



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2016



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	11
3 Activité économique	15
4 Prix et coûts	21
5 Monnaie et crédit	25
6 Évolutions budgétaires	32

Encadrés

1 Les déterminants du ralentissement du commerce mondial : quelle est la nouvelle situation normale ?	35
2 Contraintes de financement dans les régions de la zone euro	39
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 avril au 26 juillet 2016	43
4 Les structures mondiales de production dans une perspective européenne : indications tirées d'une enquête réalisée auprès des grandes entreprises de la zone euro	48
5 Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro	52
6 Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008	56

Articles

1 La relation entre emploi et PIB depuis la crise	60
---	----

Statistiques	S1
--------------	----

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire, le 8 septembre 2016, le Conseil des gouverneurs a procédé à l'évaluation des données économiques et monétaires devenues disponibles depuis la réunion de juillet et analysé les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE. Le vaste ensemble de mesures de politique monétaire qui ont été adoptées continue d'assurer des conditions de financement soutenant l'activité et conforte la dynamique de la reprise économique dans la zone euro. En conséquence, le Conseil des gouverneurs continue de penser que le PIB en volume progressera à un rythme modéré, mais régulier, et que l'inflation augmentera graduellement dans la zone euro au cours des prochains mois, en phase avec l'évolution déjà prévue par les projections de juin 2016. Dans l'ensemble, bien que les données disponibles traduisent jusqu'à présent la capacité de résistance de l'économie de la zone euro face à la persistance des incertitudes économiