO-II de décembre presque exclusivement pour des raisons de rentabilité. En outre, en ce qui concerne l'utilisation des fonds obtenus dans le cadre des précédentes TLTRO, les banques ont continué de déclarer qu'elles les utilisaient pour accorder des prêts, notamment des prêts aux entreprises. Les banques ont également continué de réagir aux mesures réglementaires et prudentielles par un nouveau renforcement de leurs fonds propres et une nouvelle réduction de leurs actifs pondérés des risques au second semestre 2016.

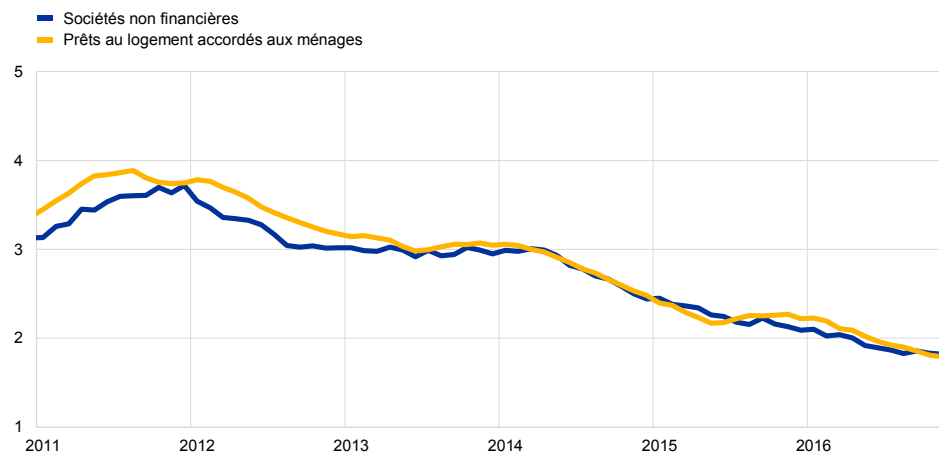
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages se sont stabilisés à leurs points bas historiques en novembre (cf. graphique 11).

Entre mai 2014 et novembre 2016, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de 110 points de base environ. 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 baisse des taux débiteurs bancaires au cours de cette période a été plus prononcée dans les pays vulnérables de la zone euro que dans les autres pays de la zone, indiquant une meilleure transmission des mesures de politique monétaire aux taux débiteurs. 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 inscrit en baisse. D'une manière générale, cette évolution indique que les PME ont profité davantage 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 novembre 2016.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont restées soutenues au quatrième trimestre 2016, tout en ralentissant en décembre.

Les dernières données de la BCE montrent que l'activité d'émission est restée dynamique en octobre et en novembre. Les émissions ont continué d'être soutenues, entre autres, par le programme d'achats d'obligations du secteur des entreprises de la BCE. Les données provisoires indiquent que les émissions ont ralenti en décembre en raison de la hausse des rendements au niveau mondial, ainsi que de facteurs saisonniers. Les émissions d'actions cotées par les SNF se sont significativement renforcées au quatrième trimestre.

Selon les estimations, les coûts de financement des SNF de la zone euro sont restés favorables en décembre.

Le coût nominal total du financement externe des SNF a, selon les estimations, légèrement reculé en décembre 2016, retrouvant le niveau historiquement bas atteint en juillet, après être resté globalement stable en octobre et en novembre. Cette baisse du coût total du financement observée en décembre s'explique entièrement par un repli du coût du financement par émission d'actions. Ce repli est imputable à la fois à une progression des bénéfices attendus et à une baisse des primes de risque sur actions. Le coût du financement par endettement a montré des signes d'un possible retournement ces derniers mois, à la suite de l'augmentation des rendements au niveau mondial.

Encadrés

1 L'élargissement de la croissance économique dans la zone euro

La croissance économique dans la zone euro s'élargit depuis 2013. La production dans la zone euro est en hausse depuis presque quatre ans, c'est-à-dire depuis le début de la reprise économique au deuxième trimestre 2013. En dépit du caractère progressif et modéré de la reprise, des éléments indiquent qu'elle se généralise et se renforce, du point de vue des évolutions aussi bien dans les pays que dans les secteurs. Cela augure favorablement de l'avenir de la croissance économique, les phases d'expansion tendant à être plus solides et plus résistantes lorsque la croissance est plus large. Ces évolutions contrastent fortement avec la reprise éphémère observée en 2009-2010, où la croissance a été relativement inégale.

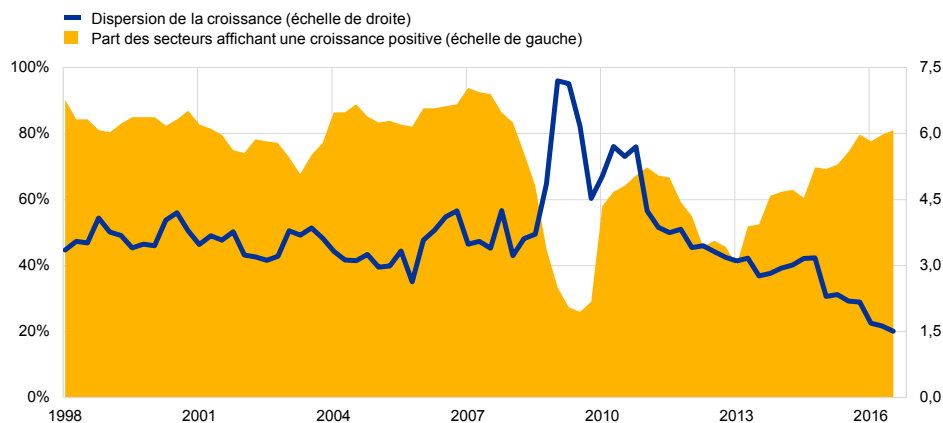
L'expansion économique a atteint un nombre croissant de pays et de secteurs de la zone euro. Le graphique A utilise les données relatives à la valeur ajoutée dans les neuf principaux secteurs économiques (hors agriculture) de 18 pays de la zone euro (à l'exception de Malte), soit 162 couples pays-secteur. La zone en jaune du graphique A indique la part en pourcentage de l'ensemble des couples pays-secteur enregistrant une croissance annuelle positive ¹. Cette mesure a pour objet de mettre en évidence l'ampleur de la reprise économique, les pays et secteurs étant assortis de la même pondération quelle que soit leur taille. La mesure a augmenté de façon constante depuis 2013 pour s'établir à plus de 80 % au troisième trimestre 2016, c'est-à-dire bien au-dessus de la moyenne de 73 % enregistrée entre 1996 et 2016 comme du niveau observé durant la reprise de 2009-2010.

¹ Une valeur de 100 % indiquerait que tous les secteurs de tous les pays déclarent une croissance positive, tandis qu'une valeur de 0 % indiquerait une baisse de l'activité dans tous les secteurs de tous les pays.

Graphique A

Part des secteurs affichant une croissance positive et dispersion de la croissance de la valeur ajoutée entre les différents pays et secteurs

(pourcentages ; en points de pourcentage)



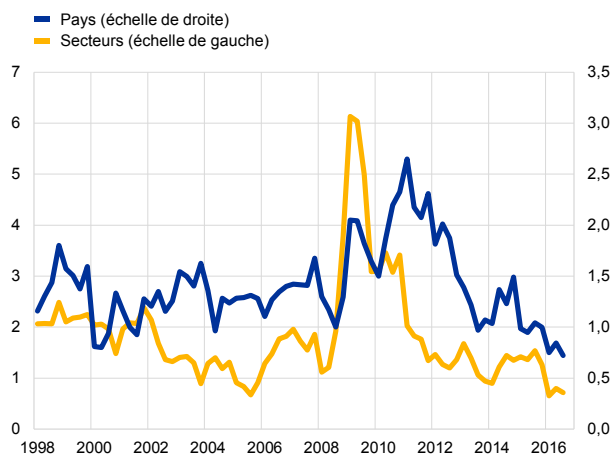
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La part des secteurs affichant une croissance positive correspond au pourcentage de couples pays-secteur, parmi les 162 couples, ayant déclaré une croissance annuelle positive de la valeur ajoutée. La dispersion de la croissance correspond à l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les 162 couples pays-secteur. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

Graphique B

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

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dispersion de la croissance entre les différents pays correspond à l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée dans 18 pays de la zone euro, à l'exception de Malte. La dispersion de la croissance entre les différents secteurs correspond à l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les neuf principaux secteurs économiques de la zone euro, à l'exception de l'agriculture. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

La dispersion de la croissance entre les secteurs et les pays a diminué de manière significative.

Depuis 2009, l'écart type pondéré de la croissance annuelle de la valeur ajoutée pour les 162 couples pays-secteur évoqués précédemment a été en baisse constante. Le pic de la dispersion entre les secteurs observé en 2009 était lié à la phase de repli du commerce mondial (c'est-à-dire du secteur industriel) et du marché de l'immobilier résidentiel (c'est-à-dire de la construction), tandis que le pic de la dispersion entre les pays observé en 2011 était lié à la crise de la dette souveraine (cf. graphique B). La réduction de la dispersion de la croissance entre les pays intervenue par la suite a largement coïncidé avec une atténuation de la fragmentation des conditions de financement dans les différents pays de la zone euro ². Au cours de la reprise actuelle, la dispersion cumulée entre les secteurs et les pays de la croissance de la valeur ajoutée s'est établie à des niveaux jamais observés depuis le démarrage de l'UEM. Conjuguée à l'ampleur de la reprise, cette évolution indique que la croissance est aujourd'hui beaucoup plus uniformément répartie entre les secteurs et les pays de la zone euro.

² Cf. également l'article intitulé « La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle » du présent *Bulletin économique*.

L'élargissement de la croissance économique est encourageant, car il peut être considéré comme le signe d'une répercussion positive de la demande globale. Les liens entrées-sorties entre les secteurs et les liens commerciaux entre les pays peuvent créer des complémentarités entre les activités dans les différents secteurs et pays ³. Il en résulte une relation positive entre les dépenses dans un secteur ou pays et les dépenses dans d'autres secteurs ou pays. Grâce à cette externalité de la demande, les dépenses dans un secteur ou pays peuvent avoir des répercussions sur la demande globale ⁴. L'élargissement de la croissance économique peut donc être considéré comme un signe de répercussion de la demande sur un nombre croissant de secteurs et de pays, ce qui devrait soutenir davantage encore la demande globale. Cette situation contraste très nettement avec la persistance d'une forte dispersion durant la reprise de 2009-2010.

La croissance économique actuelle est plus large que la reprise de 2009-2010 qui a suivi la crise financière. La reprise en 2009-2010, qui a suivi la crise financière, a principalement reflété les améliorations intervenues dans le secteur industriel et dans les « autres services ». La phase de chute sur le marché de l'immobilier résidentiel se poursuivant dans certains pays de la zone euro, la contraction dans le secteur de la construction a persisté. Depuis 2013, à la suite de la crise de la dette souveraine, la reprise a été beaucoup plus large, s'étendant au commerce (services). Plus récemment, même le secteur de la construction a amorcé une phase d'expansion, en liaison avec la reprise sur le marché de l'immobilier résidentiel (cf. graphiques C et D).

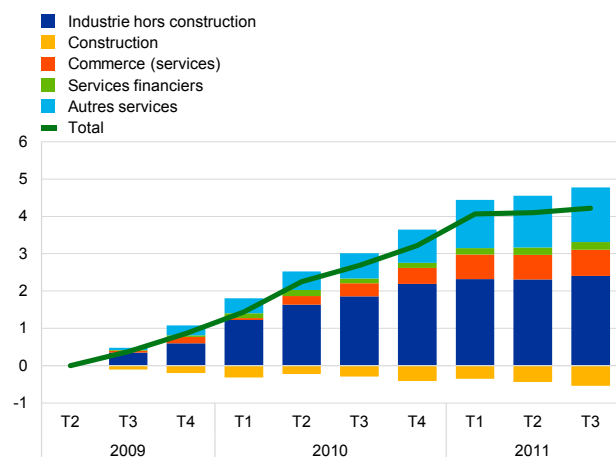
³ Cf. Cooper (R.) et John (A.), « *Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, 1988, p. 441-463.

⁴ Cf. Schleifer (A.) et Vishny (R.), « *The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers* », *Journal of Political Economy*, vol. 96, 1988, p. 1221-1231.

Graphique C

Valeur ajoutée dans la zone euro durant la reprise de 2009-2010 (après la crise financière)

(croissance cumulée en pourcentage)



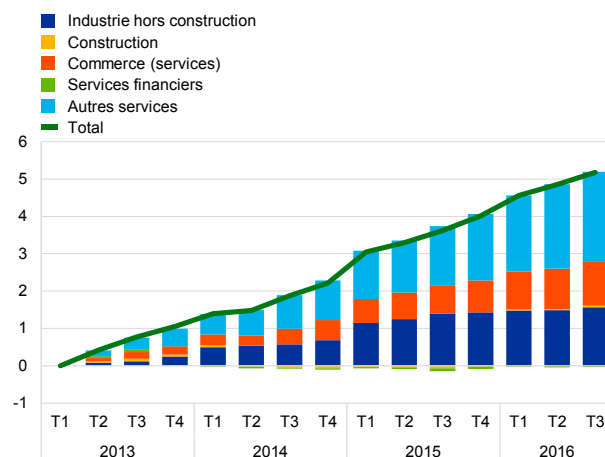
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les « autres services » recouvrent, par exemple, l'information et la communication, l'immobilier, les activités scientifiques et techniques, l'administration publique, la défense, l'éducation et la santé.

Graphique D

Valeur ajoutée dans la zone euro depuis 2013 (après la crise de la dette souveraine)

(croissance cumulée en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les « autres services » recouvrent, par exemple, l'information et la communication, l'immobilier, les activités scientifiques et techniques, l'administration publique, la défense, l'éducation et la santé.

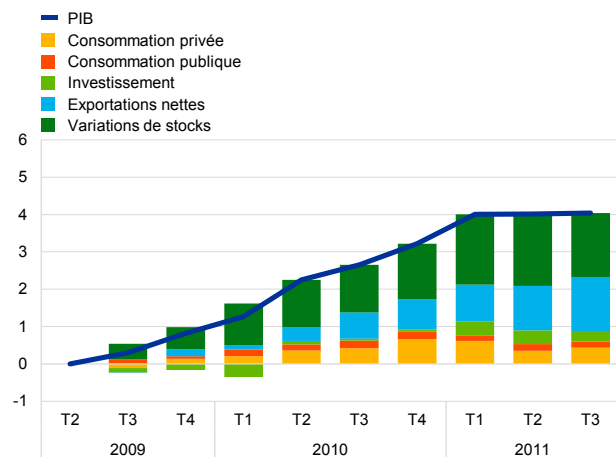
La croissance récente résulte davantage de la demande intérieure, d'où le caractère plus auto-entretenu de la reprise.

Une autre différence importante avec la reprise actuelle réside dans le fait que la reprise qui a débuté en 2009 était dans une large mesure le résultat d'un rebond des exportations de la zone euro. En revanche, la période de croissance plus récente, qui a débuté en 2013, est davantage attribuable à la demande intérieure qu'à la demande étrangère, d'où le caractère à l'évidence plus auto-entretenu de la reprise actuelle. En outre, la période de croissance actuelle est moins influencée par les variations de stocks, qui ont joué un rôle plus important durant la reprise de 2009-2010 (cf. graphiques E et F).

Graphique E

PIB de la zone euro et ventilation des dépenses durant la reprise de 2009-2010 (après la crise financière)

(croissance cumulée en pourcentage)

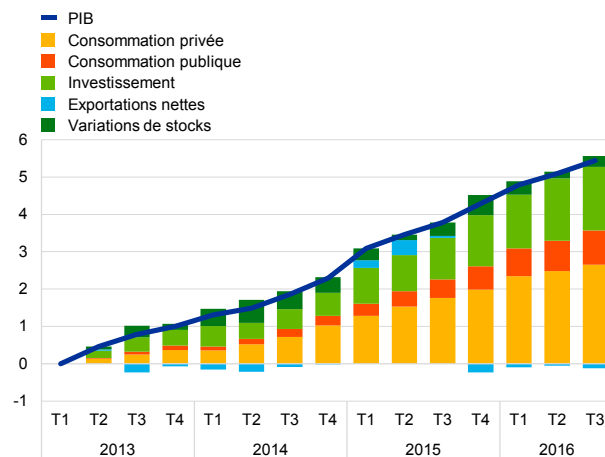


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique F

PIB de la zone euro et ventilation des dépenses depuis 2013 (après la crise de la dette souveraine)

(croissance cumulée en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

En liaison avec l'activité économique, les marchés du travail de la zone euro ont continué d'afficher des améliorations généralisées. L'emploi dans la zone

euro augmente depuis mi 2013 et a presque retrouvé son niveau d'avant la crise. Cette évolution contraste avec la reprise de 2009-2010, durant laquelle les effectifs employés ont continué de diminuer. Parallèlement à la récente baisse de la dispersion de la croissance de la valeur ajoutée entre les pays et les secteurs (cf. graphique A), la dispersion de la croissance de l'emploi a elle aussi diminué de façon constante, au fur et à mesure de la progression de la réallocation sectorielle de l'emploi. Une meilleure adéquation entre l'offre et la demande de travail pourrait également impliquer un recul du taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation (NAIRU)⁵. Comme la demande de travail se déplace à nouveau vers les travailleurs au chômage, auparavant employés dans des secteurs ayant connu une forte contraction (par exemple, la construction), les tensions salariales pourraient encore rester modérées pendant un certain temps.

⁵ Cf. Lilien (D.), « Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment », *Journal of Political Economy*, vol. 90, 1982, p. 777-793.

Le présent encadré analyse la relation entre les cycles financiers, la macroéconomie et le PIB potentiel.

Le cycle financier peut être considéré comme des fluctuations économiques qui sont amplifiées par le système financier, ou qui en découlent directement. Il se manifeste généralement par une évolution parallèle des agrégats de crédit et des prix des actifs, avec une incidence éventuelle également sur les évolutions de l'économie réelle. Les fluctuations conjoncturelles des variables économiques réelles ne correspondent pas toujours aux cycles financiers, mais lorsque c'est le cas, les cycles d'activité qui en résultent peuvent être beaucoup plus prononcés, avec des points bas souvent sur fond de crises financières. Il existe une littérature de plus en plus abondante affirmant que, dans ces circonstances, l'estimation du PIB potentiel peut tirer profit de l'intégration d'informations relatives au cycle financier ⁶. Faute de telles informations, le PIB potentiel peut être surestimé pendant la période d'expansion et sous-estimé durant la phase de récession.

La théorie économique fait état d'un rôle potentiel du système financier au long du cycle d'activité.

Les facteurs financiers ont été considérés comme une cause possible des fluctuations du cycle d'activité au moins depuis l'époque de la Grande dépression ⁷. Des approches d'équilibre général plus récentes soulignent également le rôle des frictions financières dans les fluctuations du PIB ⁸. D'après ces approches, le système financier peut agir à la fois comme un amplificateur de chocs et être la source de chocs qui déclenchent en premier lieu les fluctuations du cycle d'activité. Les bilans des ménages, des entreprises et des banques peuvent donner lieu à plusieurs mécanismes procycliques (comme l'accélérateur financier). Par exemple, des chocs de demande peuvent être amplifiés sous l'effet des variations correspondantes de la valeur des garanties (comme l'immobilier résidentiel ou commercial) et de la valeur réelle de la dette à taux fixe nominal. Ces considérations théoriques indiquent qu'on peut s'attendre à ce que les fluctuations conjoncturelles induites par le crédit et les prix des actifs donnent lieu à des points hauts et bas plus extrêmes que lors des cycles conjoncturels normaux, avec des périodes éventuellement plus longues d'alternance de phases d'expansion et de récession.

Les éléments empiriques attestant d'un rôle du système financier dans les fluctuations du cycle d'activité sont de plus en plus nombreux.

Les fluctuations du cycle d'activité ne sont pas toutes déterminées par le système financier, et ne vont pas non plus forcément de pair avec une alternance de phases d'expansion et

⁶ Borio (C.), Disyatat (P.) et Juselius (M.), « *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle* », *BIS Working Papers*, n° 404, Banque des règlements internationaux (BRI), 2013 ; Borio (C.), Disyatat (P.) et Juselius (M.), « *A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output* », *BIS Working Papers*, BRI, n° 442, 2014.

⁷ Fisher (I.), « *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions* », *Econometrica*, vol. 1(4), 1933, p. 337-57.

⁸ Cf., par exemple, Kiyotaki (N.) et Moore (J.), « *Credit cycles* », *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, p. 211-248 ; Gertler (M.) et Karadi (P.), « *A Model of Unconventional Monetary Policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), 2011, p. 17-34 ; Bernanke (B. S.), Gertler (M.) et Gilchrist (S.), « *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework* », in Taylor (J.) et Woodford (M.) (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, partie C, 1999, p. 1341-1393 ; Iacoviello (M.), « *House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle* », *The American Economic Review*, vol. 95(3), 2005, p. 739-764.

de récession financières, mais il existe des éléments montrant que les fluctuations les plus prononcées sont généralement associées à l'accumulation et la résorption des déséquilibres financiers ⁹. Une base de données macro-financières historiques exhaustive couvrant 17 économies avancées sur les 150 dernières années laisse penser que les cycles financiers et les cycles d'activité évoluent très souvent en parallèle et en phase ¹⁰. Elle montre aussi que la corrélation de la croissance de la production, de la consommation et de l'investissement avec celle du crédit s'est nettement renforcée au cours des récentes décennies parallèlement à une hausse sans précédent des prêts immobiliers. Il existe également des éléments montrant que les variables de crédit et de prix des actifs sont relativement importantes dans l'explication des fluctuations de l'économie réelle à l'échelle mondiale ¹¹. Ces résultats suggèrent que les phases d'expansion économique associées à une forte croissance du crédit résultent davantage de facteurs conjoncturels (par opposition aux facteurs structurels) que les autres phases de reprise.

La trajectoire du PIB potentiel peut être surestimée dans les phases d'expansion alimentées par le crédit.

Les outils standard pour l'estimation du PIB potentiel qui ne tiennent pas compte du rôle du système financier dans les fluctuations du cycle d'activité peuvent fournir une estimation exagérément optimiste du côté « offre » de l'économie durant les phases d'expansion financière. Cela se vérifie particulièrement lorsque les variables nominales donnent des signaux plus faibles concernant la surchauffe de l'économie, comme quand les anticipations d'inflation sont bien ancrées. Tandis que la disponibilité des financements et la faible aversion pour le risque dans la phase d'expansion du cycle d'activité peuvent stimuler la croissance sous-jacente de la productivité en favorisant davantage l'innovation, une expansion alimentée par le crédit peut également donner lieu à une mauvaise allocation du capital. Ces épisodes entraînent souvent de fortes hausses de l'investissement immobilier résidentiel, en raison de la capacité d'utilisation de ces actifs en garantie dans le cadre des prêts hypothécaires, le capital étant concentré de façon disproportionnée sur des projets et des activités faiblement productifs (comme le logement et la promotion immobilière) ¹². En outre, l'immobilier résidentiel étant inclus dans les mesures traditionnelles du stock de capital, les méthodologies fondées sur une fonction de production qui utilisent ces données ont tendance à surestimer la capacité productive de l'économie ¹³. À titre d'illustration, le graphique ci-après présente des mesures du PIB potentiel de la zone euro calculées

⁹ Cf., par exemple, Rogoff (K.), « *Debt supercycle, not secular stagnation* », VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research, 2015.

¹⁰ Jorda (O.), Schularick (M.) et Taylor (A. M.), « *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts* », *NBER Macroeconomics Annual*, vol.31, National Bureau of Economic Research, 2016.

¹¹ Dées (S.), « *Credit, asset prices and business cycles at the global level* », *Working Paper Series*, n° 1895, BCE, avril, 2016.

¹² Cependant la mauvaise allocation du capital n'est pas nécessairement limitée aux actifs immobiliers. Pour plus de précisions, cf. Cecchetti (S. G.) et Kharroubi (E.), « *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* », *BIS Working Papers*, n° 490, BRI, 2015.

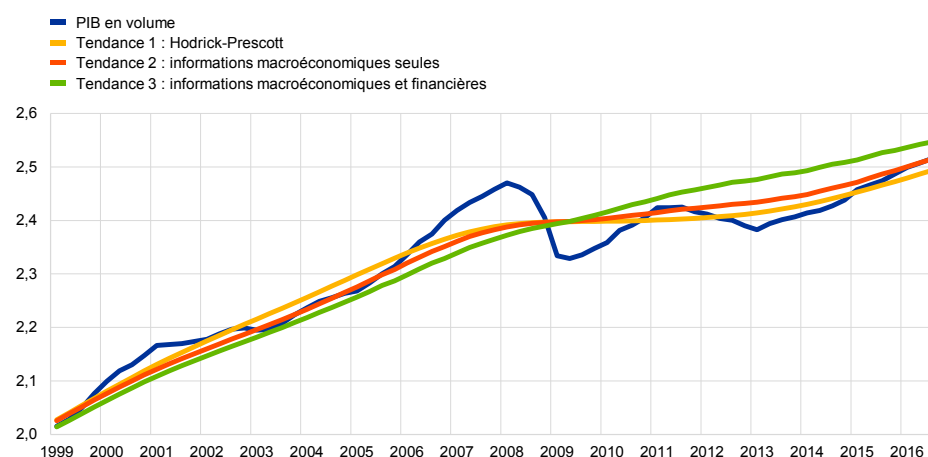
¹³ La surestimation du PIB potentiel peut induire des estimations excessivement optimistes de l'orientation de la politique budgétaire et du caractère soutenable de la dette dans les pays connaissant des phases d'expansion alimentées par le cycle financier, ce qui, en cas de crise financière, peut limiter la marge de manœuvre budgétaire et peser ainsi davantage encore sur la production. Cf. Borio (C.), Lombardi (M.) et Zampolli (F.), « *Fiscal sustainability and the financial cycle* », *BIS Working Papers*, n° 552, BRI, 2016.

à partir de trois méthodologies différentes, dont une qui repose sur l'hypothèse d'un lien entre le cycle financier et les fluctuations de l'économie réelle. Cette dernière méthode a pour résultat une trajectoire plus basse pour le niveau du PIB potentiel lors des années d'expansion antérieures à la crise et une trajectoire plus haute durant la période postérieure à 2008 que les méthodes qui n'intègrent pas d'informations tirées de variables financières. Toutefois, les trois méthodes impliquent toutes un ralentissement de la croissance du PIB potentiel après 2008.

Graphique

PIB en volume et différentes mesures du PIB potentiel dans la zone euro

(milliards de milliards d'euros ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE ¹⁴.

Notes : La tendance 1 fait référence à une mesure calculée en utilisant le filtre Hodrick-Prescott biface avec un paramètre de lissage standard pour les données trimestrielles (1600). La tendance 2 fait référence à une estimation calculée à l'aide d'un petit modèle à composantes non observées qui décompose le PIB en volume entre composantes tendancielle et conjoncturelle à l'aide de relations macroéconomiques de forme réduite, comme la loi d'Okun et une courbe de Phillips. La tendance 3 fait référence au même modèle enrichi d'une composante relative au cycle financier qui est estimée comme un facteur commun latent à l'origine des fluctuations d'un certain nombre de variables financières, telles que la croissance des crédits aux ménages et aux sociétés non financières en termes réels, le taux de croissance réel de M3 et le taux de croissance réel des prix de l'immobilier résidentiel. Le PIB potentiel étant une variable non observable, toutes les méthodes sont entourées d'un degré d'incertitude élevé.

Des récessions sévères à la suite de phases d'expansion alimentées par le crédit peuvent avoir une incidence négative sur le PIB potentiel. Tandis que les ralentissements économiques comme la Grande Récession observée récemment peuvent sans doute donner lieu à des effets purificateurs (*cleansing effects*) ayant une incidence favorable sur la croissance future de la productivité, la réallocation des ressources vers des usages plus productifs peut être entravée par des contraintes pesant sur l'offre dans le secteur financier. En particulier, les ratios de créances douteuses élevés conjugués avec un traitement inadéquat de l'insolvabilité et de la résolution bancaire peuvent immobiliser le capital dans les entreprises peu productives et rendre moins probables les acquisitions et l'entrée ou le développement d'entreprises innovantes et potentiellement très productives ¹⁵. La dette à taux fixe nominal qui s'est accumulée durant la phase d'expansion, conjuguée avec des garanties qui ont perdu de la valeur pendant la récession, peut

¹⁴ Pour une approche similaire, cf. Melolinna (M.) et Tóth (M.), « *Output gaps, inflation and financial cycles in the United Kingdom* », *Staff Working Paper*, n° 585, Bank of England, 2016.

¹⁵ Cf. Adalet McGowen (M.), Andrews (D.) et Millot (V.), « *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries* », *Economics Department Working Papers*, n° 1372, OCDE, 2016.

limiter les possibilités pour les entreprises par ailleurs saines d'obtenir des financements externes pour des projets d'investissement productif, en particulier sous la contrainte du niveau plancher des taux d'intérêt nominaux. Le long processus ultérieur de redressement des bilans du secteur privé peut affaiblir davantage la demande intérieure et entraîner des taux de chômage durablement élevés. Avec de longues périodes de chômage élevé, la probabilité d'hystérésis sur les marchés du travail est plus grande, en particulier si ces marchés sont rigides et surréglementés. Le processus de réallocation lui-même peut introduire une baisse temporaire du PIB potentiel si, par exemple, l'acquisition de ressources qui étaient bloquées dans des activités peu productives est entravée par l'existence de fortes barrières à l'entrée.

Les effets négatifs des épisodes de récession financière sur le côté « offre » de l'économie ne sont pas nécessairement durables et dépendent des politiques en place. Si les contraintes pesant sur le crédit et les autres imperfections financières peuvent freiner sensiblement la croissance économique dans une période de reprise, on peut s'attendre à une atténuation progressive de leur incidence sur l'allocation des ressources. Dès lors, les estimations du PIB potentiel qui ne tiennent pas compte de toutes ces possibilités peuvent donner une vision exagérément pessimiste du potentiel du côté « offre » lors des reprises suivant les crises financières. Par conséquent, au stade actuel, la reprise conjoncturelle et la capacité de l'économie du côté « offre » pourraient tirer profit de mesures d'insolvabilité et de résolution adéquates et d'un traitement efficace des créances douteuses, notamment dans le contexte d'une politique monétaire accommodante.

L'ajustement des salaires et l'emploi en Europe : quelques résultats tirés de l'enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network – WDN*)

Le présent encadré examine le lien existant entre les conventions salariales collectives, les rigidités à la baisse des salaires et l'emploi. Selon plusieurs études précédentes utilisant des données macroéconomiques agrégées, certains aspects institutionnels affectant le processus de fixation des salaires sont associés à la rigidité à la baisse des salaires, qui risque ensuite d'amplifier les pertes d'emploi lors des récessions ¹⁶. Le présent encadré utilise des données individuelles fondées sur une enquête réalisée auprès des entreprises pour examiner si les effets mentionnés ci-dessus se sont également vérifiés au niveau des entreprises de la zone euro au cours de la période 2010-2013. Dans l'ensemble, les conclusions confirment que les institutions partenaires des négociations salariales ont contribué aux rigidités des salaires en Europe et ont peut-être amplifié les pertes d'emploi lors des récessions.

Le présent encadré utilise les données tirées de la troisième vague d'enquêtes du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (WDN) du SEBC ¹⁷.

L'enquête WDN3 fournit des informations au niveau des entreprises sur les conditions économiques et les accords salariaux collectifs dans 25 États membres de l'UE au cours de la période 2010-2013. Ces données montrent des variations importantes des évolutions selon les entreprises participantes au cours de la période sous revue, qui s'est caractérisée par la crise de la dette souveraine. Tandis que 44 % des entreprises ont enregistré une baisse de la demande, 32 % ont indiqué que la demande avait augmenté. La proportion d'entreprises ayant réduit l'emploi ou les salaires est sensiblement plus élevée parmi les entreprises ayant connu une baisse de la demande : l'emploi a diminué dans 43 % de ces entreprises et 14 % d'entre elles ont réduit les salaires de base. Étant donné l'ampleur de la baisse de la demande et des réductions de l'emploi, le pourcentage relativement faible des diminutions de salaires semble être une indication de la rigidité à la baisse des salaires nominaux. En effet, près d'un quart de l'ensemble des entreprises participantes ont déclaré qu'elles avaient gelé les salaires nominaux. Les gels des salaires constituent également une forte indication de leur rigidité à la baisse, car ils suggèrent que les entreprises les maintiennent au même niveau afin d'éviter

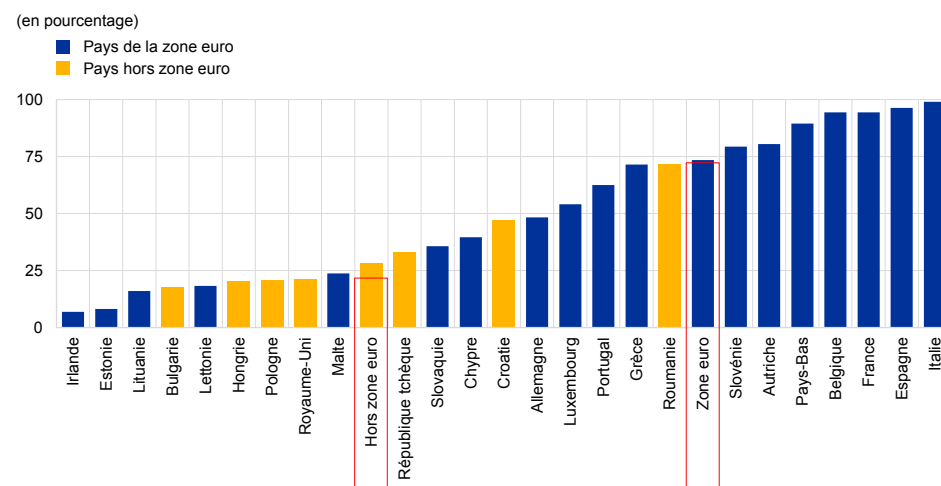
¹⁶ Ces aspects institutionnels associés aux rigidités des salaires peuvent couvrir une large gamme de caractéristiques (taux de syndicalisation, conventions salariales collectives, protection de l'emploi, etc.). Pour consulter les résultats et une vue d'ensemble concise de la littérature, cf. par exemple l'encadré intitulé « Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015 ; et l'encadré intitulé « L'incidence des rigidités institutionnelles sur la réactivité des salaires dans la zone euro » dans 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.

¹⁷ Pour plus de détails sur la dernière enquête du WDN et pour une vue d'ensemble de ses principaux résultats, cf. l'article intitulé « Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

d'éventuelles tensions associées à leur baisse, même lorsque les conditions économiques pourraient justifier cette diminution ¹⁸.

Graphique A

Part des salariés couverts par des accords salariaux collectifs – vue d'ensemble des pays en 2013



Sources : Calculs de la BCE établis à partir de l'enquête WDN3 dans l'article intitulé « Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013 » du *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

Notes : Les entreprises employant moins de cinq salariés sont exclues des calculs. Les chiffres sont pondérés pour refléter l'emploi total et recalculés pour exclure les non-réponses. Les chiffres relatifs à l'Irlande ne sont pas pondérés. Les moyennes « zone euro » et « hors zone euro » sont calculées pour l'ensemble des pays ayant des pondérations.

Dans l'analyse qui suit, les accords salariaux collectifs jouent un rôle essentiel ¹⁹.

Selon l'enquête WDN (graphique A), la part des salariés couverts par un accord salarial collectif dans les pays de la zone euro (près de 75 % en moyenne) est beaucoup plus élevée que dans les pays n'appartenant pas à la zone euro (près de 30 %). Plusieurs pays sont largement au-dessus de la moyenne de la zone euro, notamment l'Italie, l'Espagne, la France, la Belgique, et les Pays-Bas. À l'exception des Pays-Bas et des pays baltes, ces parts importantes s'expliquent essentiellement par l'existence de conventions collectives extérieures à l'entreprise (c'est-à-dire des accords nationaux ou sectoriels plutôt qu'au niveau plus

¹⁸ Il convient de noter qu'en Grèce et à Chypre, une part significative des entreprises ont baissé les salaires au cours de la période de référence, à la suite du recul particulièrement important du PIB dans ces pays.

¹⁹ Parmi les études montrant que les rigidités à la baisse des salaires reflètent des facteurs institutionnels (taux de syndicalisation élevé et niveau élevé de protection de l'emploi, etc.), cf., par exemple, Holden (S.) et Wufberg (F.), « *Downward nominal wage rigidity in the OECD* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 8, 2008, p. 1-48 ; Anderton (R.) et Bonhuis (B.), « *Downward wage rigidities in the euro area* », *GEP Research Paper Series*, n° 2015/09, University of Nottingham, juillet 2015. Différents résultats montrent également que les facteurs institutionnels peuvent affecter l'emploi par le biais de rigidités salariales. Cf., par exemple, Dias et al. (2013) qui montrent que les entreprises ayant des salaires de base plus flexibles sont moins susceptibles de réduire l'emploi (Dias (D.A.), Marques (C.R.) et Martins (F.), « *Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data* », *Labour Economics*, vol. 23, 2013) et Barwell et Schweitzer (2010) qui concluent, pour le Royaume-Uni, que les rigidités à la baisse des salaires augmentent la probabilité de licenciements (Barwell (R.D.) et Schweitzer (M.E.) « *The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98* », *Economic Journal*, vol. 117, n° 524, 2007). En revanche, Babecky et al. (2012) soulignent une possible substituabilité entre la flexibilité des salaires de base et des ajustements alternatifs des coûts de main-d'œuvre (par exemple, en modifiant la composante flexible des salaires) (Babecky (J.), Du Caju (P.), Kosma (T.), Lawless (M.), Messina (J.) et Rõdm (T.), « *How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?* », *Labour Economics*, vol. 19, n° 5, octobre 2012).

décentralisé des entreprises). En revanche, l'Irlande, l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie ont une couverture par les conventions collectives largement inférieure à la moyenne de la zone euro (inférieure à 20 %). Parmi les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne et le Royaume-Uni ont des proportions plus faibles de salariés couverts par des accords salariaux collectifs, tandis que la Roumanie et la Croatie ont des proportions plus élevées.

En utilisant l'ensemble de données collectées au niveau des entreprises par le WDN, le présent encadré rend compte des estimations de la réaction des salaires aux variations du niveau de la demande et de l'incidence des salaires sur l'emploi lors d'un choc négatif de demande ²⁰. Il est possible d'estimer les réactions des salaires et de l'emploi au niveau agrégé de l'UE en regroupant les données des 25 pays et en utilisant des modèles probit ordonnés ²¹. En ce qui concerne les salaires, l'enquête WDN permet d'exprimer cinq résultats différents lorsque les entreprises constatent la façon dont leurs salaires nominaux de base ont évolué au cours de la période 2010-2013, à savoir : forte baisse, baisse modérée, sans changement, hausse modérée et forte hausse. La spécification des salaires comprend également différentes variables explicatives telles que la part des salariés couverts par un accord salarial collectif, ainsi que les évolutions de la demande (pour les cinq catégories) ²².

Si l'on examine l'hétérogénéité des réactions des salaires aux variations de la demande, les résultats économétriques indiquent des élasticités asymétriques des salaires par rapport à la demande, ce qui suggère une rigidité à la baisse des salaires nominaux ²³. Le graphique B montre que l'augmentation de la probabilité d'une réaction baissière des salaires de base face à une baisse de la demande est sensiblement plus faible que l'augmentation de la probabilité d'une réaction haussière des salaires face à une hausse de la demande (c'est-à-dire que les salaires sont plus rigides à la baisse qu'à la hausse). En outre, une baisse forte ou modérée de la demande accroît sensiblement la probabilité que les salaires de base restent inchangés, alors qu'on pourrait s'attendre à ce que ces baisses de la demande réduisent effectivement les salaires. Il s'agit d'une nouvelle preuve de la rigidité à la baisse des salaires nominaux, puisque la distribution des variations salariales commence à se regrouper autour de salaires de base inchangés lorsque la demande baisse. En revanche, lorsque la demande augmente fortement ou modérément, la probabilité de salaires de base restant inchangés est plus faible.

²⁰ Tous les résultats économétriques repris dans les graphiques B et C utilisent les données de l'enquête WDN et sont basés sur les tableaux 3 et 4 (respectivement) de Marotzke (P.), Anderton (R.), Bairao (A.), Berson (C.) et Toth (P.), « *Wage adjustment and employment in Europe* », *GEP Research Paper* n° 2016/19, University of Nottingham, novembre 2016.

²¹ Si l'estimation est seulement réalisée pour les pays de la zone euro, alors l'ensemble des résultats économétriques sont qualitativement les mêmes pour la zone euro (avec seulement de légères différences dans les valeurs des paramètres). Cf. l'encadré intitulé « *Wage rigidity and employment in the euro area: an analysis with firm-level data* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, décembre 2016, p. 42-44.

²² Une quantité d'autres variables de contrôle sont également comprises dans la spécification.

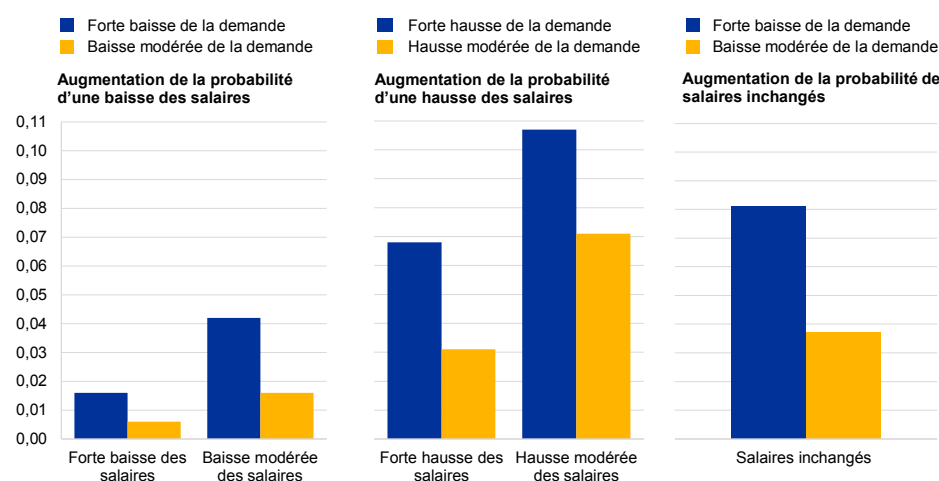
²³ Ces élasticités asymétriques de la demande restent *de facto* inchangées, indépendamment de la prise en compte dans l'équation de la variable sur l'accord salarial collectif.

Des données attestant de la rigidité à la baisse des salaires nominaux apparaissent également dans les estimations du graphique C (panel A), les conventions collectives réduisant la probabilité d'un ajustement à la baisse des salaires ²⁴. Dans une entreprise, plus la proportion des salariés couverts par une convention collective est élevée, plus la probabilité d'une baisse des salaires est faible et plus la probabilité d'une hausse des salaires est élevée. Étant donné l'importance de la couverture par une convention collective dans les pays de la zone euro, ce résultat implique également qu'il existe beaucoup plus de rigidités à la baisse des salaires nominaux dans les pays caractérisés par des proportions plus importantes de salariés couverts par des accords salariaux collectifs.

Graphique B

Estimation des réactions des salaires à différentes évolutions de la demande

(décimales ; augmentation de la probabilité d'une variation des salaires)



Sources : Marotzke *et al.* (2016).

Notes : Les estimations sont basées sur des méthodes d'estimation probit ordonnées (c'est-à-dire les effets marginaux sur la probabilité d'observer le résultat). Le graphique montre, pour différentes évolutions de la demande, la probabilité estimée d'une certaine évolution des salaires par rapport à la catégorie de référence de la demande inchangée. Par exemple, la colonne la plus à gauche montre que la probabilité estimée d'une forte baisse des salaires en raison d'une forte baisse de la demande est 1,6 point de pourcentage plus élevée que lorsque la demande est inchangée (cf. le tableau 3 de la source pour plus de détails). Tous les paramètres sont statistiquement significatifs, principalement au niveau de 1 % sur la base d'erreurs standard robustes.

Toutefois, les rigidités à la baisse des salaires, comme le comportement asymétrique des salaires illustré par le graphique B, peuvent également être imputables à d'autres facteurs (éventuellement sans lien avec la convention collective) tels que la crainte des employeurs que des baisses de salaires puissent diminuer la motivation des salariés et avoir une incidence négative sur la productivité ²⁵.

²⁴ La corrélation significative des termes d'erreur confirme que les salaires sont endogènes dans l'équation d'emploi et que l'approche des variables instrumentales est adéquate.

²⁵ Bien qu'ils ne fassent pas partie des résultats empiriques de l'étude sur lesquels les résultats des graphiques B et C sont basés, les salaires efficients sont souvent cités comme une cause potentielle des rigidités à la baisse des salaires. Cf., par exemple, le chapitre 3 dans Layard (R.), Nickell (S.) et Jackman (R.), « *Unemployment: macroeconomic performance and the labour market* », Oxford University Press, 1990 ; Stiglitz (J.), « *Alternative theories of wage determination and unemployment in LDCs: the labour turnover model* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 88, 1974, p. 194-227 ; Solow (R.), « *Another possible source of wage stickiness* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 1 n°1, 1979, p. 79-82 ; et Du Caju (P.), Kosma (T.), Lawless (M.), Messina (J.) et Rööm (T.), « *Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms* », *ILR Review*, vol. 68, n°4, 2015.

Les résultats des estimations soulignent également un effet négatif des rigidités à la baisse des salaires sur l'emploi (graphique C, panel B). L'incidence des ajustements des salaires sur l'emploi s'avère également significative. La probabilité que l'emploi fléchisse ou reste inchangé est sensiblement plus faible lorsque les salaires diminuent (par rapport à la catégorie de référence des salaires de base inchangés). La probabilité d'une progression de l'emploi est donc accrue si les salaires baissent. En revanche, si les salaires augmentent, la probabilité d'un recul de l'emploi est plus élevée (par rapport à la catégorie de référence des salaires de base inchangés).

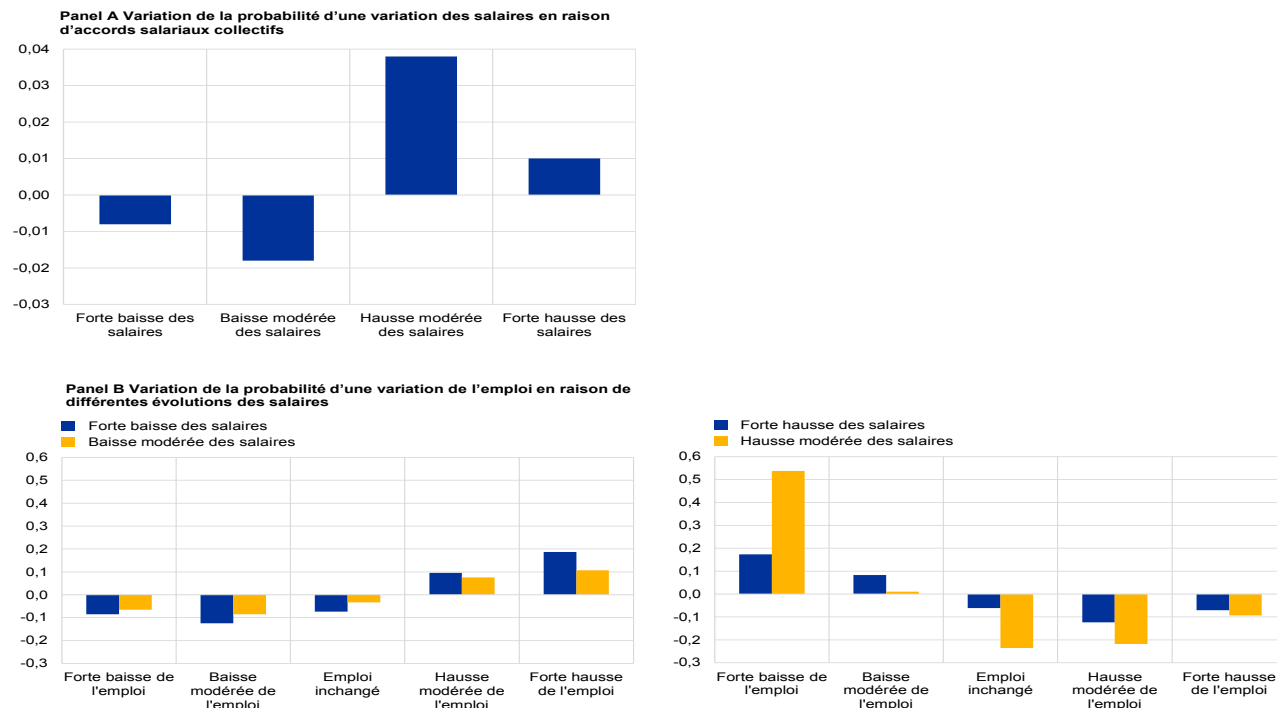
Dans l'ensemble, l'étude présentée dans cet encadré confirme que les rigidités des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013 ont été associées à des évolutions plus négatives de l'emploi. Premièrement, les accords salariaux collectifs semblent réduire la probabilité d'ajustement à la baisse des salaires ; deuxièmement, l'augmentation de la probabilité d'une réaction baissière des salaires face à une baisse de la demande est sensiblement plus faible que l'augmentation de la probabilité d'une réaction haussière des salaires face à une hausse de la demande (ce qui suggère l'existence de rigidités à la baisse des salaires et un comportement asymétrique des salaires)²⁶. Enfin, les résultats soulignent un effet négatif des rigidités à la baisse des salaires sur l'emploi au niveau des entreprises.

²⁶ Ces variations de la probabilité sont comparées à la situation où la demande est inchangée.

Graphique C

Réactions des salaires et de l'emploi aux accords salariaux collectifs et à la dynamique des salaires

(décimales ; variation de la probabilité d'une variation des salaires (panel A) ; variation de la probabilité d'une variation de l'emploi (panel B))



Sources : Marotzke *et al.* (2016).

Notes : Les estimations sont basées sur des méthodes d'estimation probit ordonnées à variables instrumentales (c'est-à-dire les effets marginaux sur la probabilité d'observer le résultat). Le panel A du graphique montre comment la probabilité estimée d'une certaine évolution des salaires change lorsque la part des salariés couverts par un accord salarial collectif augmente. Les effets marginaux sur la probabilité d'observer une variation des salaires sont calculés en termes absolus et non par rapport à une catégorie de référence. Les résultats sont basés uniquement sur les entreprises enregistrant une baisse de la demande, mais les paramètres et les résultats sont très similaires pour l'échantillon dans son ensemble et pour les cinq catégories de la demande. Le panel B montre, pour différentes évolutions des salaires, la probabilité estimée d'une certaine évolution de l'emploi par rapport à la catégorie de référence des salaires inchangés. Tous les paramètres sont statistiquement significatifs, principalement au niveau de 1 % sur la base d'erreurs standard robustes.

Dans une perspective de politique économique, les conventions collectives semblent contribuer aux rigidités à la baisse des salaires, ce qui risque ensuite d'amplifier les pertes d'emploi lors des récessions. Lors de la crise, certains pays de la zone euro ont introduit des réformes qui ont donné aux entreprises davantage d'options permettant d'évoluer vers des négociations salariales au niveau de l'entreprise et de s'écarter des conventions collectives plus centralisées qui lient l'entreprise aux accords salariaux nationaux, régionaux ou sectoriels. Cette évolution s'explique en partie par la volonté de permettre aux entreprises de négocier des accords salariaux qui soient plus en phase avec les conditions économiques spécifiques auxquelles l'entreprise est confrontée. D'autres résultats de l'enquête WDN ont montré que les réformes des conventions collectives réalisées dans cet esprit ont facilité l'ajustement des salaires par les entreprises ²⁷.

²⁷ C'est ainsi que, selon l'enquête WDN, les entreprises espagnoles ont pris conscience que l'ajustement des salaires était devenu plus facile lors de la crise et que cette situation était au moins en partie liée aux réformes des lois sur le travail en Espagne (par exemple, lorsque le système de convention collective a été réformé pour donner la priorité aux accords négociés au niveau des entreprises par rapport aux accords sectoriels ou régionaux). Cf. l'encadré intitulé « La perception par les entreprises des changements dans la facilité d'ajustement du marché du travail et le rôle des réformes dans les pays de la zone euro en difficulté au cours de la période 2010-2013 (à partir de l'enquête WDN3) » publié dans l'article « Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

Par conséquent, de nouvelles réformes dans ce sens peuvent être bénéfiques pour les pays de la zone euro et permettraient peut-être de réduire les pertes d'emploi en cas de récession.

Le rôle des effets de base liés à l'énergie dans l'évolution de l'inflation à court terme

La hausse actuelle de l'IPCH total est largement due à l'accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie.

L'inflation mesurée par l'IPCH est ressortie à 1,1 % en décembre 2016, après 0,6 % le mois précédent. Cette évolution est dans une large mesure imputable à une poussée de près de 4 points de pourcentage de l'inflation dans le secteur de l'énergie entre novembre et décembre 2016. Cette accélération a reflété deux facteurs : une forte hausse mensuelle des prix de l'énergie et un effet de base haussier significatif. Le présent encadré montre que les effets de base joueront également un rôle important dans l'évolution de l'IPCH début 2017.

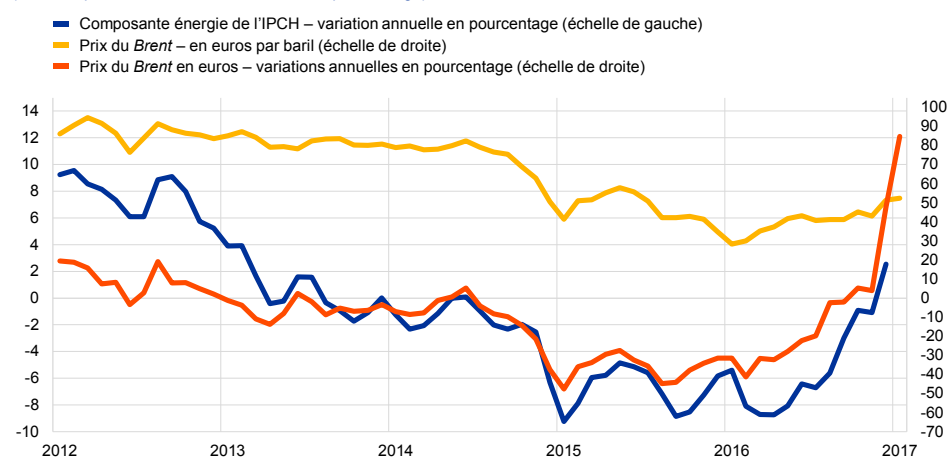
La récente décision des pays producteurs de pétrole de réduire l'offre a entraîné une forte hausse des prix du pétrole ²⁸.

Entre novembre et décembre, les prix du pétrole ont augmenté d'environ 20 % en euros, hausse rapidement répercutée aux composantes « combustible » de la rubrique « énergie » de l'IPCH (cf. graphique A). Toutefois, pour l'essentiel, l'accélération du taux de variation annuel des prix de l'énergie en décembre 2016 était liée à un effet de base haussier. Les effets de base représentent la mesure dans laquelle la variation d'un mois sur l'autre du taux annuel d'inflation peut être expliquée par « l'élimination » de l'indice des prix d'une évolution mensuelle atypique intervenue douze mois auparavant, dans le cas présent, en décembre 2015.

Graphique A

Prix du pétrole et composante énergie de l'IPCH

(en euros par baril et variations annuelles en pourcentage)



Sources : Bloomberg et Eurostat.

Les effets de base liés à l'énergie auront une forte incidence sur l'évolution de l'IPCH au cours des prochains mois.

La quantification des effets de base est empreinte d'incertitude dans la mesure où il n'existe pas de façon unique de calculer

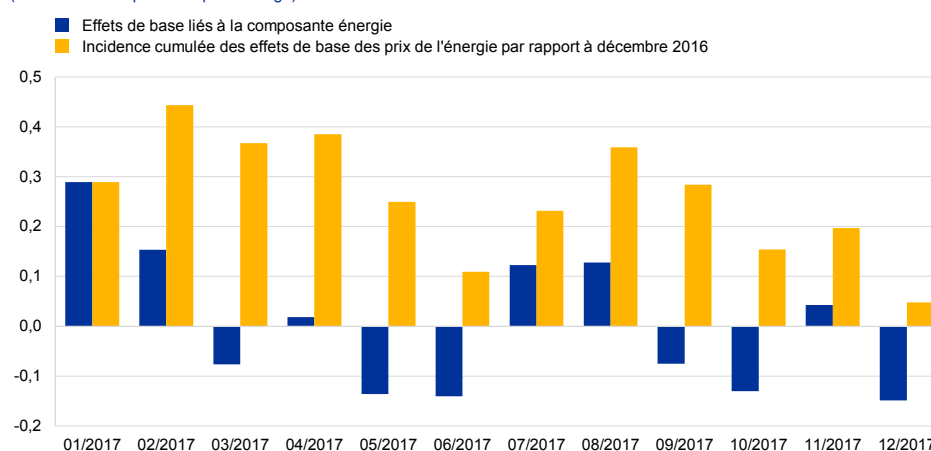
²⁸ Cf. l'encadré intitulé « Impact sur le marché du pétrole de l'accord conclu par l'OPEP en novembre 2016 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

l'incidence d'une variation mensuelle atypique. Dans les analyses précédemment publiées dans le Bulletin économique ou le Bulletin mensuel de la BCE, cette incidence a été calculée en soustrayant la variation effective observée d'un mois sur l'autre du mouvement habituellement observé (c'est-à-dire un effet saisonnier estimé et une « tendance », quantifiée comme la variation moyenne observée d'un mois sur l'autre depuis le milieu des années quatre-vingt-dix)²⁹. Le graphique B présente la contribution estimée des effets de base liés à la composante énergie à la variation d'un mois sur l'autre de l'IPCH annuel qui sera enregistrée en 2017. Selon les estimations, cette contribution sera positive jusqu'en février 2017, plutôt atone en mars et en avril, et négative en mai et en juin. Le second semestre 2017 se caractérisera également par une succession d'effets de base positifs et négatifs. L'incidence cumulée exercée par les effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie sur l'IPCH global est toujours présentée par rapport à un mois de référence spécifique. Par exemple, par rapport au taux d'inflation total annuel pour décembre 2016, l'incidence cumulée sur l'IPCH total des effets de base liés à l'énergie dépassera 0,4 point de pourcentage en février 2017. Toutefois, du fait que les effets de base seront majoritairement négatifs dans les mois suivants, l'incidence cumulée sur l'IPCH total sera négligeable en décembre 2017.

Graphique B

Contribution à l'évolution de l'IPCH des effets de base liés à l'énergie

(contributions en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Toutefois, lors de l'évaluation de l'incidence des effets de base sur les résultats probables pour la composante « énergie » de l'IPCH et l'inflation totale au cours de la période à venir, il convient de garder à l'esprit que les futurs taux annuels d'inflation dépendront bien sûr également des variations effectives mensuelles des prix de l'énergie sur la période considérée, ce qui reflétera à son tour largement l'évolution du prix du pétrole brut à ce moment. Il est clair que la forte hausse des prix du pétrole et de l'énergie depuis décembre 2016 exercera une incidence à la hausse sur les variations de l'IPCH début 2017, venant s'ajouter à l'incidence

²⁹ Cf. par exemple l'encadré intitulé « Effets de base liés aux composantes volatiles de l'IPCH et leur incidence sur la hausse de l'IPCH en 2014 », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2014.

cumulée des effets de base liés à l'énergie de plus de 0,4 point de pourcentage en février 2017.

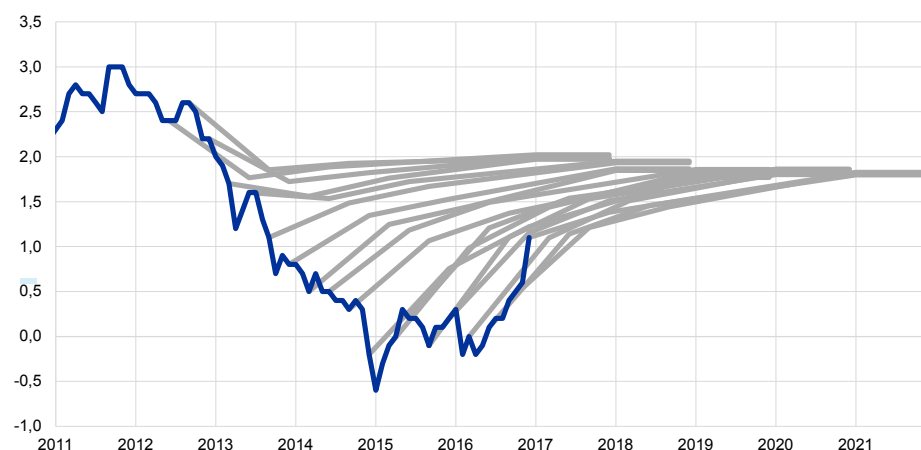
Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution des anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels ?

La période postérieure à 2012 a été caractérisée par une baisse de l'IPCH à la fois prononcée et largement inattendue. L'inflation mesurée par l'IPCH a baissé de façon plus ou moins continue, de taux supérieurs à 2 % à – 0,5 % environ début 2015, pour se maintenir à des taux très faibles jusque mi-2016 (cf. graphique A). L'ampleur et le caractère persistant de cette baisse ont entraîné des erreurs successives concernant les perspectives d'inflation dans les projections de tous les prévisionnistes, y compris l'Eurosystème et les services de la BCE dans leurs projections macroéconomiques. Le présent encadré s'intéresse à la nature et aux sources potentielles de révision des anticipations globales d'inflation dans l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)³⁰.

Graphique A

IPCH et différents millésimes d'anticipations de l'IPCH tirées de l'EPP

(variations annuelles en pourcentage ; lignes grises : anticipations à 12 mois, à 24 mois et à cinq ans tirées de campagnes d'EPP successives ; ligne bleue : IPCH effectif)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Le recul de l'IPCH s'est accompagné de révisions à la baisse successives des anticipations d'inflation de l'EPP. Les révisions à la baisse les plus importantes ont concerné les anticipations d'inflation à court terme, se traduisant dans un premier temps par une pentification du profil de l'inflation anticipée (cf. graphique A). À partir de 2015, le profil d'évolution des anticipations d'inflation a arrêté de se pentifier pour commencer à se déplacer sans modification de la pente, l'inflation restant faible. Les anticipations à plus long terme (à cinq ans) ont également diminué, mais plus faiblement, ressortant à 1,8 % en moyenne depuis le premier trimestre 2016, par rapport à une moyenne de 2,0 % en 2012. Les facteurs à l'origine de l'évolution des anticipations d'inflation diffèrent probablement pour le court terme et pour le plus long terme, et d'autres données issues de l'EPP peuvent

³⁰ Des informations plus détaillées relatives à l'Enquête auprès des prévisionnistes professionnels sont disponibles à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

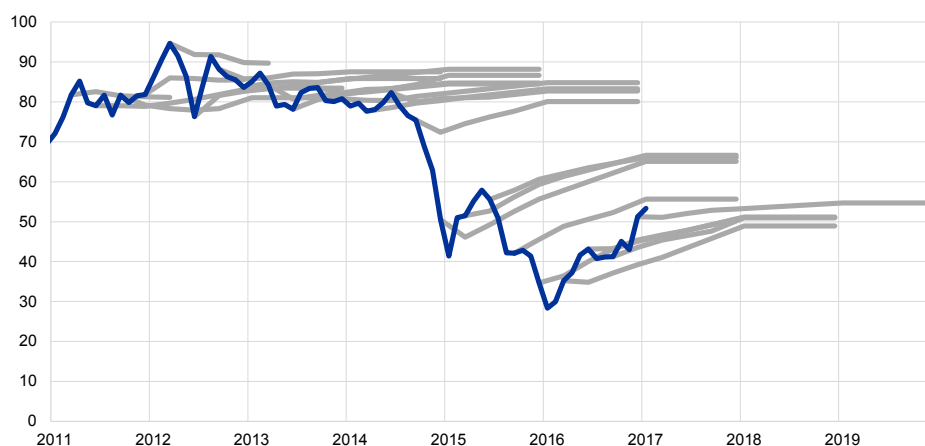
apporter un éclairage sur ces différents facteurs. Ces données, collectées depuis le début des années 2000, incluent les hypothèses des prévisionnistes relatives au prix du pétrole et au taux de change euro/dollar, ainsi que leurs prévisions de croissance des salaires.

La principale source de révision des perspectives d'inflation à court terme a probablement été la baisse des prix du pétrole. Sur une grande partie de la période marquée par des prévisions qui ont surestimé l'inflation de façon récurrente, les anticipations globales des prix du pétrole ressortant de l'EPP, en euros, se sont révélées systématiquement trop élevées (cf. graphique B). Les informations tirées d'un questionnaire spécifique laissent penser que les anticipations des prévisionnistes professionnels relatives aux prix du pétrole s'appuient, dans une mesure raisonnable, sur les prix des contrats à terme ³¹. C'est également l'hypothèse technique à la base des projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE et l'explication, pour une large part, de l'erreur de projection concernant l'IPCH commise par l'Eurosystème/la BCE ces dernières années.

Graphique B

Prix du *Brent* et différents millésimes d'anticipations relatives aux prix du pétrole tirées de l'EPP

(en euros par baril ; lignes grises : hypothèses des prévisionnistes tirées de millésimes successifs d'EPP pour les quatre trimestres suivants et, lorsqu'elles sont disponibles, moyennes annuelles pour les deux années suivant l'enquête ; ligne bleue : prix effectif du pétrole)



Sources : Bloomberg, BRI et calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Note : La dernière partie de chaque prévision de l'EPP est représentée en partant de l'hypothèse que la valeur déclarée pour la dernière année, dans son ensemble, vaut pour chaque trimestre de ladite année.

Les anticipations de chocs sur les prix du pétrole ont généralement eu une forte incidence sur les anticipations d'inflation à court terme, mais peu d'influence au-delà. Les prix du pétrole peuvent affecter l'inflation directement via les composantes énergie de l'IPCH, et indirectement par leur effet plus général sur les coûts de production. Toutefois, sauf si l'évolution des prix du pétrole provoque des effets de second tour, leurs effets directs et indirects devraient s'estomper à un

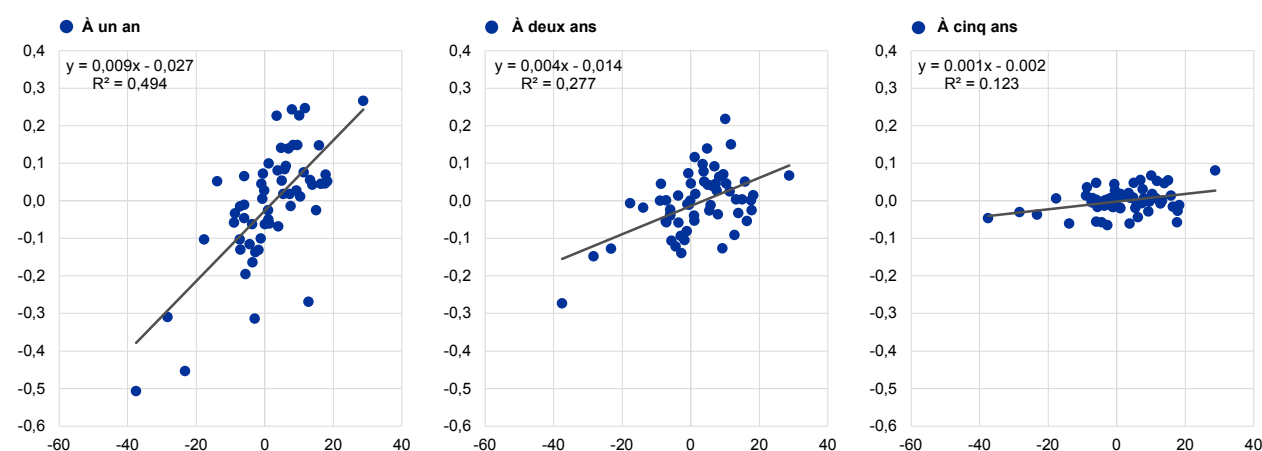
³¹ Cf. « *Results of the second special questionnaire for participants in the ECB Survey of Professional Forecasters* », BCE, janvier 2014.

horizon de cinq ans ³². Le graphique C montre que la force de la relation entre les évolutions des anticipations des prix du pétrole et de l'inflation tirées de l'EPP diminue au fur et à mesure que l'horizon de prévision s'allonge. En moyenne, une hausse de 10 % de l'anticipation relative aux prix du pétrole en euros à un an a été associée à une hausse de 0,1 point de pourcentage de l'anticipation relative à l'IPCH à un an, mais il n'existe pas de relation significative entre les anticipations relatives aux prix du pétrole et les anticipations d'inflation à cinq ans.

Graphique C

Évolutions des anticipations des prix du pétrole en euros et de l'IPCH tirées de l'EPP

(en points de pourcentage ; axe des abscisses : variation trimestrielle des prix du pétrole anticipés à un an ; axe des ordonnées : variation trimestrielle de l'inflation anticipée à trois horizons différents)



Sources : Calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Note : Données établies à partir d'une période d'échantillonnage allant de 2002 à 2016.

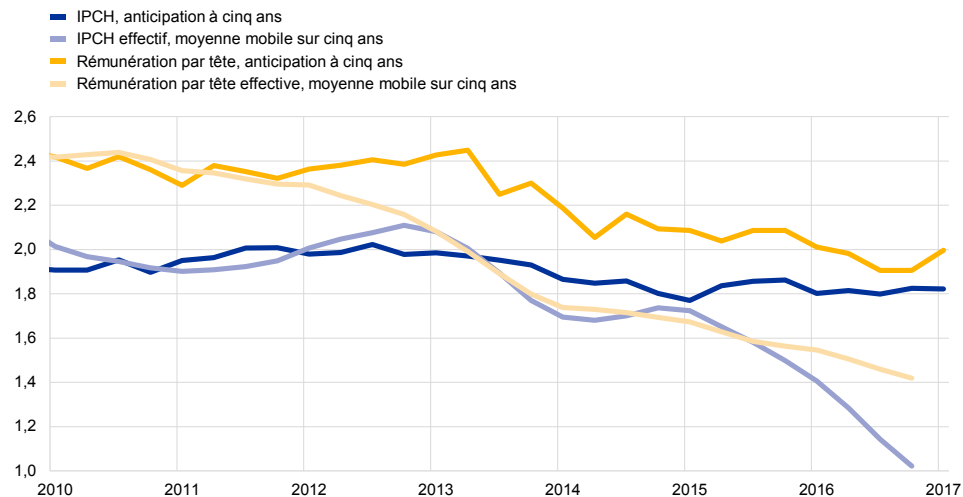
Ces dernières années, on n'a guère observé de relation entre les anticipations d'inflation à plus long terme et les tendances de l'inflation effective. Les anticipations d'inflation à plus long terme sont revenues de 2,0 % environ à 1,8 % environ en 2013 et 2014. Depuis début 2015, toutefois, elles sont stables, malgré un net recul de l'IPCH moyen sur cinq ans (cf. graphique D).

³² Un exemple d'effet de second tour serait qu'une accentuation de l'inflation provoquée par une hausse des prix du pétrole entraînerait des demandes d'augmentation des salaires, qui, à leur tour, donneraient lieu à une hausse des prix. Pour des informations plus détaillées sur la façon dont les prix de l'énergie affectent l'inflation, cf. « *Energy markets and the euro area macro economy* », *Structural Issues Report*, BCE, 2010.

Graphique D

Anticipations d'inflation et de croissance des salaires à 5 ans tirées de l'EPP

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

De même, la baisse des anticipations à plus long terme relatives à la croissance de la rémunération par tête a été nettement inférieure à la diminution de la moyenne correspondante sur cinq ans.

De plus, la croissance de la rémunération par tête s'est avérée plus faible que prévu dans l'EPP comme dans les projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE. Les erreurs de prévision de l'EPP et de l'Eurosystème/de la BCE s'expliquent vraisemblablement dans les deux cas par un ensemble de facteurs analogues, comme : une sous-estimation des capacités inutilisées sur le marché du travail ; une plus grande flexibilité des salaires, en raison de l'intensité de la crise et des réformes structurelles des marchés du travail qui ont suivi ; une plus forte augmentation des emplois à faible productivité ; et les effets d'un environnement de faible inflation ³³.

Globalement, l'EPP continue de montrer que les anticipations relatives à l'IPCH à plus long terme restent ancrées.

Dans l'enquête relative au premier trimestre 2017, les anticipations de l'IPCH à plus long terme se sont maintenues à 1,8 %, poursuivant leur trajectoire horizontale amorcée début 2015. Ces mouvements laissent penser que la plupart des participants à l'EPP prévoyaient que les baisses antérieures de l'inflation seraient probablement de nature seulement temporaire. Cela pourrait indiquer que les prévisionnistes ont le sentiment que la vigoureuse réponse de politique monétaire de la BCE face au bas niveau de l'inflation a contribué à stabiliser les perspectives de stabilité des prix à plus long terme.

³³ Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

Article

1 La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle

Cet article présente de nouvelles données relatives à l'impact des caractéristiques structurelles, des évolutions macroéconomiques et d'autres facteurs sur le mécanisme de transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des banques. L'article montre que le coût de financement des banques et les caractéristiques de leur bilan sont des déterminants importants de l'évolution des régularités de la transmission. L'article explique également comment les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE ont contribué à restaurer le mécanisme de transmission.

Introduction

Cet article traite de la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques, à l'activité économique et aux prix. Malgré le rôle croissant du financement non bancaire ces dernières années, le système financier de la zone euro continue d'être largement bancarisé. Les taux débiteurs bancaires représentent un des principaux coûts de financement externe pour les agents économiques de la zone euro et constituent donc un canal important de transmission de la politique monétaire à la macroéconomie. Il est donc essentiel de suivre et d'évaluer comment les banques de la zone euro sont affectées par les décisions et les impulsions de politique monétaire, et comment elles répercutent les changements de taux directeurs à leur clientèle.

La crise financière prolongée, ainsi que ses nombreuses évolutions, a eu un effet important sur la transmission, de même que les modifications de la réglementation et des pratiques prudentielles. La crise a affecté la capacité des banques de la zone euro à répercuter efficacement les changements d'orientation de la politique monétaire aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages. Il en a résulté une forte hétérogénéité des taux débiteurs bancaires entre les pays de la zone euro.

Les récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire ont contribué à une baisse continue et généralisée des taux débiteurs des banques tout en réduisant leur dispersion entre les pays. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème, notamment le programme étendu d'achats d'actifs (APP étendu), l'introduction de taux négatifs pour la facilité de dépôt et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont

joué un rôle déterminant dans ce processus ³⁴. Ces mesures ont fourni une liquidité abondante dans un environnement de taux d'intérêt bas, en atténuant les distorsions sur les marchés du financement et en réduisant la contraction procyclique des crédits au secteur privé non financier.

À mesure que les taux d'intérêt nominaux se rapprochent de leur plancher effectif, la probabilité d'une non-linéarité de la transmission des taux débiteurs des banques s'accroît.

Une forte incertitude entoure le niveau précis du plancher effectif des taux, mais certains éléments permettent d'affirmer que des frictions peuvent apparaître quand les taux nominaux approchent de zéro ou deviennent négatifs. Si l'on se place du côté du passif des banques, ce plancher pourrait résulter de la réticence des banques à appliquer des taux négatifs aux dépôts des particuliers, pour ne pas risquer de compromettre leur relation avec la clientèle de détail. En outre, la clientèle peut choisir de conserver davantage d'espèces pour se prémunir contre les pertes liées à d'éventuels prélèvements de frais sur les comptes courants ou à des taux négatifs sur les dépôts. Dans ces circonstances, les banques peuvent retarder la transmission d'un nouvel assouplissement monétaire aux taux débiteurs ou y renoncer pour éviter une détérioration de leurs marges d'intérêt, ce qui aurait un impact négatif sur leurs bénéfices. La réaction des banques dépend du degré de concurrence sur le marché, ainsi que des caractéristiques de leur bilan, y compris la liquidité et la capitalisation ³⁵. Pour le moment, il n'est pas démontré que la transmission de la politique monétaire dans la zone euro soit fortement affectée par ce type de non-linéarité. À cet égard, il convient de noter que, même dans un contexte de diminution des marges d'intérêt, l'impact négatif sur les bénéfices des banques peut être atténué via deux canaux. Premièrement, une réduction des taux débiteurs susceptibles de stimuler la demande de crédit, ce qui devrait entraîner un accroissement des volumes de prêts. Deuxièmement, il en résulterait une diminution des défaillances, ce qui ferait baisser les coûts liés aux dépréciations pour les banques.

Cet article présente de nouvelles données relatives aux déterminants de la fixation des taux débiteurs dans la zone euro dans le contexte des mesures non conventionnelles de la BCE et de la réduction de la fragmentation dont elles s'accompagnent à la suite de la récente crise financière. Il vise également à analyser les sources d'hétérogénéité dans l'évolution des taux débiteurs de la zone euro. La deuxième section présente les déterminants de la fixation des taux débiteurs dans la zone euro. La troisième section examine l'hétérogénéité dans le comportement des taux débiteurs de la zone euro. La dernière section apporte des éléments de conclusion.

³⁴ Depuis 2014, la BCE a adopté un certain nombre de mesures visant à améliorer les conditions de financement des SNF et des ménages afin de relancer la création de crédit, et de favoriser un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Ces mesures recouvrent (a) les TLTRO, (b) les achats de titres adossés à des actifs, d'obligations sécurisées, de titres du secteur public et (plus récemment) d'obligations d'entreprises, et (c) une politique de taux négatifs pour la facilité de dépôt.

³⁵ Cf., entre autres, Brissimis (S.N.) et Delis (M.D.), « *Bank heterogeneity and monetary policy transmission* », *Working Paper Series*, n° 1233, BCE, août 2010.

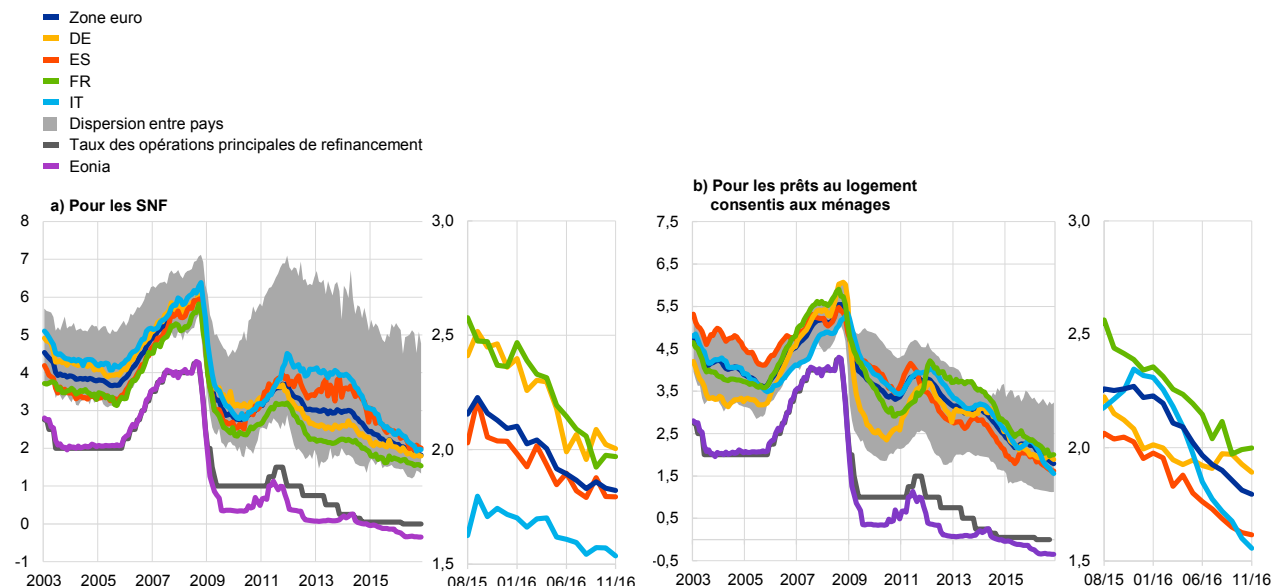
Les évolutions et les déterminants de la fixation des taux débiteurs dans la zone euro

Les taux appliqués par les banques aux prêts à la clientèle de détail ont enregistré une baisse régulière depuis 2014 et leur dispersion s'est considérablement réduite dans la zone euro. Ces évolutions font suite à une période marquée par une forte hétérogénéité des taux débiteurs d'un pays à l'autre. Après la première récession en 2008-2009, lorsque l'incertitude et la demande au niveau mondial étaient des facteurs de contraction communs à toutes les économies de la zone euro, la crise de la dette souveraine s'est manifestée par des épisodes successifs de tensions financières qui ont entraîné une forte hétérogénéité des taux débiteurs bancaires entre les pays. Comme le montre le graphique 1, l'indicateur agrégé du coût d'emprunt pour les SNF et les ménages a augmenté dans les grands pays de la zone euro entre 2010 et 2012. Entre 2012 et fin 2013, l'indicateur a diminué en Allemagne et en France mais il s'est maintenu à un niveau élevé en Italie et en Espagne. Depuis l'introduction des mesures non conventionnelles de la BCE en juin 2014, l'indicateur a fléchi pour les SNF et les ménages, atteignant des niveaux historiquement bas en 2016. La dispersion entre pays a atteint un pic en 2010 pour les prêts au logement consentis aux ménages, et en 2012 pour les prêts aux sociétés non financières. Depuis 2014, il y a eu une réduction importante de la dispersion, même si elle demeure relativement élevée d'un point de vue historique.

Graphique 1

Indicateur composite du coût d'emprunt pour les SNF et pour les prêts au logement consentis aux ménages

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total du crédit est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dispersion entre pays représente l'intervalle entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à novembre 2016.

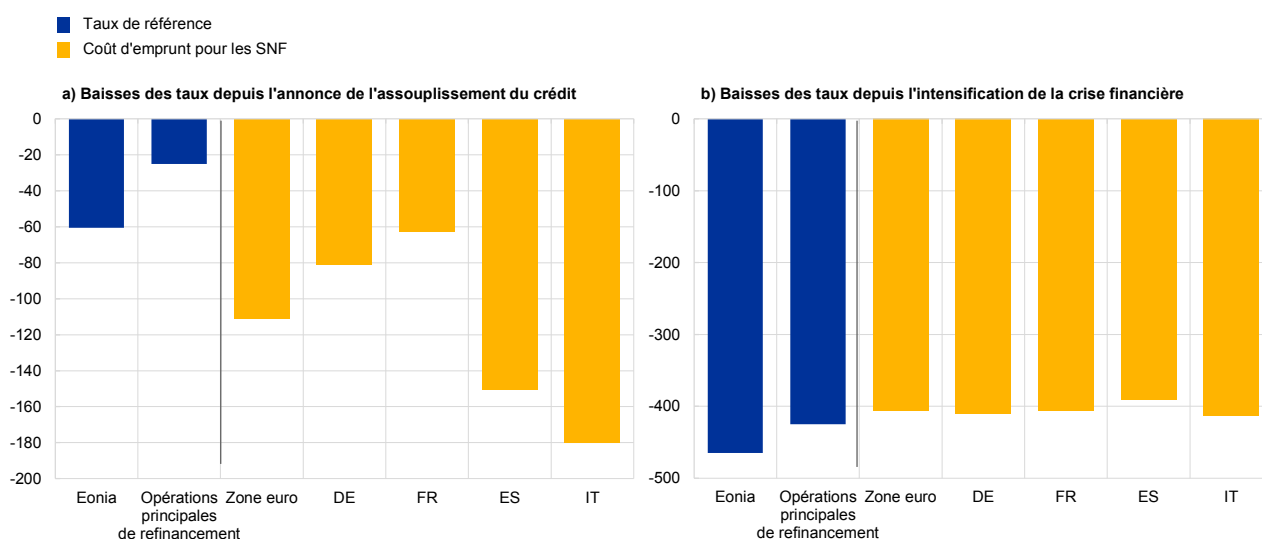
Les baisses des taux débiteurs bancaires précédemment mentionnées peuvent être comparées à celles des taux de référence de la politique monétaire³⁶.

Si l'on considère l'évolution des taux d'intérêt depuis l'annonce du programme d'assouplissement du crédit début juin 2014, on observe que (a) les taux débiteurs ont diminué bien plus fortement que les taux de marché de référence et que (b) la transmission des taux d'intérêt a été relativement efficace. Comme le montre le graphique 2a, la baisse des taux débiteurs enregistrée depuis mai 2014 atteint 111 points de base pour la zone euro. L'Italie et l'Espagne ont enregistré des baisses nettement plus prononcées (180 et 151 points de base, respectivement) que l'Allemagne et la France (81 et 63 points de base, respectivement). Les taux débiteurs sont ainsi devenus progressivement moins hétérogènes entre les grands pays de la zone euro depuis l'introduction du programme d'assouplissement du crédit en 2014. En fait, comme le montre le graphique 2b, depuis l'intensification de la crise financière (août 2008), la transmission des évolutions des taux directeurs aux taux débiteurs bancaires est devenue assez similaire dans les grands pays de la zone euro.

Graphique 2

Transmission des taux d'intérêt : des taux de référence au coût d'emprunt pour les SNF

(en points de base)



Source : BCE.

Notes : La date de mai 2014 a été retenue car elle précède immédiatement l'annonce par la BCE, le 5 juin 2014, de certaines mesures de politique monétaire prises pour améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire (annonce des modalités des TLTRO et intensification des travaux préparatoires relatifs à des achats fermes de titres adossés à des actifs). Août 2008 correspond à l'intensification de la crise financière. Les taux de référence sont des moyennes mensuelles. La dernière observation se rapporte à novembre 2016.

Un modèle comptable simplifié de la façon dont les banques valorisent leurs prêts peut être utilisé pour illustrer les principaux facteurs ayant une influence sur les taux débiteurs des banques. À partir de cette approche simplifiée, le taux débiteur peut être décomposé en différentes composantes, couvrant les coûts de refinancement des banques, les écarts de risque et les exigences en fonds propres (cf. graphique 3). Ce modèle simplifié prend comme hypothèse que, pour valoriser

³⁶ Le taux de marché de référence reflète principalement le taux auquel les banques peuvent lever des fonds sur le marché monétaire interbancaire.

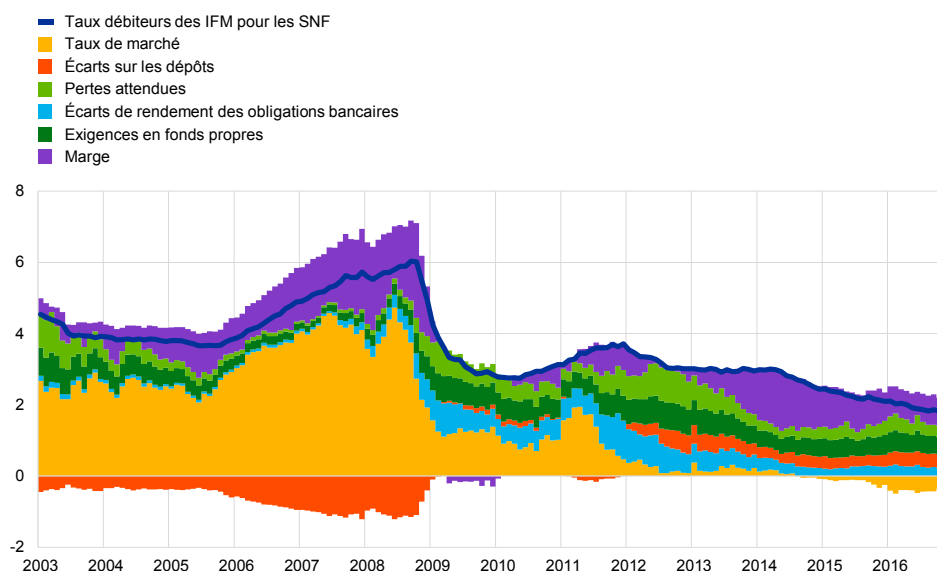
un prêt, la base utilisée par les banques est un taux de marché de référence. En plus de ce taux, les banques répercutent sur l'emprunteur final un certain nombre d'écarts afin de récupérer les coûts qu'elles subissent pour accorder le prêt. Ces écarts peuvent être décomposés en cinq composantes principales :

- (a) les écarts sur les dépôts, qui résultent, par exemple, d'un ajustement échelonné des taux de marché ;
- (b) les écarts de rendement des obligations bancaires, qui font partie du coût de refinancement des banques sur le marché interbancaire ;
- (c) les exigences en fonds propres des banques, les banques devant récupérer le coût de leurs fonds propres, qui est influencé par le risque micro non diversifiable du portefeuille de prêts, la responsabilité limitée, la réglementation prudentielle, les coûts d'agence du financement bancaire et les frictions liées au rééquilibrage du portefeuille bancaire ;
- (d) la rémunération du risque de crédit, qui apparaît en raison des contrats de dette risqués et des pertes attendues ;
- (e) la marge d'intermédiation - qui correspond à la différence entre le taux débiteur de la banque et la somme des facteurs (a) à (d).

Graphique 3

Décomposition du coût composite d'emprunt pour les SNF

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Moody's et Merrill Lynch Global Index.

Notes : Le taux de marché est le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à deux ans. Les écarts de taux sur les dépôts sont calculés comme une moyenne des dépôts à vue, des dépôts à terme et des dépôts remboursables avec préavis, pondérée par les volumes de contrats nouveaux correspondants. Les écarts sont calculés par rapport à l'Euribor de l'échéance la plus proche. Les rendements des « écarts de rendement des obligations bancaires » sont tirés du Merrill Lynch Global Index et agrégés sur la base de leurs encours correspondants. Les écarts sont ensuite calculés par rapport au taux du *swap* de l'échéance la plus proche. Les exigences en fonds propres correspondent au coût des fonds propres imposés par les règlements de Bâle II. Les pertes attendues correspondent à la perte attendue en cas de défaut multipliée par la probabilité de défaut (fréquence attendue de défaut calculée par Moody's), la perte attendue en cas de défaut étant fixée à 0,45. La marge correspond à la différence entre les taux débiteurs et l'ensemble des autres composantes.

La marge, mise en évidence par la zone en violet sur le graphique, est influencée par la structure du marché du crédit bancaire, qui affecte la tarification des produits de détail des banques (par exemple les variations de la demande de prêts, la concurrence au sein du secteur bancaire et les coûts d'opportunité de la distribution de crédits, qui peuvent également dépendre des incitations à détenir de la dette souveraine).

L'évolution de la crise financière dans la zone euro peut être décrite au travers de l'interaction du risque de crédit entre les émetteurs souverains, le secteur bancaire et celui des entreprises. L'évolution de la crise financière de la zone euro peut être décomposée en trois phases : (a) les tensions sur le marché de la dette souveraine en 2011-2012, qui ont vu une forte augmentation des écarts des rendements souverains en Italie et en Espagne en raison d'une réappréciation du risque de solvabilité lié aux pertes enregistrées au bilan des banques de ces pays et de l'incitation de procéder à une nouvelle valorisation et à réduire leurs encours de prêts ; (b) la boucle de rétroaction négative entre économie réelle et secteur financier, avec la hausse des défauts d'entreprises, d'une part, et les faibles performances des actifs bancaires et les contraintes pesant sur la distribution de crédit bancaire, d'autre part ; et (c) le processus de désendettement des banques dans un contexte sans précédent de refonte de la réglementation qui, s'ajoutant aux facteurs à l'œuvre lors des deux phases antérieures, explique la généralisation des taux débiteurs élevés et l'atonie de la dynamique du crédit dans certains pays. Comme le montre le graphique 3, malgré la diminution notable des taux de marché de référence reflétant l'assouplissement de la politique monétaire, les taux débiteurs des banques sont restés élevés jusqu'à mi-2014. À partir du modèle comptable simplifié, on peut expliquer cette évolution par (a) une hausse des écarts sur les dépôts, (b) une augmentation des écarts de coût de financement sur le marché interbancaire, (c) un relèvement des exigences de fonds propres des banques en raison de l'augmentation des coûts des fonds propres, des mesures réglementaires et de l'accroissement des pertes attendues, et (d) une augmentation des marges de rémunération du risque de crédit en raison de la boucle de rétroaction négative des sphères réelle et financière, avec la hausse des défauts d'entreprises et la tarification des prêts.

L'impact des mesures non conventionnelles sur les taux débiteurs

Plusieurs facteurs ont joué un rôle important dans la réduction de la fragmentation financière observée au cours de la dernière crise financière et ont conduit à la forte baisse des taux débiteurs bancaires intervenue plus récemment. Alors que les mesures non conventionnelles introduites par la BCE depuis juin 2014 sont de nature assez hétérogène, les grands canaux de transmission par lesquels elles affectent l'économie sont similaires et ont trait à l'écart entre les coûts du financement bancaire et aux exigences de fonds propres des banques. Il existe trois canaux principaux du crédit bancaire qui se renforcent mutuellement permettant aux mesures non conventionnelles de se transmettre aux taux débiteurs bancaires.

Premièrement, par la transmission directe, les mesures non conventionnelles assouplissent les conditions d'emprunt dans le secteur privé non financier en allégeant le coût de financement pour les banques. Plus particulièrement, les TLTRO fournissent aux banques de la liquidité au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de l'Eurosystème à condition que celles-ci affichent des performances suffisantes en termes d'octroi de nouveaux prêts. Les TLTRO provoquent un renforcement de la concurrence sur le marché des prêts bancaires, ce qui réduit les marges unitaires sur les prêts et les coûts d'emprunt pour l'économie réelle. Les achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées dans le cadre de l'APP visent également à favoriser la création de crédit, les banques étant incitées à restructurer les prêts et à les vendre à des prix plus avantageux. Les banques ont pu utiliser la liquidité fournie par l'Eurosystème pour remplacer la dette interbancaire plus onéreuse dans des conditions de marché défavorables, ce qui leur a permis de réduire les taux débiteurs appliqués aux ménages et aux entreprises.

Deuxièmement, les mesures non conventionnelles se transmettent aux taux débiteurs via le canal du rééquilibrage des portefeuilles, qui implique des interventions sur le compartiment des obligations souveraines dans le cadre de l'APP. La compression des rendements sur le marché des obligations souveraines incite à investir dans des actifs offrant des rendements corrigés du risque plus élevés. Les banques jouent un rôle essentiel dans ce canal de transmission, dans la mesure où les achats d'obligations souveraines dans le cadre de l'APP font baisser les primes de terme et induisent, dans le même temps, un rééquilibrage des bilans des banques, avec notamment l'expansion des prêts. Les banques sont également incitées à se délester des réserves de liquidité nouvellement créées, entraînant une augmentation des actifs détenus et des prêts. La politique de taux d'intérêt négatifs a renforcé cette incitation.

Le troisième canal par lequel les mesures non conventionnelles se transmettent aux taux débiteurs est l'émission d'un signal, qui, associé aux indications sur la trajectoire future des taux directeurs (forward guidance), permet d'orienter efficacement les anticipations. Les indications fournies par la BCE sur l'orientation future de la politique monétaire ont entraîné une révision à la baisse des anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt à court terme futurs et, par conséquent, une baisse des taux d'intérêt débiteurs. De plus, la crédibilité des indications fournies sur la trajectoire future des taux directeurs est renforcée par les achats d'actifs réalisés actuellement, dans la mesure où ceux-ci signalent la volonté d'apporter un soutien supplémentaire. Par ailleurs, le soutien net découlant des achats d'actifs est influencé en partie par les anticipations relatives aux ajustements par l'Eurosystème des futurs taux d'intérêt à court terme en réponse à une meilleure résistance de l'activité réelle et de l'inflation suscitée par la baisse des primes de terme à court terme.

Outre les canaux du crédit bancaire mentionnés précédemment, d'autres facteurs ont contribué à réduire la fragmentation financière. En particulier, le renforcement et l'harmonisation du cadre européen de supervision, de réglementation et de résolution a entraîné un renforcement des bilans des banques, une atténuation des tensions sur les marchés financiers et une diminution, pour les

banques de la zone euro, de la dispersion du risque perçu et de leurs coûts de financement sur le marché interbancaire. Cette évolution a contribué, à son tour, à une diminution de la dispersion des taux débiteurs.

Évolution hétérogène des taux débiteurs dans la zone euro

Les différences constatées entre pays s'agissant des taux débiteurs peuvent refléter des facteurs cycliques et structurels³⁷. Ces derniers recouvrent notamment les différences de comportement des banques en termes de fixation des taux débiteurs et l'hétérogénéité des produits bancaires entre les pays, ainsi que des différences institutionnelles, s'agissant par exemple des cadres budgétaire et réglementaire, des procédures d'exécution et des pratiques en matière de garanties. Les indicateurs composites du coût d'emprunt pour les SNF et les ménages comprennent les taux de prêts de durées différentes, et la proportion de prêts à court terme par rapport aux prêts à long terme diffère d'un pays à l'autre (cf. graphiques 7 et 8). De plus, les taux débiteurs des prêts affectés à la même tranche d'échéance peuvent différer sensiblement en raison de l'hétérogénéité des produits bancaires, s'agissant par exemple des frais autres que les intérêts, des garanties et des options contractuelles intégrées dans les prêts³⁸. Les facteurs susceptibles d'expliquer les différences observées entre les taux débiteurs selon les pays peuvent être classés en deux groupes : les déterminants du côté de la demande, qui regroupent les facteurs liés aux caractéristiques des emprunteurs, et les déterminants du côté de l'offre, qui recouvrent les facteurs liés aux caractéristiques du système bancaire³⁹.

Même si les taux débiteurs composites, agrégés à partir des différents taux débiteurs bancaires, mettent en évidence une hétérogénéité entre les pays, ils masquent la perspective microéconomique de la fixation de ces taux. Cette perspective se manifeste au travers de l'hétérogénéité prononcée constatée à l'intérieur des pays entre les taux débiteurs appliqués par les différentes banques (cf. graphique 4). L'encadré 1 présente les avantages de l'utilisation des données individuelles, qui fournissent des informations importantes, notamment quand les données relatives aux taux débiteurs des différentes banques sont combinées avec les caractéristiques de bilan propres aux banques. La dispersion des taux débiteurs

³⁷ Les différences structurelles dans la façon dont les prêteurs fixent les taux d'intérêt ont été analysées de manière approfondie dans des publications antérieures. Cf., entre autres, Kok Sørensen (C.) et Lichtenberger (J.-D.), « *Mortgage interest rate dispersion in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 733, BCE, février 2007.

³⁸ Par exemple, les frais autres que les intérêts (tels que les commissions) ne seront pas présentés dans la composante taux débiteur des coûts globaux payés par les emprunteurs. Les crédits à la consommation recouvrent les prêts pour l'achat d'un véhicule assortis de garanties solides et de taux d'intérêt relativement bas, et les autres prêts à la consommation avec des taux d'intérêt élevés. Les prêts à taux variable peuvent donner aux emprunteurs la possibilité de réinitialiser les conditions du prêt, en choisissant d'ajuster soit l'amortissement soit la durée du prêt.

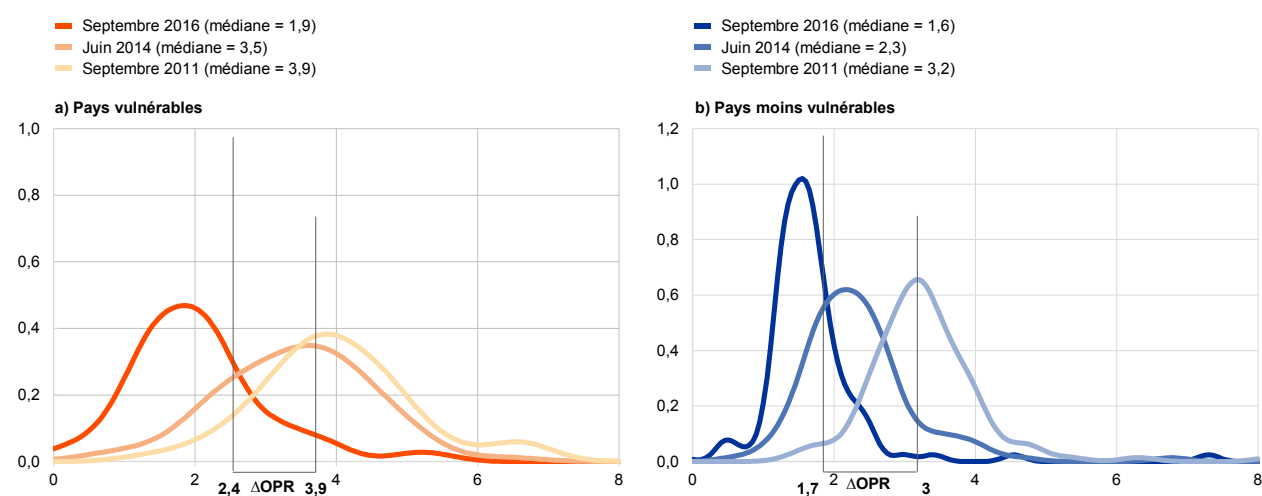
³⁹ Du côté de la demande, les indicateurs recouvrent, par exemple, la solvabilité des emprunteurs, la demande de crédit, la disponibilité d'autres sources de financement de marché pour les entreprises, ainsi que le revenu disponible des ménages et les prix de l'immobilier résidentiel dans le cas des prêts hypothécaires. Du côté de l'offre, les indicateurs couvrent les caractéristiques des bilans des banques, les autres mesures de la solidité des banques, les modèles d'activité en vigueur dans les banques, la titrisation des prêts et le degré de concurrence entre les banques.

granulaires demeure plus forte dans les pays vulnérables, mais la transmission des taux directeurs devient de moins en moins asymétrique. La dispersion plus forte des taux débiteurs dans les pays vulnérables peut refléter des différences plus importantes en termes de situation économique au niveau tant des pays que des entreprises, ainsi que des différences entre les banques (par exemple, la solvabilité, la dépendance vis-à-vis du financement interbancaire et le niveau d'excédent de liquidité).

Graphique 4

Variations des taux débiteurs composites des différentes IFM pour les SNF, dans les pays vulnérables et dans les pays moins vulnérables

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Le graphique présente l'approximation de la densité des distributions des taux débiteurs pour trois périodes différentes (septembre 2011, juin 2014 et septembre 2016). Graphique 4a (pays vulnérables) : 92 IFM irlandaises, espagnoles, italiennes et portugaises. Graphique 4b (pays moins vulnérables) : 142 IFM belges, allemandes, françaises, néerlandaises et autrichiennes. Le graphique montre également que si la réduction du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement depuis septembre 2011 (150 points de base) s'était entièrement répercutée sur les taux débiteurs médians de la première période (graphique 4b, 3,2), le taux débiteur se serait établi à 1,7 % en septembre 2016 (graphique 4b).

Encadré 1

La fixation des taux débiteurs à l'aide des données établies au niveau des banques

Les données individuelles viennent souvent compléter l'analyse des données macroéconomiques, en fournissant des informations importantes pour la politique monétaire. Le présent encadré examine plusieurs avantages de l'analyse des données au niveau des banques, en mettant plus particulièrement l'accent sur l'hétérogénéité de la transmission et sur la fragmentation observées durant la crise financière.

La crise a mis en évidence une forte hétérogénéité dans la réaction des banques, des entreprises et des ménages à des chocs économiques, que ce soit entre les pays de la zone euro ou dans un pays donné. Au vu de cette hétérogénéité, les données individuelles peuvent apporter un éclairage sur des points que l'analyse des données agrégées risque d'omettre ou de masquer. S'il est possible d'agréger les données granulaires de grande qualité pour produire des informations agrégées utiles, l'inverse n'est généralement pas vrai : l'utilisation de données agrégées afin de tirer des conclusions à un niveau plus granulaire risque d'aboutir à des résultats profondément biaisés. Par exemple, si dans un pays donné, le taux d'intérêt moyen des banques est supérieur à

la moyenne pour la zone euro, cela ne veut pas nécessairement dire que les taux d'intérêt pratiqués par une banque de ce pays, choisie de manière aléatoire, seront supérieurs à la moyenne pour la zone euro.

Dans le même temps, l'utilisation de données individuelles peut poser problème à certains égards. La fiabilité de l'analyse des données individuelles dépend de l'utilisation par les différents pays de concepts de données harmonisés, de normes de qualité élevées pour la collecte et la mesure des données, du respect de la confidentialité et de l'utilisation de méthodes statistiques et économétriques solides.

En particulier, les données individuelles au niveau des banques sont instructives en raison de la forte hétérogénéité des taux débiteurs observés dans les différentes juridictions durant la crise financière. Les taux débiteurs peuvent également différer d'une banque à l'autre au sein d'une même juridiction en raison de l'hétérogénéité des coûts du financement bancaire.

Les informations granulaires contenues dans les données au niveau des banques peuvent fournir des indications utiles pour la politique monétaire. Ces données permettent d'analyser l'hétérogénéité des taux débiteurs non seulement entre les pays, mais également au sein d'un pays donné. Elles peuvent donc être utilisées pour rechercher dans quelle mesure l'hétérogénéité des taux débiteurs est liée aux caractéristiques spécifiques des banques, comme le niveau de liquidité ou de fonds propres. D'une manière plus générale, les données individuelles fournissent des informations empiriques que l'on peut comparer aux prévisions spécifiques établies à partir de modèles⁴⁰.

Les données individuelles peuvent également permettre d'établir une correspondance entre les informations au niveau des banques et les caractéristiques des emprunteurs. L'ensemble de ces informations pourrait servir à analyser les caractéristiques des entreprises qui contractent des prêts ainsi que la concentration de ces entreprises par région et/ou secteur industriel, ce qui apporterait un éclairage sur la transmission des taux d'intérêt à l'économie réelle. En outre, il pourrait y avoir un suivi, d'une banque à l'autre et dans le temps, des profils de risque des nouveaux emprunteurs, ce qui permettrait de vérifier si les banques pratiquent ou non une politique de fixation des taux en fonction du risque pour les nouveaux prêts qu'elles offrent.

La série de données individuelles « Anacredit » est une initiative importante à cet égard. Elle a pour objet de fournir un ensemble d'informations sur les prêteurs et les emprunteurs, et elle est harmonisée pour l'ensemble des pays de la zone euro.

En résumé, les données individuelles peuvent permettre de mieux comprendre les facteurs à l'origine de l'hétérogénéité, observée d'une juridiction à l'autre, dans la transmission des taux d'intérêt. La compréhension de ces facteurs est importante pour définir des mesures de politique monétaire visant à réduire la fragmentation et à œuvrer en faveur de l'union bancaire.

⁴⁰ Par exemple, d'après le modèle de Bluhm *et al.*, les banques possédant un niveau élevé d'actifs non liquides devraient être davantage exposées à des chocs négatifs sur la valeur de ces actifs. Cf. Bluhm (M.), Faia (E.) et Krahnen (J.P.), « *Monetary policy implementation in an interbank network: effects on systemic risk* », *Working Paper Series*, n° 46, Research Center SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University, Francfort, 2014.

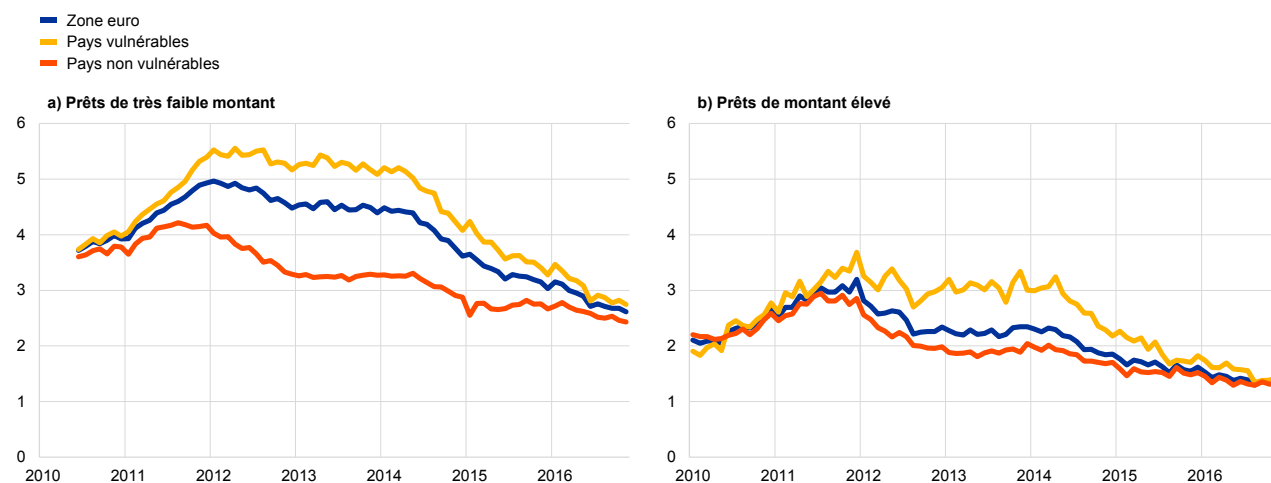
Le rythme de la baisse des taux débiteurs varie également en fonction du montant du prêt.

Depuis 2015, les taux débiteurs sur les prêts de très faible montant ont continué de diminuer à un rythme plus rapide que ceux appliqués aux prêts de montant élevé, contribuant à la poursuite du resserrement de l'écart de taux entre ces deux types de prêts (cf. graphique 5). Dans le même temps, les taux pratiqués sur les prêts de montant élevé ont atteint des niveaux globalement similaires dans les pays vulnérables et dans les pays moins vulnérables. Pour les prêts de très faible montant, l'écart entre les deux groupes de pays s'est encore réduit en raison de la forte baisse enregistrée dans les pays vulnérables.

Graphique 5

Comparaison des taux débiteurs sur les prêts de très faible montant avec ceux appliqués aux prêts de montant élevé consentis aux SNF

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : La série pour la zone euro est calculée comme une moyenne pondérée des écarts entre pays. Les pays « vulnérables » sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie. Les prêts de très faible montant sont inférieurs ou égaux à 250 000 euros, et les prêts de montant élevé sont supérieurs à 1 million d'euros. L'agrégation a été effectuée sur la base des volumes de contrats nouveaux.

Un autre aspect de l'hétérogénéité a trait à la proportion de prêts à taux fixe par rapport à celle de prêts à taux variable.

Cet aspect peut être évalué sur la base soit des encours soit des volumes de contrats nouveaux. La détermination des proportions en fonction des encours rend plus fidèlement compte de la structure de financement de l'économie, car elle reflète l'importance économique des prêts assortis d'échéances différentes dans la structure de financement des entreprises ⁴¹. Toutefois, l'agrégation des taux d'intérêt des IFM à partir des encours ne fournit qu'une estimation approximative du coût d'emprunt marginal pour les agents économiques. L'agrégation réalisée sur la base des volumes de contrats nouveaux permet de mieux mesurer l'impact du coût marginal d'un nouveau prêt sur la structure globale du coût de financement ⁴². Avec cette méthode, cependant, les

⁴¹ Toutefois, les encours ne reflètent pas la ventilation statistique granulaire disponible dans les statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM (MIR). En outre, les différences méthodologiques affectent la comparabilité des données de bilan des IFM et des statistiques MIR.

⁴² Elle permet également de remédier aux problèmes d'incohérences dans la base de données et de granularité des séries temporelles.

instruments à court terme, qui sont fréquemment renouvelés (comme les découverts par exemple), sont surpondérés. De plus, les volumes de contrats nouveaux sont extrêmement instables en rythme mensuel, car ils réagissent relativement vite aux conditions économiques du moment, ce qui peut favoriser l'émission de prêts à court terme par rapport aux prêts à long terme. Compte tenu de cette volatilité, il peut être difficile d'appréhender la véritable dynamique sous-jacente des taux débiteurs des banques. Le graphique 6 retrace les taux débiteurs établis sur la base des encours. Ces taux affichent une volatilité moins élevée que les indicateurs du coût de l'emprunt établis à partir des volumes de contrats nouveaux (cf. graphique 1), et un profil moins prononcé de segmentation du marché. La comparaison des graphiques 7 et 8 permet de constater que, en dépit de la pratique courante en Allemagne et en France consistant à octroyer des prêts à court terme aux SNF (où, respectivement, plus de 80 % et 70 % environ des nouveaux contrats de prêts sont constitués de prêts assortis d'une fixation à court terme du taux d'intérêt ou d'un taux variable), la proportion de prêts à court terme, lorsqu'elle est établie sur la base des encours, reste inférieure à 40 % et 50 %, respectivement.

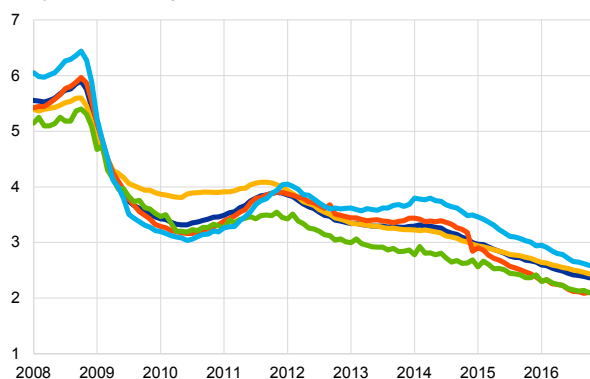
Graphique 6

Taux débiteurs composites sur la base des encours

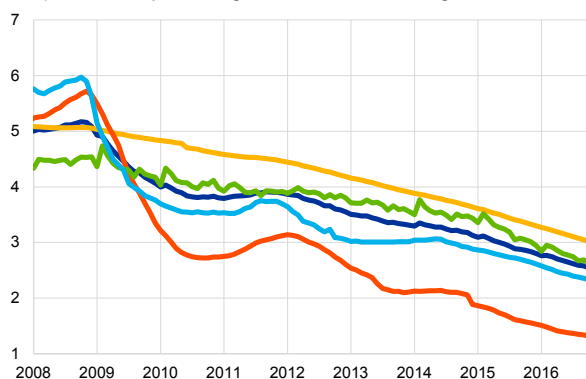
(en pourcentage annuel)

■ Zone euro
■ DE
■ ES
■ FR
■ IT

a) Taux débiteurs pour les SNF



b) Taux sur les prêts au logement accordés aux ménages

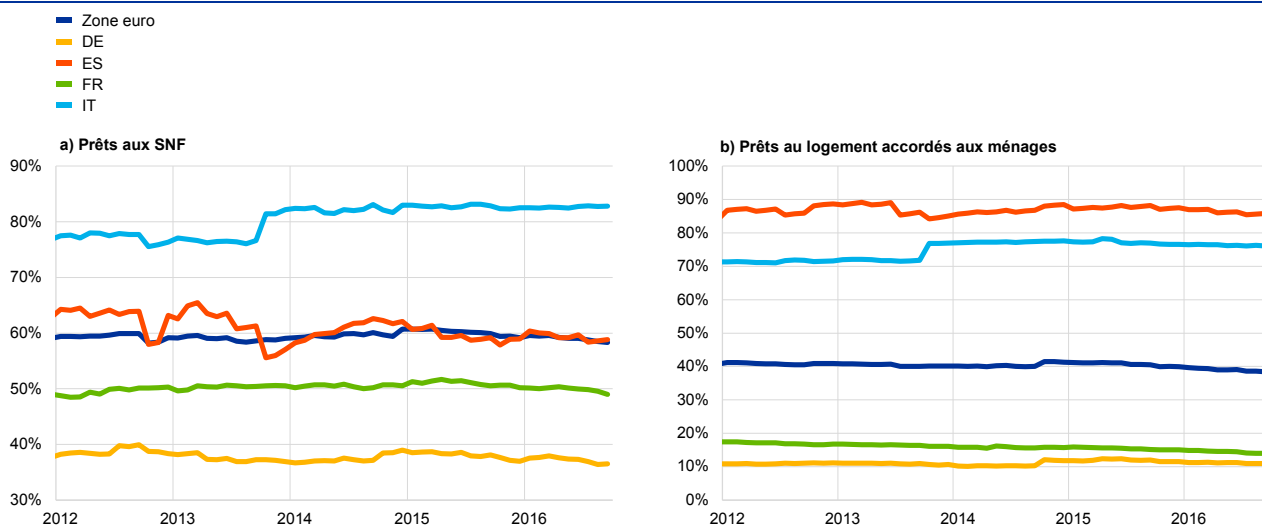


Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : L'indicateur du coût total du crédit est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme.

Graphique 7

Proportion de prêts assortis d'une fixation à court terme du taux d'intérêt (encours)

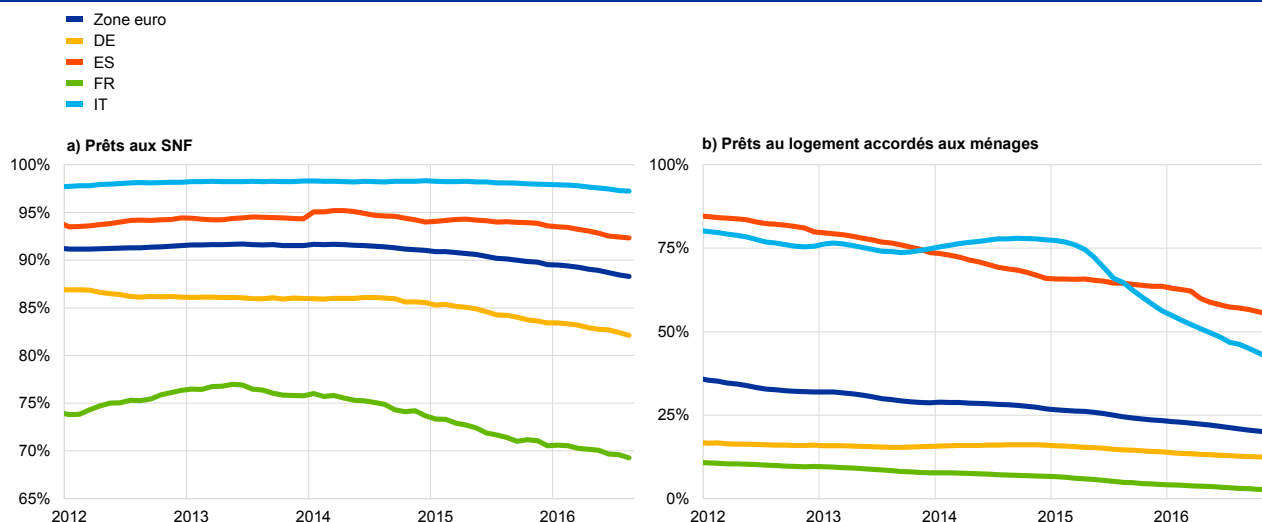


Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts à court terme sont assortis d'une échéance inférieure ou égale à un an, auxquels s'ajoutent les découverts et la part de prêts à long terme assortis d'un taux variable. Ces parts sont calculées à partir des encours et peuvent donc présenter des ruptures résultant de reclassements et/ou de réévaluations. Les indicateurs du graphique sont tirés du quatrième trimestre 2011 en raison de ruptures intervenues en début de période pour certaines séries sous-jacentes, qui ont affecté plus particulièrement les prêts ayant une échéance résiduelle supérieure à un an, et d'une révision des taux prévue dans le courant de l'année suivante.

Graphique 8

Proportion de prêts assortis d'une fixation à court terme du taux d'intérêt (volumes de contrats nouveaux)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : Les prêts à court terme sont assortis d'une échéance inférieure ou égale à un an, auxquels s'ajoutent les découverts et la part de prêts à long terme assortis d'un taux variable.

Les taux débiteurs bancaires ne peuvent pas être analysés indépendamment de la structure des passifs des banques. L'importance de l'indicateur du coût de financement pour la fixation des taux débiteurs par les banques a été soulignée dans la section intitulée « Les évolutions et les déterminants de la fixation des taux »

débiteurs dans la zone euro»⁴³. Camba-Mendez *et al.* considèrent que les banques décident simultanément de la rémunération des déposants et des détenteurs d'obligations et des taux appliqués aux emprunteurs, et montrent que la transmission des taux d'intérêt s'est poursuivie même lorsque leur niveau était très bas⁴⁴. En outre, ils montrent qu'un environnement caractérisé par un excédent de liquidité crée un système à deux niveaux pour le refinancement à court terme, certaines banques empruntant sur les marchés monétaires à des taux proches de celui de la facilité de dépôt, tandis que les autres empruntent auprès de la BCE au taux des opérations principales de refinancement ; cette situation se reflète ensuite dans la transmission aux taux débiteurs bancaires. De plus, un accès aisé au financement à moyen terme à un coût favorable tend à faire baisser les taux débiteurs bancaires.

La tarification des passifs des banques est importante pour la fixation des taux débiteurs bancaires. Comme les décisions des intermédiaires financiers ne sont pas uniquement fonction du niveau des taux directeurs, mais qu'elles s'appuient sur l'écart entre le taux d'intérêt qu'ils versent et celui qu'ils perçoivent sur une unité de fonds intermédiée, il est important de tenir compte de la tarification des passifs des banques. Les taux appliqués aux dépôts présentent actuellement une rigidité à la baisse, ce que la concentration de plus en plus forte de leur distribution près de la ligne du zéro fait clairement apparaître. Les possibilités limitées de nouvelle réduction du taux appliqué aux dépôts impliqueraient un accroissement des tensions sur les marges bancaires, compte tenu de la plus grande flexibilité à la baisse de la tarification des actifs. En octobre 2016, seuls 5,3 % des taux déclarés sur les nouveaux dépôts des SNF et 0,5 % de ceux appliqués aux nouveaux dépôts des ménages étaient inférieurs à zéro (cf. graphique 9). Les taux négatifs sur les dépôts restent donc un phénomène très limité, qui concerne principalement les dépôts des SNF en Allemagne, et des cas très isolés dans un petit nombre d'autres pays, les banques évitant d'appliquer des taux négatifs aux dépôts des particuliers. Jusqu'à présent, l'existence d'une borne zéro pour les taux des dépôts ne semble pas avoir été excessivement restrictive. En effet, depuis octobre 2016, seulement 40 % des nouveaux dépôts des ménages sont assortis d'un rendement de 0 % (contre 53 % pour les SNF), ce qui indique que les possibilités de modification des taux ne sont pas encore épuisées pour ce compartiment. Cependant, pour les ménages, en raison des pratiques en matière de fixation des taux, la part des dépôts d'épargne pour laquelle un taux d'intérêt non nul est attendu est plus importante.

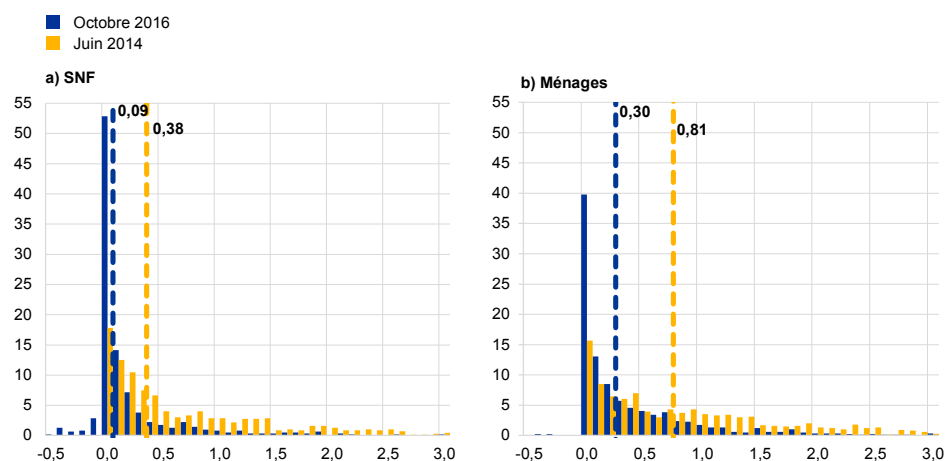
⁴³ Par exemple, une composante du coût global de financement des banques, le coût d'emprunt sur les marchés de capitaux (les rendements des obligations bancaires), a été plus élevée dans les pays vulnérables de la zone euro que dans les pays moins vulnérables, en particulier sur la période 2011-2012. Cette différence reflète le coût d'opportunité plus important des placements en titres émis par des banques exerçant leur activité dans des pays vulnérables, où les rendements souverains sont plus élevés. En outre, la détérioration de la solvabilité des emprunteurs souverains due à la crise de la dette souveraine a eu un effet significatif sur le risque de crédit des banques opérant dans des pays vulnérables, une forte exposition aux obligations souveraines nationales ayant exercé une incidence négative sur leurs coûts de financement.

⁴⁴ Cf. Camba-Mendez (G.), Durré (A.) et Mongelli (F. P.), « *Bank interest rate setting in the euro area during the Great Recession* », *Working Paper Series*, n° 1965, BCE, septembre 2016.

Graphique 9

Distribution des taux appliqués aux dépôts des ménages et des SNF par les différentes IFM

(abscisses : taux appliqués aux dépôts en pourcentage annuel ; ordonnées : fréquences en pourcentage)



Source : BCE.

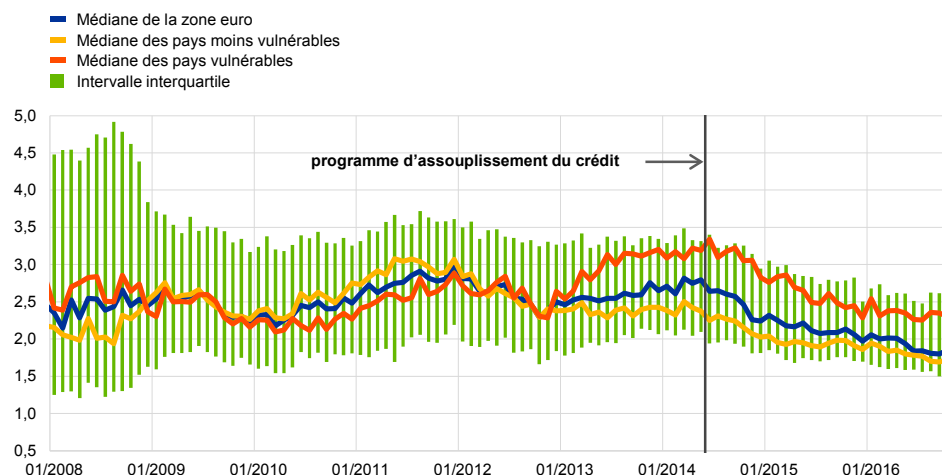
Notes : Les taux appliqués aux nouveaux contrats de dépôt correspondent aux déclarations des différentes banques pour chacune des catégories de produits disponibles. Les lignes en pointillé représentent la moyenne pondérée des taux appliqués aux dépôts en juin 2014 et en octobre 2016.

Des informations récentes montrent que l'introduction de la politique de taux d'intérêt négatifs s'est traduite par une compression des marges sur les taux des prêts et des dépôts bancaires. Depuis l'introduction du programme d'assouplissement du crédit en juin 2014, au moment de l'adoption de la politique de taux d'intérêt négatifs, l'écart médian entre les taux composites des prêts et des dépôts bancaires s'est réduit (cf. graphique 10). Cette réduction a été plus prononcée pour les banques des pays vulnérables, même si cet écart est encore beaucoup plus grand dans ces pays, la médiane ressortant à 2,3 points de pourcentage en octobre 2016, contre 1,7 point de pourcentage dans les pays moins vulnérables. La faiblesse de ces marges n'est pas sans précédent, bien qu'elles intègrent aussi une composante encore élevée relative au risque de crédit, notamment dans les pays vulnérables.

Graphique 10

Écart entre les taux débiteurs et créditeurs composites

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Le taux créditeur composite pour chaque banque est calculé comme la moyenne pondérée des taux appliqués par la banque aux nouveaux dépôts. Les volumes des contrats nouveaux sont utilisés comme pondérations. Pour les dépôts à vue, c'est la variation de l'encours de dépôts (si elle est positive) qui est utilisée comme pondération. Le taux débiteur composite est calculé pour chaque banque comme la moyenne pondérée des taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à taux fixe. Les volumes des contrats nouveaux sont utilisés comme pondérations.

Une question spécifique de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a permis de collecter des informations qualitatives supplémentaires relatives à l'impact de la crise et des tensions sur la dette souveraine, ainsi que celui des mesures non conventionnelles de la BCE et de l'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt, sur les conditions de financement des banques et sur la distribution du crédit bancaire⁴⁵. Les réponses apportées par les banques à l'enquête indiquent que la forte incidence initiale de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques et sur leurs critères d'octroi au quatrième trimestre 2011 s'est atténuée après les opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans et l'annonce des OMT, qui ont commencé à exercer un effet d'assouplissement au second semestre 2013. Les réponses à la question spécifique relative à l'incidence du taux négatif de la facilité de dépôt introduit en avril 2016 ont fait état d'une baisse des produits nets d'intérêt des banques, d'une diminution de leurs taux débiteurs et d'un resserrement de leurs marges sur prêts. D'après les participants, les mesures non conventionnelles de la BCE⁴⁶ ont eu un effet positif sur leur position de liquidité (les TLTRO en particulier ont eu un effet majoritairement positif) et un effet contrasté sur leur rentabilité. Les banques évaluent de façon plus positive l'incidence sur leur rentabilité des TLTRO que celle de l'APP, ce qui reflète les conditions de financement attrayantes des TLTRO, notamment celles des TLTRO II. Les réponses apportées indiquent que les TLTRO aussi bien que l'APP ont eu une incidence sur

⁴⁵ Cf. Köhler-Ulbrich (P.), Hempell (H. S.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey* », *Occasional Paper Series*, n° 179, BCE, septembre 2016.

⁴⁶ Les TLTRO en juin 2014, les TLTRO II en mars 2016 et l'annonce de l'APP en janvier 2015. Cf., par exemple, « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

les conditions de la liquidité et du financement des banques, ce qui leur a permis de répercuter l'assouplissement des conditions de la politique monétaire sur leurs clients. À cet égard, les TLTRO et l'APP ont contribué à l'amélioration de la transmission de la politique monétaire et au rétablissement du canal du crédit bancaire.

Évolutions des régularités de la transmission

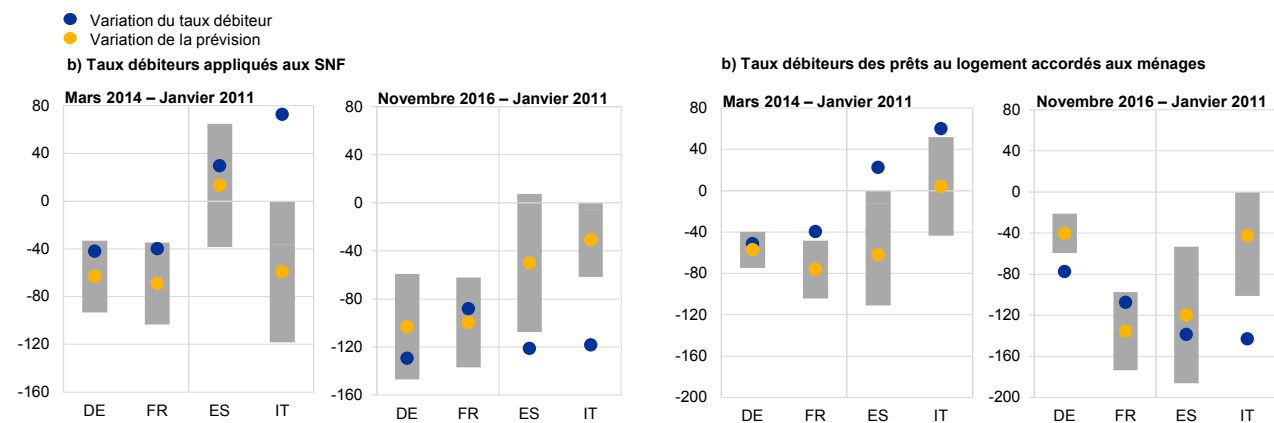
Le mécanisme traditionnel de transmission de la politique monétaire prend pour hypothèse que les taux directeurs, et par conséquent les taux de référence du marché, sont les déterminants les plus directs des taux débiteurs des banques. Cependant, ce cadre ne permet pas d'expliquer aujourd'hui deux phénomènes importants : l'hétérogénéité accrue des taux débiteurs bancaires observée depuis le début de la crise financière en 2008 (cf. graphique 1) et les grandes différences en termes de transmission des mesures non conventionnelles récentes de la BCE. Le graphique 11 présente les données tirées des modèles de transmission standard qui relient exclusivement les évolutions des taux débiteurs à celles des taux de référence du marché ⁴⁷. Il montre les variations prévues et observées des taux débiteurs à court terme pour les SNF (graphique 11a) et pour les prêts au logement des ménages (graphique 11b) sur deux périodes : (a) entre janvier 2011 (au moment de l'intensification de la crise de la dette souveraine) et mars 2014 (juste avant l'introduction du programme d'assouplissement du crédit), et (b) entre janvier 2011 et novembre 2016. Les variations observées des taux débiteurs sont supérieures aux prévisions durant la première période et inférieures au cours de la seconde période en Italie et en Espagne, confirmant que les modèles de transmission standard ne permettent pas d'expliquer les taux débiteurs élevés au moment de la crise de la dette souveraine ni l'impact des mesures non conventionnelles actuelles sur les taux débiteurs.

⁴⁷ Cela suit la méthodologie décrite par Darracq Pariès *et al.*, avec quelques modifications. Cf. Darracq Pariès (M.), Moccero (D.), Krylova (E.) et Marchini (C.), « *The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 155, BCE, août 2014. Le modèle de transmission standard à équation unique simple est fondé sur l'hypothèse de l'absence de toute variable explicative dans le mécanisme d'ajustement du taux débiteur, à l'exception du taux de référence du marché, c'est-à-dire le taux auquel les banques peuvent lever des fonds sur le marché monétaire interbancaire. Elle est modélisée par un mécanisme de correction d'erreur qui intègre la transmission à l'équilibre à long terme et l'ajustement de la correction à court terme. L'équation est estimée en utilisant l'approche du général au particulier. L'équation générale est estimée de manière récursive. Le paramètre le moins significatif, décrivant l'ajustement à court terme, associé à la valeur-p la plus élevée, est éliminé des régressions à chaque itération ; la procédure est répétée jusqu'à ne conserver que des écarts significatifs dans l'équation spécifique obtenue.

Graphique 11

Variations prévues et observées des taux débiteurs à court terme entre janvier 2011 et mars 2014 et entre janvier 2011 et novembre 2016

(variations en points de base)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le calcul des prévisions est fondé sur les modèles de transmission standard. Les spécifications des écarts des équations de correction d'erreur propres à chaque pays sont obtenues en utilisant l'approche du général au particulier. Les rectangles représentent l'intervalle de confiance à 95 % en moyenne sur la période de prévision pour un modèle estimé sur la totalité de l'échantillon.

Une manière synthétique d'évaluer les variations du mécanisme de transmission consiste à examiner les fonctions de réponse impulsionnelle (FRI) empiriques glissantes à une hausse des taux directeurs.

La décomposition des relations de transmission standard ⁴⁸ a déjà été illustrée dans la littérature (a) en comparant les variations cumulées des taux débiteurs avec les variations cumulées du taux directeur de la BCE pour différentes périodes, (b) en comparant les variations prévues aux variations observées des taux débiteurs ⁴⁹ ou (c) en vérifiant la stabilité du coefficient commun de transmission à long terme dans un modèle de panel ⁵⁰. Toutefois, la structure du décalage influence et limite la transmission globale ; il n'est donc pas suffisant de se concentrer uniquement sur les coefficients de transmission à long terme. Une manière synthétique d'évaluer les réponses cumulées à un choc de taux directeur consiste à analyser les FRI glissantes empiriques à une hausse de 1 % des taux de référence du marché. Cette analyse montre que la transmission est lente : l'impulsion d'un choc de taux directeur n'est pas immédiatement transmise aux taux débiteurs, mais prend environ un an. De plus, d'après des études précédentes, la transmission a été plus forte de 2007 à 2010 et a commencé à diminuer ensuite. Les évolutions récentes mettent en évidence la hausse des réponses impulsionnelles des taux débiteurs à court et à long terme appliqués aux entreprises dans les pays vulnérables de l'échantillon (Italie et Espagne).

⁴⁸ En revanche, von Borstel *et al.* ont utilisé des modèles FAVAR et ont conclu que, tandis que la transmission de la politique monétaire traditionnelle aux taux débiteurs des banques n'a pas été modifiée par la crise financière, la composition de la transmission a changé. Cf. von Borstel (J.), Eickmeier (S.) et Krippner (L.), « *The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis* », *Discussion Paper*, n° 10, Deutsche Bundesbank, 2015.

⁴⁹ Comme dans Darracq Pariès *et al.* (cf. note de bas de page n° 14).

⁵⁰ Cf. Illes (A.), Lombardi (M. J.) et Mizen (P.), « *Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?* », *BIS Working Papers*, n° 486, février 2015.

Certains résultats de recherches soulignent la nécessité d'utiliser le coût marginal du financement des banques au lieu des taux directeurs ou des taux de référence du marché dans les modèles empiriques du mécanisme de transmission. Comme les banques obtiennent des financements auprès de sources diverses, comprenant des engagements aux caractéristiques différentes en termes d'échéance et de risque, le coût moyen pondéré du financement des banques peut s'écarter sensiblement des taux directeurs. Par exemple, von Borstel *et al.* ont décomposé la transmission selon ses différents éléments, en la mesurant (a) des taux directeurs aux taux sans risque, (b) des taux sans risque aux coûts de financement des emprunteurs souverains, (c) des coûts du financement souverain aux coûts du financement bancaire, et (d) des coûts du financement bancaire aux taux débiteurs ⁵¹. Pour expliquer la transmission, leur dispositif d'analyse utilise un grand nombre de variables qui représentent les taux des prêts et des dépôts, les écarts de rendement souverains et des CDS, ainsi que le coût moyen pondéré du financement des banques. Illes *et al.* ont utilisé un dispositif de cointégration en panel dans lequel les coefficients de transmission à long terme entre les taux débiteurs et les coûts de financement étaient communs aux différents pays, tandis que l'ajustement à court terme était spécifique à chacun ⁵². Ils décrivent une relation de long terme stable entre les taux débiteurs et les coûts de financement sur la période d'échantillonnage, qui couvre à la fois l'avant-crise et l'après-crise ⁵³. Un exercice similaire, utilisant des modèles à correction d'erreurs à équation unique plutôt que des approches fondées sur des panels, donne des fonctions de réponse empiriques moins stables que les modèles utilisant les taux de référence du marché au lieu des coûts de financement ⁵⁴.

Les publications récentes ont mis en évidence un grand nombre de facteurs supplémentaires ⁵⁵ à l'origine des modifications des régularités de la transmission. La faible échelle des modèles à correction d'erreurs ne permet pas de paramétrer un grand nombre de variables explicatives ; en conséquence, ces modèles se concentrent uniquement sur les plus importantes. Les mesures de

⁵¹ Cf. référence de la note de bas de page n° 15.

⁵² Cf. note de bas de page n° 17.

⁵³ En revanche, Harimohan *et al.* ont analysé la transmission des coûts individuels du financement bancaire aux taux pratiqués sur les prêts et les dépôts au Royaume-Uni et ont constaté que la composante commune des coûts du financement est répercutée rapidement et complètement, mais que les variations des coûts qui ne sont pas homogènes d'une banque à l'autre donnent lieu à une transmission plus lente et sont influencées par la concurrence du marché. Cf. Harimohan (R.), McLeay (M.) et Young (G.), « *Pass-through of bank funding costs to lending and deposit rates: lessons from the financial crisis* », *Staff Working Paper*, n° 590, Bank of England, avril 2016.

⁵⁴ Cela implique de calculer des coûts de financement bancaire moyens pondérés pour chaque pays, par agrégation des financements traditionnels par les dépôts, de l'émission d'obligations bancaires et des emprunts nets auprès de l'Eurosystème. L'agrégation se fait sur la base des encours. Les taux pratiqués sur les dépôts sont calculés par la moyenne des dépôts à vue, des dépôts à terme et des dépôts remboursables avec préavis, pondérée par les volumes de contrats nouveaux correspondants. Les spécifications des écarts des modèles à correction d'erreurs propres à chaque pays sont obtenues en utilisant l'approche du général au particulier.

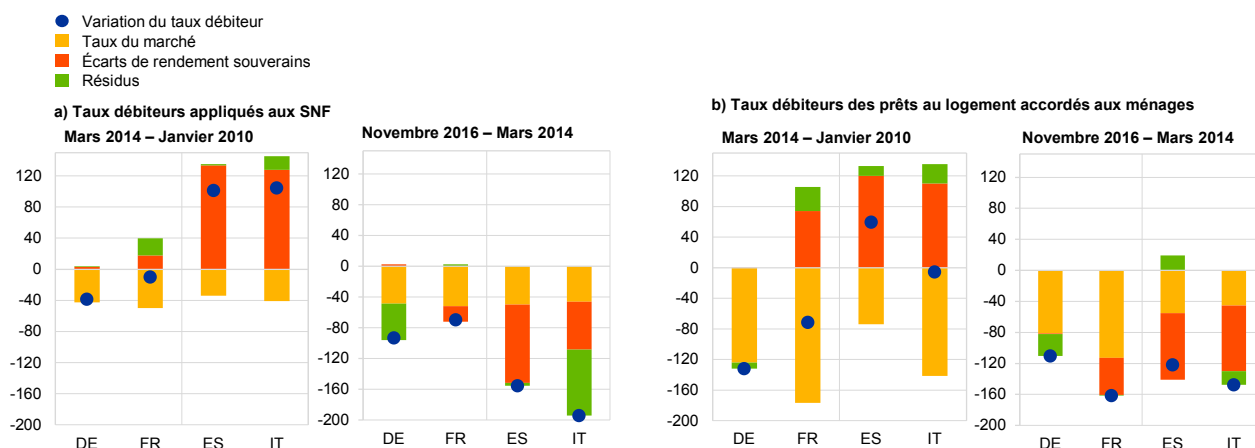
⁵⁵ Par exemple, Blagov *et al.* utilisent un modèle VAR à changement de régime markovien assorti de probabilités de transition endogènes pour montrer que (a) des facteurs de risque globaux ont contribué à une hausse des taux débiteurs en Italie et en Espagne, (b) des problèmes concernant le secteur bancaire contribuent à expliquer le dysfonctionnement en Espagne, et (c) des problèmes budgétaires et des effets de contagion ont contribué à la détérioration de la transmission des taux d'intérêt en Italie et en Irlande. Cf. Blagov (B.), Funke (M.) et Moessner (R.), « *Modelling the time-variation in euro area lending spreads* », *BIS Working Papers*, n° 526, novembre 2015.

politique monétaire non conventionnelles de la BCE visent à rétablir le canal du crédit bancaire et à contribuer à réparer le mécanisme de transmission de la politique monétaire ; l'évaluation de leur effet sur la transmission globale reste cependant ardue.

Graphique 12

Contribution des facteurs explicatifs aux variations des taux débiteurs composites

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La décomposition des taux débiteurs se fonde sur des modèles de transmission, les écarts de rendement souverains étant intégrés en tant que facteur de risque. Les contributions relatives aux taux débiteurs composites sont calculées à partir des contributions aux taux débiteurs à court et à long terme au moyen d'un système de pondération reposant sur des volumes lissés de contrats nouveaux. L'Euribor 3 mois et les taux des swaps à deux ans sont utilisés comme taux de marché de référence pour les taux débiteurs à court et à long terme, respectivement. Les spécifications des écarts des équations de correction d'erreur propres à chaque pays sont obtenues en utilisant l'approche du général au particulier.

L'introduction de l'écart de rendement souverain comme variable explicative supplémentaire du processus de transmission apporte un éclairage sur la façon dont les tensions sur les marchés de la dette souveraine ont influencé le mécanisme de transmission. Le graphique 12 présente une décomposition des taux débiteurs selon les variables explicatives. La baisse des taux de référence du marché entre le début de la crise de la dette souveraine en 2010 et mars 2014 a exercé des pressions à la baisse sur les taux débiteurs dans tous les pays de l'échantillon, mais a été contrebalancée par une forte hausse des écarts de rendement souverains en Italie et en Espagne. Cela a même entraîné une hausse des taux débiteurs appliqués aux entreprises dans ces deux pays au cours de cette période. Dans le même temps, la baisse des rendements des emprunts publics allemands, en raison d'effets de report vers les valeurs sûres et d'effets de liquidité pendant la crise, a exercé des pressions à la baisse supplémentaires sur les taux débiteurs à court terme en Allemagne, entraînant un recul légèrement plus fort que prévu au regard des régularités historiques. En revanche, la baisse des rendements des obligations souveraines à partir de 2014 a entraîné une réduction plus prononcée des taux débiteurs en Italie et en Espagne que dans les autres pays, qui s'est traduite par une nouvelle contraction de la dispersion des taux débiteurs entre pays.

L'introduction de taux négatifs pour la facilité de dépôt représente un cas particulier de la politique conventionnelle d'assouplissement qui, en raison de frictions ou de dispositifs institutionnels, peut induire une non-linéarité dans le mécanisme de transmission. L'existence des espèces offre une alternative à rendement nul aux dépôts, introduisant une rigidité à la baisse de la rémunération des dépôts (cf. graphique 9). Certaines caractéristiques institutionnelles qui se répandent dans le système financier contribuent à des frictions supplémentaires au sein du mécanisme de transmission (par exemple, dans certaines juridictions, des restrictions juridiques à l'application de taux négatifs, des différences de traitement fiscal des revenus de taux d'intérêt négatifs et des spécifications des contrats financiers interdisant aux prêteurs de rémunérer les emprunteurs). La littérature théorique et empirique couvrant ce sujet est peu abondante. Brunnermeier et Koby ont développé un modèle théorique dans lequel il est possible pour une politique monétaire accommodante d'inverser son action et de devenir restrictive ; cela se produit lorsqu'un taux d'intérêt atteint le « taux de retournement » certain, qui dépend de plusieurs caractéristiques du système bancaire et des régularités de transmission ⁵⁶. Heider *et al.* ont utilisé des données granulaires relatives aux caractéristiques des prêteurs et de leurs emprunteurs pour montrer que la transmission de taux d'intérêt négatifs dépend de la structure de financement des banques (les banques collectant beaucoup de dépôts prennent davantage de risques et consentent moins de prêts que les banques collectant peu de dépôts ; les emprunteurs prudents se tournent vers les banques ayant peu de dépôts au détriment de celles qui ont beaucoup de dépôts) ⁵⁷. Demiralp *et al.* ont décrit des ajustements spécifiques des bilans des banques en réponse aux taux négatifs de la facilité de dépôt ⁵⁸. Globalement, les taux négatifs de la facilité de dépôt vont de pair avec une compression des marges d'intérêt des banques et une baisse de leur rentabilité.

Encadré 2

Transmission de la politique monétaire et caractéristiques des bilans bancaires

Le présent encadré évalue la transmission aux taux débiteurs bancaires des récentes annonces de mesures non conventionnelles de politique monétaire ⁵⁹. Il répond, plus précisément, à deux questions. Premièrement, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), annoncées en juin 2014, et le programme d'achats d'actifs (APP), annoncé en janvier 2015, ont-ils contribué à modifier la dynamique de la distribution des taux débiteurs et à réduire l'hétérogénéité

⁵⁶ Brunnermeier (M. K.) et Koby (Y.), « *The reversal interest rate: an effective lower bound of monetary policy* », Princeton University, 2016, document de travail présenté à la conférence *Monetary policy pass-through and credit markets* de la BCE les 27 et 28 octobre 2016, Francfort-sur-le-Main.

⁵⁷ Heider (F.), Saidi (F.) et Schepens (G.), « *Life below zero: bank lending under negative policy rates* », 2016, document de travail présenté à la conférence *Monetary policy pass-through and credit markets* de la BCE les 27 et 28 octobre 2016, Francfort-sur-le-Main.

⁵⁸ Demiralp (S.), Eisenschmidt (J.) et Vlassopoulos (T.), 2016, « *The impact of negative interest rates on bank balance sheets: evidence from the euro area* », papier présenté à l'atelier *Non-Standard Monetary Policy Measures* de la BCE les 18 et 19 avril 2016, Francfort-sur-le-Main.

⁵⁹ La méthodologie utilisée dans le présent encadré est tirée de Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *Working Paper Series*, n° 1978, BCE, novembre 2016.

de ces taux entre les banques ? Deuxièmement, quelles sont les caractéristiques des banques sur lesquelles les politiques non conventionnelles de l'Eurosystème ont eu le plus d'effet ?

Selon l'approche traditionnelle de la relation entre la transmission de la politique monétaire et les caractéristiques des bilans bancaires, en période normale, les banques de plus grande taille, mieux capitalisées et dont la liquidité est plus élevée ont une plus grande capacité de résistance aux contractions monétaires. Il leur est, en moyenne, plus facile de remplacer des sources de financement externe, d'absorber les pertes futures attendues et de procéder à une réallocation de la liquidité pour répondre à une hausse de la demande de prêts.⁶⁰

En période de crise financière, toutefois, les contraintes économiques et réglementaires sont susceptibles de nuire à l'efficacité de la politique monétaire. Le présent encadré réexamine la transmission monétaire aux taux débiteurs dans la zone euro durant la période de perturbations comprise entre 2007 et 2015, à l'aide de données mensuelles désagrégées portant sur 260 banques. Cet ensemble de données est suffisamment large et désagrégé pour éviter les biais d'hétérogénéité des données, pour les dimensions transversale et temporelle.

L'analyse a été menée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) sur données de panel, qui rend compte des interactions dynamiques entre l'activité de prêt bancaire, les conditions de financement et la macroéconomie⁶¹. Contrairement aux équations de transmission statiques, qui sont généralement estimées à l'aide de modèles à équation unique sur données de panel, cette approche présente essentiellement deux avantages. Premièrement, elle permet une interaction endogène entre l'activité de prêt et les conditions de financement d'une même banque, en réponse aux changements de la politique monétaire – interaction que ne prévoient pas les méthodologies à équation unique. Deuxièmement, elle permet une réaction dynamique entre l'activité de prêt et les conditions de financement. Ces répercussions dynamiques sont inexistantes dans les modèles statiques et incorrectement mesurées dans les modèles à équation unique.

L'impact de la politique monétaire sur les taux débiteurs a été calculé en deux étapes. Dans un premier temps, à l'aide d'une méthodologie fondée sur l'analyse d'événements à haute fréquence, la réaction des prix d'actifs aux annonces de mesures non conventionnelles a été calculée entre mai 2014 et décembre 2015⁶². Une comparaison a ensuite été effectuée entre (a) la dynamique des taux débiteurs obtenue en faisant correspondre la composante de ces variables induite par la politique monétaire aux différents taux débiteurs bancaires, et (b) celle obtenue en prenant comme hypothèse une évolution de ces variables depuis mai 2014 non conditionnée par la politique monétaire.

⁶⁰ Cf. Kashyap (A.K.) et Stein (J.C.), « *What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?* », *American Economic Review*, vol. 90, n° 3, 2000, p. 407-428 ; Peek (J.) et Rosengren (E.S.), « *Bank lending and the transmission of monetary policy* », dans Peek (J.) et Rosengren (E.S.) (eds.), « *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?* », *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, n° 39, juin 1995, p. 47-68 ; et Kishan (R.P.) et Opiela (T.), « *Bank size, bank capital, and the bank lending channel* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, n° 1, février 2000, p. 121-141.

⁶¹ Cf. note de bas de page n° 26.

⁶² Cf. Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.), « *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 43, n° 2, p. 215-287 ; et Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1864, BCE, novembre 2015.

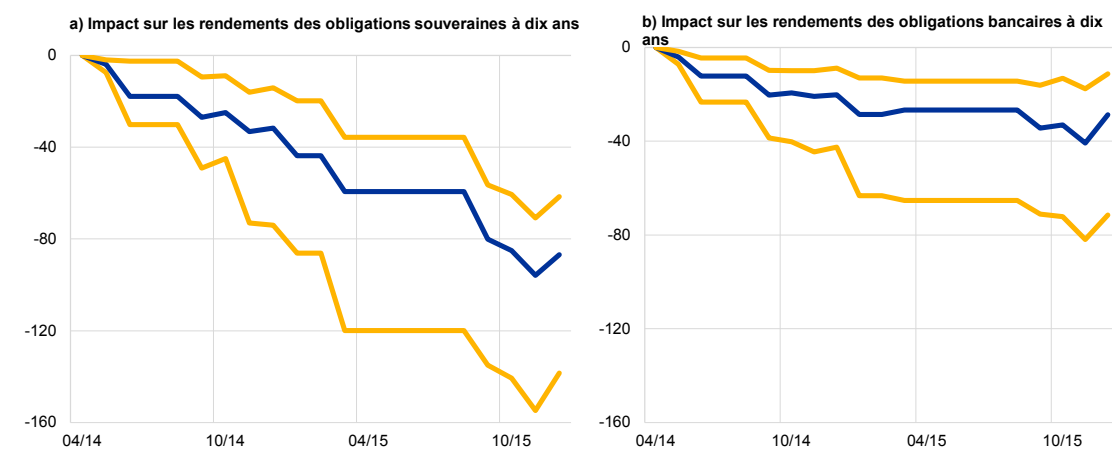
Cette approche en deux temps est intéressante car elle permet d'appréhender les effets instantanés des mesures non conventionnelles sur les marchés financiers – effets que l'utilisation de données mensuelles ne permet probablement pas de mettre en évidence.

D'après les estimations, les effets combinés des mesures non conventionnelles mises en œuvre depuis juin 2014 ont entraîné une baisse significative des rendements sur un grand nombre de segments des marchés financiers. Les résultats font état d'un impact significatif sur les obligations souveraines à long terme, avec une baisse médiane cumulée d'environ 100 points de base des rendements à dix ans sur l'ensemble des pays de la zone euro à la fin de la période d'échantillonnage. Les répercussions sur les rendements d'actifs non ciblés sont significatives dans le cas des obligations émises par les sociétés financières de la zone euro (cf. graphique A). La baisse médiane des rendements des obligations bancaires atteint presque 40 points de base à fin 2015 pour l'ensemble des IFM.

Graphique A

Évolution des rendements souverains et des rendements des obligations bancaires résultant des mesures non conventionnelles

(en pourcentage annuel)



Source : Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *Working Paper Series*, n° 1978, BCE, novembre 2016.

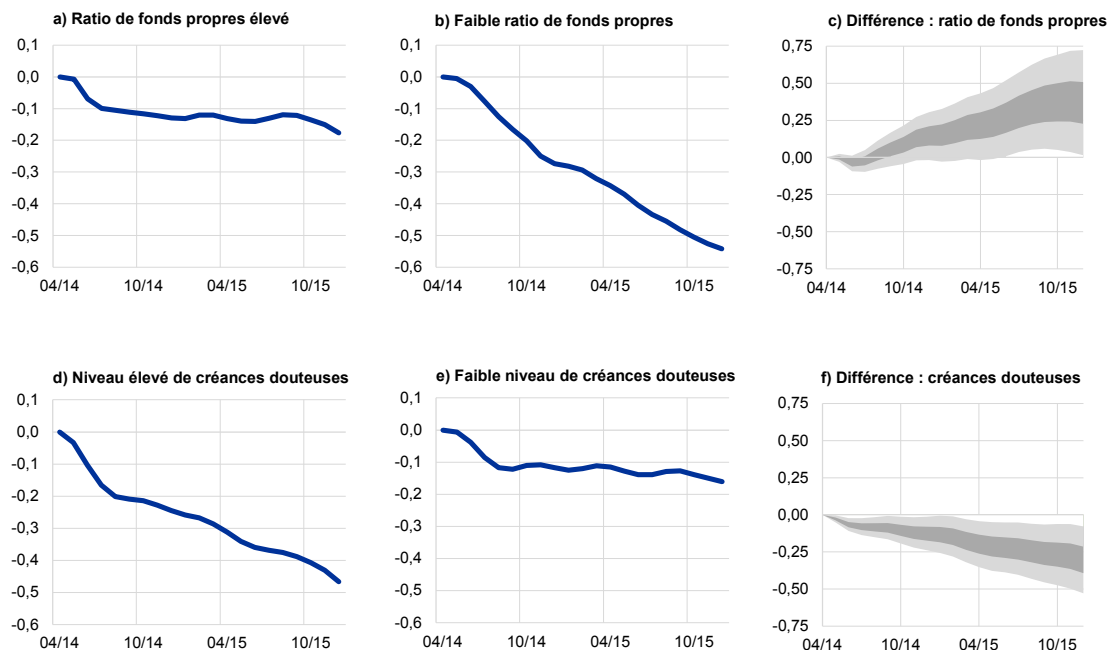
Notes : Les graphiques retracent les effets cumulés des mesures non conventionnelles sur les rendements souverains (identiques pour l'ensemble des banques exerçant leur activité dans le même pays) et sur les rendements des obligations bancaires (différents pour chaque banque). La ligne bleue continue correspond à la médiane ; les lignes rouges, aux 5e et 95e percentiles de la distribution.

Les caractéristiques de bilan sont importantes pour expliquer le resserrement de la distribution de la réaction des taux débiteurs. L'effet sur les taux débiteurs des différentes banques a été obtenu en calculant la différence entre les taux débiteurs induits par la politique monétaire et ceux qui auraient été enregistrés depuis mai 2014 en l'absence d'une telle politique. Les résultats indiquent que les mesures non conventionnelles ont été particulièrement efficaces pour faire baisser les taux débiteurs des banques possédant un montant élevé de créances douteuses et un faible niveau de fonds propres. La différence médiane entre les quartiles inférieur et supérieur de la distribution établie selon ces caractéristiques peut atteindre 40 points de base, et les écarts deviennent très significatifs au bout de 18 mois environ (cf. graphique B).

Graphique B

Différences de taux débiteurs selon les caractéristiques des banques

(en points de pourcentage)



Source : Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *Working Paper Series*, n° 1978, BCE, novembre 2016.

Notes : Les graphiques retracent les réactions moyennes des quartiles supérieur et inférieur de la distribution des taux débiteurs établie selon les caractéristiques des banques. Les zones ombrées de la troisième colonne correspondent à l'écart interquartile (gris foncé) et à la fourchette de 95 % (gris clair). Les distributions postérieures sont obtenues à l'aide d'un VAR pour chaque banque à partir de la variable de rendement des obligations bancaires.

L'amélioration des conditions du crédit dans la zone euro a contribué à transmettre l'assouplissement de la politique monétaire aux ménages et aux entreprises *via* la chaîne d'intermédiation. Les mesures non conventionnelles ont permis de normaliser les conditions d'octroi de crédits bancaires, de réduire la dispersion des taux débiteurs entre banques et de renforcer la transmission à moyen terme. L'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires aux SNF s'est concrétisée grâce à une meilleure transmission instantanée, à un allègement des coûts de financement et à des effets de signal. L'impact positif sur les coûts de financement des banques les a incitées à répercuter l'allègement de ces coûts sur les emprunteurs finaux en accordant davantage de crédits à de meilleures conditions.

Encadré 3

La propagation des taux débiteurs bancaires à l'économie au sens large : perspectives tirées d'un modèle d'équilibre général stochastique dynamique

Le présent encadré évalue la transmission aux taux débiteurs bancaires à travers le prisme du modèle macrofinancier de Darracq Pariès, Jacquinot et Papadopolou⁶³ (ci-après le modèle DJP) au moyen d'une simulation de l'effet, sur les taux débiteurs et sur la production, d'une baisse des

⁶³ Cf. Darracq Pariès (M.), Jacquinot (P.) et Papadopolou (N.), « *Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective* », *Working Paper Series*, n° 1891, BCE, avril 2016.

rendements souverains résultant de l'effet cumulé des mesures non conventionnelles mises en œuvre de juin 2014 à juin 2015. Plus précisément, l'encadré montre comment les principaux facteurs influant sur les taux débiteurs dans le modèle comptable simple peuvent être mis en correspondance et modélisés dans le modèle DJP ⁶⁴. Comme l'expliquent Darracq Pariès, Jacquinot et Papadopoulou ⁶⁵, les facteurs à l'origine de l'interaction du risque de crédit entre les émetteurs souverains, le secteur bancaire et celui des entreprises en période de crise entraînent effectivement un creusement des écarts de taux débiteurs et une plus grande fragmentation ⁶⁶. En s'appuyant sur le même modèle, l'encadré tente également de mettre en évidence la transmission macroéconomique des mesures de politique monétaire non conventionnelles et leur impact sur les taux débiteurs après le train complet de mesures non conventionnelles introduites par la BCE de juin 2014 à juin 2015 et la baisse concomitante des rendements souverains ⁶⁷. Les résultats de la simulation peuvent expliquer le resserrement des écarts de taux débiteurs, la diminution de la fragmentation et l'amélioration des conditions économiques.

Le modèle DJP est un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) multi-pays pour la zone euro, qui tient compte des frictions au niveau granulaire dans les domaines bancaire, souverain et financier ainsi que d'une forte hétérogénéité entre les pays grâce à un modèle global calibré pour six régions : l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, le reste de la zone euro et le reste du monde. Il se caractérise par un lien de forme réduite entre banques et émetteurs souverains, des banques risquées au comportement monopolistique, des frictions financières liées à la défaillance d'entreprises et une activité de prêt transfrontière. Compte tenu de ces caractéristiques, le modèle permet d'analyser l'hétérogénéité des taux débiteurs bancaires observée entre les pays de la zone euro ainsi que le rôle des répercussions souveraines et financières dans la propagation internationale des chocs.

Dans le modèle, les obstacles au mécanisme de transmission de la politique monétaire sont liés aussi bien à la demande qu'à l'offre de crédit et peuvent être identifiés en décomposant le taux débiteur final en une chaîne de quatre segments distincts relatifs aux coûts de financement pour les différents agents économiques. Cette décomposition est cohérente avec le modèle comptable simplifié de la détermination des taux débiteurs décrit dans la section du présent article intitulée « Les évolutions et les déterminants de la fixation des taux débiteurs dans la zone euro », et peut être mise en relation avec ce modèle. Elle permet de représenter les écarts de taux d'intérêt dus à l'intermédiation, qui sont des types spécifiques de frictions financières ; considérés de façon indépendante, ils constituent l'épicentre d'une perturbation financière spécifique apparue durant la crise financière de l'euro et influant sur la transmission aux taux débiteurs des banques commerciales. De plus, les écarts de taux dus à l'intermédiation sont également les éléments fondamentaux de l'analyse des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire introduites par la BCE. Le premier segment concerne les coûts du financement des banques, qui correspondent au taux directeur majoré pour tenir compte du risque souverain, et calcule approximativement les répercussions des tensions souveraines nationales sur les conditions de

⁶⁴ Cf. la section intitulée « Les évolutions et les déterminants de la fixation des taux débiteurs dans la zone euro ».

⁶⁵ Cf. note de bas de page n° 30.

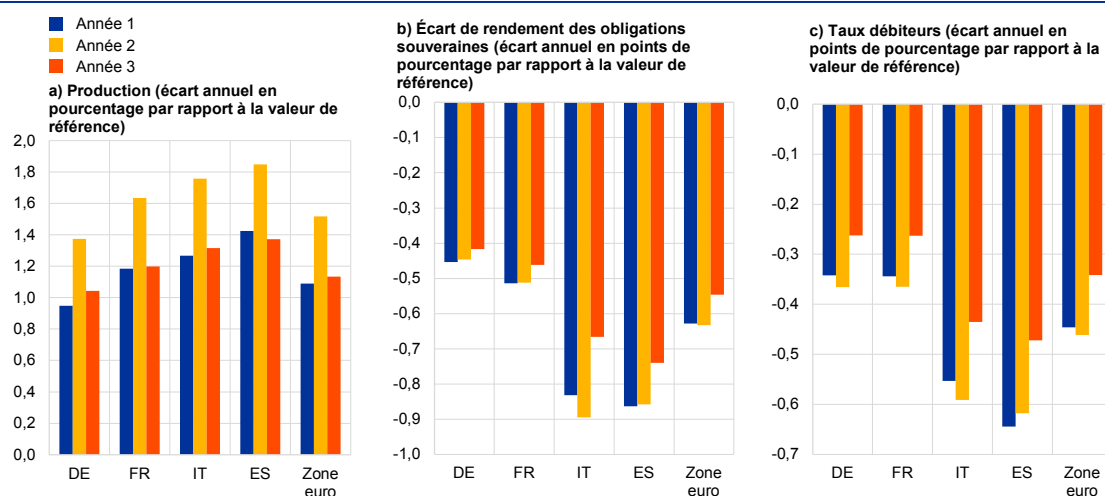
⁶⁶ Cf. la section intitulée « Comportement et facteurs déterminants en matière de fixation des taux débiteurs dans la zone euro ».

⁶⁷ Comme estimé dans Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *Working Paper Series*, n° 1978, BCE, novembre 2016.

financement des banques. Le deuxième segment mesure le problème de décision du banquier, qui représente des frictions financières liées aux vulnérabilités spécifiques des banques sous la forme de faibles niveaux de fonds propres et de contraintes de financement. Le troisième segment de l'intermédiation financière concerne plus particulièrement les marges monopolistiques dans la fixation des taux débiteurs par les succursales de banques de détail. Le quatrième segment a trait à la dernière étape de l'intermédiation financière, qui comprend notamment la rémunération du risque de crédit dans le cadre des prêts consentis aux entreprises.

Graphique A

Impact macroéconomique de l'APP sous la contrainte d'une borne zéro des taux d'intérêt



Source : Les calculs de la BCE ont été réalisés d'après Darracq Pariès (M.), Jacquinot (P.) et Papadopolou (N.), « *Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective* », *Working Paper Series*, n° 1891, BCE, avril 2016.

Note : Les simulations sont effectuées avec une contrainte de borne zéro endogène des taux d'intérêt, d'une durée de deux ans environ.

À l'issue de la crise financière, la BCE a adopté une série de mesures non conventionnelles de politique monétaire pour tenter d'atténuer les conséquences négatives de la crise financière. Ces mesures ont contribué à réduire la dispersion des taux débiteurs *via* une diminution des rendements souverains et à améliorer l'activité économique à une période où les taux d'intérêt avaient atteint la borne zéro. La baisse des rendements souverains jusqu'en juin 2015, résultant du train complet de mesures non conventionnelles, a donné lieu à une simulation pour tenter de mettre en évidence l'impact global sur la production et sur les taux débiteurs. Comme le montre le graphique A, l'impact macroéconomique est plus important dans les pays vulnérables, comme l'Italie et l'Espagne. La diminution des rendements souverains devrait s'étendre à l'ensemble de l'économie, et entraîner une baisse des taux débiteurs ainsi qu'un resserrement des écarts *via* le canal indirect de transmission des mesures non conventionnelles, ce qui assouplira les conditions d'emprunt dans le secteur privé non financier en allégeant le coût du financement pour les banques.

Conclusion

Le présent article a analysé la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs dans le contexte des mesures non conventionnelles.

Les données empiriques montrent que la dispersion des taux débiteurs s'est accrue durant la récente crise financière, s'accompagnant d'un degré élevé de fragmentation, avant de s'inverser récemment, en particulier depuis l'introduction du programme d'assouplissement du crédit en 2014. De nombreux facteurs ont joué un rôle important dans la transmission aux taux débiteurs des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire.

Les données empiriques montrent que les modèles simples de transmission ne permettent pas de décrire le comportement des taux débiteurs.

On constate que c'est le cas aussi bien pour la phase de crise financière dans la zone euro que pour les périodes au cours desquelles les mesures non conventionnelles ont été en vigueur. L'introduction dans les modèles de facteurs supplémentaires influant sur les régularités de la transmission améliore à la fois l'exercice de prévision et la stabilité du mécanisme de transmission.

Le lien entre banques et émetteurs souverains a été une source majeure de préoccupation durant la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

Cela est dû au fait que les portefeuilles de dette souveraine intérieure détenus par les banques accentuent la transmission des tensions aux prêts bancaires et le risque de solvabilité dans les pays vulnérables. Comme cela a été affirmé précédemment, la mise en œuvre par la BCE de mesures non conventionnelles a entraîné une réduction significative des coûts à court et moyen termes de la crise financière.

Dans ce contexte, l'union bancaire est primordiale afin de remédier aux faiblesses structurelles qui subsistent et d'éliminer le lien entre banques et émetteurs souverains, et ainsi aboutir à un système bancaire plus robuste dans la zone euro et à une transmission plus uniforme de la politique monétaire.

Les institutions de l'UE ont pris des mesures historiques en faveur de l'union bancaire en décidant de mettre en place un mécanisme de surveillance unique et un mécanisme de résolution unique pour les banques. En novembre 2015, à titre d'étape supplémentaire vers une union bancaire totalement opérationnelle, la Commission européenne a présenté une proposition de dispositif européen de garantie des dépôts (*European deposit insurance scheme* – EDIS) permettant de couvrir l'ensemble des déposants des banques de détail grâce à une forme d'assurance plus solide et plus harmonisée.

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)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,2	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,7	.	2,0	0,2
2016 T1	0,7	0,2	0,3	0,7	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
T2	0,7	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	0,6	0,3	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	1,2	.	2,2	0,7
2016 Juillet	—	—	—	—	—	—	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Août	—	—	—	—	—	—	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
Sept.	—	—	—	—	—	—	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Octobre	—	—	—	—	—	—	1,3	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Novembre	—	—	—	—	—	—	1,4	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Décembre	—	—	—	—	—	—	.	.	2,1	1,6	.	2,1	1,1

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	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,6	3,8	1,8
2015	53,3	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,2	.	.	.
2016 T1	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,1	0,5	-2,2
T2	50,8	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,5	0,1	-1,0
T3	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	0,8	0,9	0,8
T4	53,3	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,7	.	.	.
2016 Juillet	51,2	51,8	47,4	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,3	0,3	0,4
Août	51,1	51,5	53,5	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	1,2	1,6	0,9
Sept.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,4	50,2	0,8	0,9	0,8
Octobre	53,3	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,4	53,3	50,5	0,9	0,1	1,5
Novembre	53,2	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,3	53,2	50,7	.	.	.
Décembre	53,2	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,4	53,2	50,7	.	.	.

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 Juin	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
Juillet	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
Août	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Septembre	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Octobre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Novembre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Décembre	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04

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 Juin	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
Juillet	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
Août	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Septembre	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Octobre	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Novembre	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Décembre	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35

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											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 Juin	312,2	2 910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2 083,9	16 068,8
Juillet	312,8	2 919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2 148,9	16 168,3
Août	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Septembre	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Octobre	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Novembre	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Décembre	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0

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			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2015	Décembre	0,13	0,64	0,63	0,98	6,60	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	2,00	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016	Janvier	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23
	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
	Mars	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
	Avril	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
	Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
	Août	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	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	5,17	5,75	6,14	2,34	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 ^(p)	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,73	6,11	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79

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 renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable 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
2015	Décembre	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,09
2016	Janvier	0,13	0,27	0,77	2,96	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
	Février	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
	Mars	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
	Avril	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
	Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,67	1,74	1,92
	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,00	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	2,68	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	2,95	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 ^(p)	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,89	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,51	1,82	

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	
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
			3	4	5	6	7			10	11	12	13	14
Court terme														
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1 321	544	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 278	517	156	.	61	478	65	337	153	37	.	32	82	34
2016														
Juin	1 295	525	140	.	68	493	69	313	141	38	.	27	80	27
Juillet	1 285	524	137	.	72	486	66	354	160	43	.	36	78	38
Août	1 301	526	151	.	70	484	70	321	142	51	.	24	77	26
Septembre	1 315	541	149	.	69	492	65	354	159	44	.	30	86	36
Octobre	1 291	531	139	.	71	484	67	341	156	43	.	35	69	37
Novembre	1 300	537	142	.	70	487	65	333	139	48	.	32	88	26
Long terme														
2013	15 114	4 403	3 095	.	919	6 069	628	223	70	39	.	16	90	9
2014	15 140	4 055	3 165	.	992	6 285	642	221	66	43	.	16	85	10
2015	15 244	3 784	3 284	.	1 058	6 481	637	215	67	45	.	13	81	9
2016														
Juin	15 235	3 739	3 117	.	1 078	6 663	638	222	78	42	.	13	79	10
Juillet	15 187	3 706	3 129	.	1 082	6 630	641	208	58	47	.	10	84	9
Août	15 173	3 700	3 124	.	1 081	6 628	640	99	32	17	.	3	42	5
Septembre	15 194	3 685	3 141	.	1 099	6 630	638	219	53	46	.	29	84	7
Octobre	15 222	3 676	3 172	.	1 106	6 618	651	241	56	62	.	22	82	18
Novembre	15 305	3 668	3 204	.	1 129	6 653	652	213	43	62	.	26	76	7

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
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	10	11
Encours											
2013	16 369,4	4 886,1	3 219,3	.	985,8	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 460,9	4 598,5	3 295,8	.	1 050,7	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 521,8	4 301,4	3 440,0	.	1 118,7	6 959,7	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016											
Juin	16 530,3	4 263,6	3 257,0	.	1 146,0	7 156,3	707,4	6 210,2	395,0	862,0	4 953,2
Juillet	16 471,6	4 230,0	3 265,4	.	1 153,6	7 115,9	706,7	6 494,8	427,0	874,1	5 193,7
Août	16 474,3	4 226,2	3 275,3	.	1 151,1	7 112,3	709,5	6 535,7	444,7	881,4	5 209,6
Septembre	16 509,3	4 225,7	3 289,7	.	1 168,2	7 122,0	703,7	6 593,0	427,5	878,0	5 287,5
Octobre	16 513,5	4 207,3	3 310,4	.	1 176,8	7 101,3	717,6	6 665,7	479,2	912,9	5 273,7
Novembre	16 605,6	4 205,6	3 345,4	.	1 198,5	7 139,7	716,4	6 644,4	480,5	957,4	5 206,6
Taux de croissance											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,8	7,2	-0,1	0,2
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,1	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016											
Juin	-0,2	-4,6	-1,6	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
Juillet	-0,1	-4,7	-1,0	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
Août	0,1	-4,5	0,2	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Septembre	0,0	-3,6	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Octobre	-0,3	-3,9	-1,6	.	6,3	1,3	3,2	0,9	2,8	1,4	0,6
Novembre	-0,1	-4,2	-0,6	.	7,2	1,5	1,0	0,9	2,8	1,0	0,7

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	96,8	91,9	98,5	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,2	.	.	.	110,4	90,0
2016 T1	94,1	89,5	90,8	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
T2	94,9	90,3	91,5	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
T3	95,2	90,5	91,5	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
T4	94,9	90,1	91,1	.	.	.	110,0	89,5
2016 Juillet	94,9	90,4	91,4	—	—	—	110,2	89,9
Août	95,2	90,6	91,6	—	—	—	110,6	90,2
Septembre	95,4	90,6	91,6	—	—	—	110,9	90,3
Octobre	95,5	90,8	91,7	—	—	—	110,6	90,1
Novembre	95,0	90,1	91,2	—	—	—	110,3	89,6
Décembre	94,2	89,3	90,4	—	—	—	109,2	88,7
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2016 Décembre	-0,8	-0,9	-0,9	—	—	—	-1,0	-1,1
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2016 Décembre	1,8	1,2	1,2	—	—	—	1,1	0,4

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 T1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
T2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
T4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Juillet	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
Août	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
Septembre	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Octobre	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Novembre	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Décembre	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2016 Décembre	-1,2	0,3	0,0	-0,1	1,1	4,7	1,0	-2,8	0,1	-1,4	-0,1	-2,4
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2016 Décembre	4,0	-1,3	0,0	-0,3	-0,7	-7,5	3,4	16,3	0,3	5,0	-0,7	-3,1

Source: BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2015	T4	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016	T1	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
	T2	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
	T3	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
encours en pourcentage du PIB													
2016	T3	214,2	222,3	-8,1	91,3	75,5	72,1	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Flux													
2015	T4	153,3	-3,1	156,4	227,7	207,2	111,6	-11,2	55,7	-246,3	-199,1	4,6	—
2016	T1	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	—
	T2	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	—
	T3	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	—
2016	Juin	-56,1	-85,9	29,8	-56,1	-4,7	42,8	15,2	-10,3	-33,2	-96,4	0,7	—
	Juillet	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	—
	Août	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	—
	Septembre	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	—
	Octobre	244,2	253,3	-9,1	95,9	24,6	-12,0	-8,7	8,8	155,6	237,4	-4,1	—
	Novembre	43,4	10,9	32,5	52,3	20,2	-22,4	16,0	2,4	8,8	-25,3	2,2	—
flux cumulés sur 12 mois													
2016	Novembre	1 028,2	694,0	334,2	427,4	142,5	389,9	-53,4	41,6	152,2	604,9	17,2	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2016	Novembre	9,6	6,5	3,1	4,0	1,3	3,7	-0,5	0,4	1,4	5,7	0,2	—

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 intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	9 932,1	9 602,3	5 561,2	2 094,5	1 947,0	1 000,7	572,3	369,0	-0,4	329,9	4 370,2	4 040,3
2014	10 133,2	9 775,3	5 633,7	2 125,1	1 986,4	1 000,5	598,7	382,2	30,2	357,9	4 532,8	4 174,9
2015	10 455,8	9 981,2	5 744,1	2 163,9	2 063,1	1 018,5	631,8	407,6	10,1	474,6	4 831,6	4 357,1
2015 T4	2 642,9	2 523,7	1 446,8	546,7	525,4	258,5	162,8	102,8	4,8	119,2	1 215,0	1 095,8
2016 T1	2 659,3	2 533,0	1 454,2	551,2	526,1	259,7	163,0	102,1	1,5	126,3	1 199,4	1 073,1
T2	2 671,6	2 547,1	1 461,1	554,1	533,5	260,4	164,3	107,4	-1,5	124,5	1 212,8	1 088,3
T3	2 683,0	2 561,6	1 467,4	558,2	536,0	262,7	163,7	108,2	0,0	121,3	1 216,4	1 095,0
en pourcentage du PIB												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T4	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,3	3,0	-1,3	—	—	0,8	1,5
2016 T1	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,1	-0,8	—	—	0,2	-0,1
T2	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,4	1,0	5,5	—	—	1,2	1,2
T3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	0,7	-1,1	0,7	—	—	0,1	0,2
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	—	—	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	—	—	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,6	5,6	—	—	6,5	6,4
2015 T4	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,6	5,4	4,8	—	—	5,0	5,9
2016 T1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,1	4,1	0,7	—	—	2,4	3,4
T2	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,2	5,1	4,9	—	—	2,5	3,8
T3	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	2,7	2,9	4,1	—	—	2,2	2,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2015 T4	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,3	—	—
2016 T1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	—	—
T2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	—	—
T3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	—	—
2014	1,2	1,2	0,5	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	0,3	—	—
2015 T4	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,2	—	—
2016 T1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	—	—
T2	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	—	—
T3	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,2	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	8 926,8	155,4	1 740,0	460,5	1 671,6	409,6	445,7	1 035,2	945,2	1 747,8	315,8	1 005,4
2014	9 099,0	149,9	1 777,1	460,8	1 711,5	415,2	461,0	1 044,8	978,6	1 778,6	321,4	1 034,3
2015	9 383,5	150,5	1 883,4	465,9	1 766,3	428,2	460,0	1 062,9	1 022,5	1 816,7	327,1	1 072,3
2015 T4	2 369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7	273,2
2016 T1	2 386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1	273,3
T2	2 394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3	276,7
T3	2 404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4	278,2
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T4	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5	1,5
2016 T1	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9	0,1
T2	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1	0,5
T3	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9	-1,2
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2	1,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0	3,3
2015 T4	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4	3,6
2016 T1	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4	3,3
T2	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8	2,4
T3	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	1,7	2,6
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2015 T4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2016 T1	0,5	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	–
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	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	–
2015 T4	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016 T1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T2	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	–
T3	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicult- ure et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
variations annuelles en pourcentage													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 T4	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 T1	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
T2	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
T3	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
variations annuelles en pourcentage													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 T4	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 T1	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
T2	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
T3	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 T4	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 T1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
T2	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
T3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
						Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	% de la popu- lation active		Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2015			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,213	10,4	3,421	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,295	9,8	3,148	22,3	9,253	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 T4	161,147	4,5	16,907	10,5	5,4	13,840	9,4	3,068	21,9	8,936	10,3	7,972	10,7	1,6
2016 T1	161,013	4,5	16,639	10,3	5,2	13,630	9,3	3,009	21,5	8,724	10,0	7,915	10,6	1,7
T2	161,849	4,5	16,384	10,1	5,1	13,398	9,1	2,986	21,1	8,513	9,8	7,871	10,5	1,7
T3	162,465	.	16,157	10,0	.	13,193	8,9	2,964	20,9	8,412	9,6	7,745	10,3	1,6
2016 Juin	—	—	16,344	10,1	—	13,364	9,0	2,980	21,0	8,498	9,7	7,846	10,5	—
Juillet	—	—	16,220	10,0	—	13,249	8,9	2,971	20,9	8,438	9,7	7,782	10,4	—
Août	—	—	16,181	10,0	—	13,212	8,9	2,969	20,9	8,413	9,6	7,768	10,4	—
Septembre	—	—	16,069	9,9	—	13,117	8,8	2,952	20,8	8,386	9,6	7,684	10,2	—
Octobre	—	—	15,913	9,8	—	12,954	8,7	2,959	20,9	8,350	9,5	7,563	10,1	—
Novembre	—	—	15,898	9,8	—	12,890	8,7	3,007	21,2	8,355	9,5	7,543	10,1	—

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	0,9	1,8	1,3	1,7	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,4	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,2
2016 T1	1,3	1,9	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,6	2,2	1,6	2,8	1,4	9,5
T2	1,1	1,1	1,2	1,4	1,0	-1,0	-0,1	-2,2	1,7	0,6	2,7	2,2	8,5
T3	1,1	1,3	1,5	1,0	1,3	-0,6	3,0	0,1	1,3	1,2	1,4	2,2	6,5
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,0
2016 Juillet	-0,3	0,2	0,7	-1,2	1,9	-4,7	3,9	-3,3	1,9	1,4	2,3	2,9	5,8
Août	2,4	2,6	2,7	3,5	0,6	1,9	1,9	2,1	1,2	0,5	1,8	1,6	3,9
Septembre	1,4	1,4	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,7	1,0	1,8	0,1	2,1	9,4
Octobre	0,8	0,5	1,0	1,3	-0,8	2,3	1,8	2,6	3,0	2,3	3,9	1,2	4,2
Novembre	3,2	2,7	2,5	3,1	3,1	5,9	0,0	.	2,3	1,8	2,9	1,9	4,5
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,1
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Juillet	-0,6	-0,7	-0,3	-1,9	0,4	0,7	1,3	-1,5	0,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3
Août	1,9	2,1	1,8	4,2	0,0	3,4	0,1	2,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,3
Septembre	-0,8	-1,0	-0,6	-2,0	-0,8	0,1	-0,8	-1,1	-0,3	0,5	-1,1	0,2	4,3
Octobre	0,1	-0,1	-0,2	1,2	-1,0	1,1	0,4	2,2	1,4	0,2	2,8	-1,3	-4,0
Novembre	1,5	1,5	1,6	0,1	2,5	1,2	0,4	.	-0,4	-0,4	-0,9	1,0	2,4
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5

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 du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (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	6,9	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,9	-2,6	.	-7,7	-16,6	1,4	11,2	.	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 T1	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
T2	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
T3	104,3	-2,9	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
T4	106,9	-0,5	.	-6,4	-13,0	1,7	12,4	.	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Juillet	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
Août	103,5	-4,3	—	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	—	51,7	53,3	52,8	52,9
Septembre	104,9	-1,8	—	-8,2	-15,6	0,4	10,0	—	52,6	53,8	52,2	52,6
Octobre	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Novembre	106,6	-1,1	—	-6,2	-12,8	1,5	12,2	—	53,7	54,1	53,8	53,9
Décembre	107,8	0,1	—	-5,1	-12,0	3,2	12,9	—	54,9	56,1	53,7	54,4

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

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	T4	899,1	824,8	74,3	524,3	434,4	195,2	182,2	153,6	149,8	26,1	58,4	18,4	9,4
2016	T1	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
	T2	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
	T3	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
2016	Juin	295,5	265,5	30,0	174,1	141,1	63,5	59,0	49,7	47,3	8,2	18,2	2,6	2,5
	Juillet	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
	Août	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
	Septembre	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
	Octobre	296,8	268,6	28,3	174,8	148,9	66,3	57,4	48,4	42,0	7,4	20,3	3,1	2,0
	Novembre	310,5	274,4	36,1	182,7	151,8	65,3	60,6	54,9	42,7	7,6	19,3	3,7	2,0
	flux cumulés sur 12 mois													
2016	Novembre	3 565,8	3 207,7	358,1	2 089,6	1 719,3	778,2	709,9	598,6	551,5	99,4	227,0	38,2	33,3
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2016	Novembre	33,5	30,1	3,4	19,6	16,1	7,3	6,7	5,6	5,2	0,9	2,1	0,4	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 : Produits manufacturés		Pétrole
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T4	3,4	2,8	507,9	236,4	105,8	153,4	426,9	444,5	248,1	73,5	114,8	325,9	45,1
2016	T1	-0,9	-2,5	502,6	233,3	104,3	151,2	422,2	438,6	241,0	72,3	116,8	326,8	37,4
	T2	-0,1	-4,0	502,3	230,9	106,0	153,3	432,3	430,9	236,3	71,5	115,0	324,7	42,3
	T3	-0,3	-2,4	505,9	235,6	102,4	153,6	426,1	439,4	242,1	70,8	116,1	325,4	43,6
2016	Juin	-1,6	-4,6	167,6	77,2	35,0	51,6	145,5	144,5	79,5	24,2	38,1	109,0	14,6
	Juillet	-9,5	-8,3	166,1	77,3	33,4	50,4	134,7	146,1	80,5	23,3	38,7	104,3	15,0
	Août	8,4	3,8	170,2	78,8	34,8	52,0	146,6	147,4	81,0	24,0	39,1	111,8	14,3
	Septembre	2,2	-2,0	169,5	79,5	34,2	51,3	144,8	145,8	80,5	23,5	38,3	109,3	14,3
	Octobre	-4,5	-3,2	169,3	78,6	34,5	51,2	136,5	149,4	82,2	24,8	39,1	106,5	15,6
	Novembre	6,0	4,9	174,8	.	.	.	147,2	152,1	.	.	.	110,8	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T4	0,8	5,7	118,1	115,0	119,3	122,4	117,6	107,8	108,1	107,7	108,1	110,6	103,4
2016	T1	-0,8	2,5	118,4	116,0	117,6	121,8	117,1	110,0	110,9	106,8	110,0	111,4	110,8
	T2	2,2	4,2	118,1	114,0	119,6	123,8	119,9	107,5	106,7	105,4	110,4	112,2	101,2
	T3	0,4	0,8	118,1	115,4	114,5	123,6	117,5	108,0	107,2	104,4	110,2	111,4	99,9
2016	Mai	5,1	7,5	117,3	113,1	118,6	122,8	117,5	107,0	106,6	103,0	110,8	110,6	102,0
	Juin	-0,1	2,2	117,4	113,3	117,9	124,3	120,6	107,2	106,3	105,8	110,1	113,0	96,5
	Juillet	-8,5	-4,0	116,6	113,6	112,9	121,7	111,7	108,2	107,3	103,8	110,4	107,5	102,4
	Août	9,1	7,0	118,9	115,7	116,0	124,9	120,8	108,8	107,9	106,3	111,3	114,5	99,4
	Septembre	2,5	0,1	118,8	116,9	114,7	124,2	120,1	107,1	106,4	103,1	108,9	112,1	98,1
	Octobre	-4,8	-2,8	118,1	114,5	115,3	123,9	113,0	108,5	107,0	108,2	111,0	108,5	100,3

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie	Loyers					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 T1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
T2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
T4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 Juillet	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
Août	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3
Septembre	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
Octobre	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Novembre	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Décembre	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2

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://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.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										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ¹⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,3	-1,8	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2015 T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,1	2,2	5,9
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	3,5
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,5	.
2016 Juin	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	—	—	—
Juillet	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,1	-0,3	0,1	-7,5	—	—	—
Août	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	—	—	—
Septembre	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	—	—	—
Octobre	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	—	—	—
Novembre	103,0	0,1	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,2	-0,5	—	—	—

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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	4,8	—	—	-2,0	34,0	57,7	56,7	—	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,5	-7,5	-0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 T1	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
T2	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
T3	-0,2	1,0	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
T4	4,4	3,2	4,9	-5,8	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Juillet	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
Août	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
Septembre	0,0	0,9	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0
Octobre	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7
Novembre	4,9	2,8	5,3	-6,1	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Décembre	4,9	4,1	4,9	-6,3	2,9	63,2	56,0	52,5	51,4

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⁾
	1	2	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	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2015 T4	110,5	1,6	1,9	0,8	1,6	1,7	1,5
2016 T1	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
T2	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
T3	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

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											12
		M2						M3-M2					
		M1		M2-M1			7						
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans		
	1	2	3	4	5	6		8	9	10	11		
Encours													
2013		909,8	4 473,4	5 383,3	1 681,2	2 143,2	3 824,4	9 207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9 833,7
2014		969,5	4 977,5	5 947,0	1 581,0	2 149,8	3 730,8	9 677,8	121,5	422,2	107,0	650,7	10 328,4
2015		1 036,5	5 577,9	6 614,4	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10 842,5
2015	T4	1 036,5	5 577,9	6 614,4	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10 842,5
2016	T1	1 049,6	5 712,6	6 762,2	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 348,0	85,3	465,6	94,9	645,8	10 993,8
	T2	1 054,6	5 820,2	6 874,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11 118,4
	T3	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11 242,7
2016	Juin	1 054,6	5 820,2	6 874,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11 118,4
	Juillet	1 058,2	5 876,2	6 934,4	1 404,8	2 172,8	3 577,6	10 512,1	82,4	485,2	97,6	665,2	11 177,2
	Août	1 061,5	5 919,6	6 981,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 548,0	82,3	479,8	98,8	661,0	11 209,0
	Septembre	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11 242,7
	Octobre	1 072,4	5 976,6	7 049,0	1 357,7	2 175,0	3 532,8	10 581,8	74,5	501,5	91,1	667,1	11 248,9
	Novembre ^(p)	1 075,2	6 081,3	7 156,5	1 347,9	2 172,0	3 519,9	10 676,4	72,6	506,4	94,0	673,0	11 349,4
Flux													
2013		45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014		59,0	378,5	437,5	-91,8	3,7	-88,1	349,4	3,6	10,4	13,3	27,3	376,7
2015		65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,2	510,0	-47,9	51,1	-26,3	-23,1	486,9
2015	T4	8,1	134,5	142,5	-5,3	-0,9	-6,2	136,3	-18,0	21,3	-4,7	-1,3	135,0
2016	T1	13,3	145,2	158,4	-14,0	3,1	-10,9	147,6	11,2	-13,4	19,2	17,1	164,6
	T2	5,0	102,6	107,6	-12,7	7,2	-5,5	102,1	-1,4	15,5	-1,4	12,7	114,8
	T3	12,0	121,3	133,3	-15,7	2,3	-13,4	119,9	-3,7	13,8	-2,4	7,8	127,7
2016	Juin	3,5	30,3	33,8	6,0	1,3	7,3	41,2	-3,4	6,1	5,6	8,3	49,5
	Juillet	3,6	56,8	60,5	-4,4	0,9	-3,5	57,0	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,5
	Août	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
	Septembre	5,0	20,5	25,5	0,6	0,3	0,9	26,4	-1,8	15,3	-5,7	7,8	34,2
	Octobre	5,9	30,1	36,0	-29,5	0,7	-28,8	7,2	-6,1	6,4	-4,1	-3,8	3,4
	Novembre ^(p)	2,7	97,8	100,5	-12,0	-1,2	-13,2	87,3	-2,1	4,9	3,7	6,5	93,8
Taux de croissance													
2013		5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014		6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015		6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2015	T4	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2016	T1	6,0	11,1	10,2	-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	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
	T3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
2016	Juin	4,0	9,7	8,8	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
	Juillet	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-6,8	6,8	17,1	6,2	5,1
	Août	3,6	9,6	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-7,9	4,7	19,0	4,7	5,1
	Septembre	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
	Octobre	4,0	8,7	8,0	-5,0	0,6	-1,7	4,6	-27,1	6,3	13,2	1,8	4,4
	Novembre ^(p)	3,8	9,6	8,7	-5,8	0,6	-2,0	4,9	-15,7	4,9	6,8	2,4	4,8

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													
2013	1 713,6	1 188,9	398,1	109,8	16,8	5 414,7	2 539,0	876,5	1 994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
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	871,9	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	981,7	225,8	364,7
2015 T4	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	981,7	225,8	364,7
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	974,4	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	976,9	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	967,6	206,2	386,3
2016 Juin	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	976,9	210,7	379,9
Juillet	2 029,9	1 591,1	313,9	116,5	8,4	5 932,8	3 245,2	684,0	2 000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
Août	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,7	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	976,4	213,4	386,0
Septembre	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	967,6	206,2	386,3
Octobre	2 037,3	1 604,6	307,5	118,1	7,0	6 001,8	3 337,8	656,6	2 004,6	2,8	945,1	206,5	393,2
Novembre ^(p)	2 065,5	1 634,2	305,5	117,1	8,7	6 029,7	3 375,1	649,2	2 002,9	2,5	989,7	206,6	382,3
Flux													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	56,3	7,3	21,0
2015	81,7	121,6	-33,5	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	90,7	-0,1	30,3
2015 T4	18,7	21,4	-1,8	0,7	-1,6	60,0	74,4	-12,0	-1,6	-0,7	19,2	6,6	5,8
2016 T1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	-2,2	-6,5	12,1
T2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,4	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,2	-8,5	3,7
T3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,9	87,9	-16,6	3,1	-0,5	-6,4	-4,2	6,2
2016 Juin	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,4	29,7	-1,8	1,9	-0,5	2,2	-4,0	0,5
Juillet	16,7	17,3	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,0	-4,7	0,6	-0,1	-1,8	4,0	5,8
Août	2,4	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,6	-1,2	0,2
Septembre	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,9	24,7	-5,5	-0,1	-0,2	-8,2	-7,0	0,2
Octobre	-9,4	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	21,3	31,5	-11,7	1,4	0,2	-24,4	0,2	7,5
Novembre ^(p)	24,4	26,6	-2,9	-1,1	1,7	28,4	36,3	-7,8	0,2	-0,3	40,8	-0,2	-11,0
Taux de croissance													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,9	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 T4	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
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	4,1	-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	0,9	-5,7	7,7
2016 Juin	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,1	-8,5	10,3
Juillet	7,2	10,2	-3,1	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	3,2	-7,4	10,9
Août	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,7	-6,2	8,9
Septembre	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
Octobre	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,1	10,8	-6,1	0,6	-20,0	-1,5	-9,4	7,8
Novembre ^(p)	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-2,6	5,3	11,2	-6,5	0,7	-32,9	1,1	-7,9	2,9

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			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2013		3 410,3	1 098,8	2 311,5	12 708,2	10 544,5	10 973,3	4 353,0	5 222,9	869,8	98,8	1 367,2	796,5
2014		3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,2	10 453,9	10 726,1	4 299,6	5 200,7	824,6	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	782,4
2015	T4	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	782,4
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	12 663,7	10 565,8	10 870,1	4 296,7	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
	T3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 768,1	10 622,5	10 926,5	4 288,5	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
2016	Juin	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 663,7	10 565,8	10 870,1	4 296,7	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
	Juillet	4 247,1	1 109,2	3 124,6	12 710,6	10 592,0	10 892,4	4 299,8	5 355,5	826,3	110,4	1 359,4	759,1
	Août	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 743,2	10 601,0	10 907,2	4 295,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7
	Septembre	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 768,1	10 622,5	10 926,5	4 288,5	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
	Octobre	4 290,1	1 099,7	3 177,0	12 809,9	10 655,6	10 956,0	4 301,8	5 388,4	850,8	114,5	1 373,6	780,8
	Novembre ^(p)	4 320,4	1 092,3	3 214,7	12 846,9	10 698,9	10 981,9	4 322,0	5 407,4	853,4	116,1	1 375,2	772,8
Flux													
2013		-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014		73,8	16,4	57,4	-102,2	-47,4	-33,6	-61,3	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015		284,9	-21,1	305,7	86,0	57,3	72,5	-13,8	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2015	T4	81,1	-14,0	95,0	14,2	26,9	36,0	1,7	24,3	-0,4	1,4	-16,5	3,7
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	54,3	21,8	64,3	19,2	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,4
	T3	69,2	-7,3	76,3	112,6	69,6	71,5	5,8	33,8	24,9	5,2	20,9	22,1
2016	Juin	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,6	36,2	-1,3	5,2	-3,6	-6,9	14,7	-1,4
	Juillet	48,0	-3,2	51,0	53,0	35,8	31,3	11,3	7,6	10,4	6,5	15,1	2,1
	Août	9,0	-1,5	10,5	35,5	13,2	18,0	-4,1	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
	Septembre	12,2	-2,6	14,8	24,1	20,6	22,1	-1,4	14,7	8,8	-1,4	1,2	2,3
	Octobre	37,8	-5,5	43,2	44,0	33,2	29,5	15,6	7,3	4,7	5,5	8,2	2,6
	Novembre ^(p)	45,6	-7,4	53,0	32,0	38,3	21,7	18,3	19,1	-0,6	1,5	1,1	-7,4
Taux de croissance													
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
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	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2015	T4	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	T1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,8	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	-3,0
	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
2016	Juin	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-3,0
	Juillet	12,2	-2,7	18,6	1,4	1,4	1,9	1,3	2,0	1,5	-16,1	4,5	-3,6
	Août	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
	Septembre	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
	Octobre	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,5	0,4
	Novembre ^(p)	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,0	-6,6	7,1	-0,8

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	
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013	4 353,0	4 450,6	1 065,6	741,0	2 546,4	5 222,9	5 547,7	573,8	3 853,3	795,8
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
2015 T4	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 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	4 296,7	4 278,2	1 040,0	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
T3	4 288,5	4 278,7	1 008,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
2016 Juin	4 296,7	4 278,2	1 040,0	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Juillet	4 299,8	4 277,5	1 029,0	780,3	2 490,5	5 355,5	5 692,2	604,7	3 994,6	756,1
Août	4 295,1	4 279,1	1 022,0	782,4	2 490,8	5 366,0	5 700,1	607,8	4 003,4	754,7
Septembre	4 288,5	4 278,7	1 008,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
Octobre	4 301,8	4 287,5	1 022,0	787,2	2 492,7	5 388,4	5 712,6	612,8	4 019,5	756,1
Novembre ^(p)	4 322,0	4 299,5	1 032,6	794,5	2 494,9	5 407,4	5 723,4	615,0	4 037,0	755,4
Flux										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,3	-68,6	-14,2	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	20,4	-64,3	32,4	18,2	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2015 T4	1,7	19,8	-22,7	13,1	11,3	24,3	19,8	5,5	20,9	-2,1
2016 T1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
T2	19,2	28,1	-4,5	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,4	-0,6
T3	5,8	10,0	-23,9	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,9
2016 Juin	-1,3	11,6	-5,4	4,6	-0,5	5,2	13,0	2,7	1,4	1,2
Juillet	11,3	7,0	-5,9	6,9	10,3	7,6	9,1	0,5	8,4	-1,3
Août	-4,1	1,2	-6,1	2,2	-0,2	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Septembre	-1,4	1,8	-11,9	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Octobre	15,6	11,1	13,3	0,5	1,8	7,3	9,8	4,4	4,4	-1,5
Novembre ^(p)	18,3	11,1	9,4	6,6	2,3	19,1	10,9	2,3	17,2	-0,4
Taux de croissance										
2013	-2,9	-3,1	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
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	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2015 T4	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,2	-2,1	5,2	0,8	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	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 Juin	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Juillet	1,3	2,0	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
Août	1,2	2,0	-4,0	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Septembre	1,5	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Octobre	1,7	2,1	-1,2	5,6	1,7	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,0
Novembre ^(p)	1,8	2,2	-1,6	6,5	1,9	2,1	1,9	3,7	2,6	-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)

	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM			
		Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013	264,6	7 312,7	2 374,8	91,6	2 507,4	2 338,9	1 146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7 127,9	2 186,6	92,2	2 388,2	2 461,0	1 381,0	225,0	184,5	139,7
2015	285,0	6 997,0	2 119,7	79,8	2 254,2	2 543,2	1 331,6	289,3	205,9	135,6
2015 T4	285,0	6 997,0	2 119,7	79,8	2 254,2	2 543,2	1 331,6	289,3	205,9	135,6
2016 T1	314,6	6 962,8	2 113,6	76,9	2 179,8	2 592,6	1 282,1	306,0	247,1	152,1
T2	319,2	7 006,8	2 094,1	74,6	2 176,1	2 662,1	1 275,4	313,6	238,0	144,0
T3	309,7	6 961,1	2 068,5	72,4	2 125,4	2 694,8	1 170,0	303,2	209,2	129,1
2016 Juin	319,2	7 006,8	2 094,1	74,6	2 176,1	2 662,1	1 275,4	313,6	238,0	144,0
Juillet	326,3	6 985,9	2 084,7	73,9	2 152,1	2 675,2	1 221,9	309,8	212,9	128,2
Août	318,7	6 967,8	2 077,7	73,2	2 142,4	2 674,5	1 181,7	314,6	215,4	134,6
Septembre	309,7	6 961,1	2 068,5	72,4	2 125,4	2 694,8	1 170,0	303,2	209,2	129,1
Octobre	324,1	6 952,4	2 071,1	72,4	2 123,8	2 685,0	1 112,2	313,2	192,8	133,7
Novembre ^(p)	295,2	6 943,5	2 070,7	71,9	2 136,5	2 664,4	1 083,1	337,6	194,5	121,3
Flux										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-165,8	-120,8	2,0	-154,5	107,6	237,7	-2,3	0,7	17,8
2015	9,5	-222,4	-106,2	-13,5	-209,3	106,6	-98,6	1,7	21,4	-4,0
2015 T4	-8,8	-56,6	-41,1	-3,6	-41,8	29,8	-37,2	11,5	-9,6	-7,2
2016 T1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-75,1	23,2	41,3	17,3
T2	4,2	-13,2	-22,3	-1,8	-15,9	26,9	-71,6	6,8	-9,2	-8,1
T3	-9,6	-53,9	-25,8	-2,1	-41,5	15,6	-101,4	-16,2	-19,2	-13,7
2016 Juin	22,0	-16,1	-17,6	-0,6	-8,1	10,2	-20,1	34,7	11,1	5,4
Juillet	7,1	-24,8	-9,3	-0,7	-18,5	3,7	-56,1	-1,1	-25,1	-15,8
Août	-7,7	-7,6	-7,1	-0,7	-7,2	7,4	-32,6	4,8	2,5	6,4
Septembre	-9,0	-21,5	-9,4	-0,7	-15,8	4,4	-12,7	-20,0	3,4	-4,3
Octobre	13,4	3,3	1,2	-0,8	-8,6	11,5	-61,4	-0,4	-13,2	4,7
Novembre ^(p)	-28,9	-2,7	-2,6	-0,5	-5,3	5,7	-9,4	-6,0	1,7	-12,4
Taux de croissance										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	—	—	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	—	—	0,4	14,6
2015	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	—	—	11,6	-2,9
2015 T4	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	—	—	11,6	-2,9
2016 T1	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	—	—	3,7	-5,9
T2	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	—	—	3,5	-2,9
T3	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	—	—	1,5	-8,2
2016 Juin	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	—	—	3,5	-2,9
Juillet	29,3	-2,6	-3,8	-13,0	-6,9	2,7	—	—	1,8	-10,6
Août	15,5	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	—	—	1,4	1,1
Septembre	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	—	—	1,5	-8,2
Octobre	-7,1	-2,1	-3,3	-12,0	-6,0	2,8	—	—	4,4	-6,3
Novembre ^(p)	-0,3	-1,9	-2,6	-10,9	-5,9	2,4	—	—	-5,0	-15,6

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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 valo- risation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 T3	-0,9	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	1,6
T4	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 T1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
T2	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0

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				Opérations		
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
									Échéances ≤ 1 an					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013		16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014		15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015		14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015	T3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	T4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	T1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
	T2	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
2016	Juillet	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,2
	Août	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
	Septembre	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
	Octobre	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
	Novembre	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
	Décembre	14,5	12,7	4,6	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

		Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques											
2012		-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013		-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014		-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015		-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015	T3	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
	T4	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016	T1	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
	T2	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
Dettes des administrations publiques											
2012		104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013		105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014		106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015		105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015	T3	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2	
	T4	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016	T1	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3	
	T2	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0	
		Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
		10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques											
2012		-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013		-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014		-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015		-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015	T3	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6	-2,9
	T4	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016	T1	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6	-2,3
	T2	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4	-2,3
Dettes des administrations publiques											
2012		41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013		39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014		40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015		36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015	T3	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9	61,4
	T4	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016	T1	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2	64,2
	T2	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3	61,6

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2017**

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-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 18 janvier 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-17-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général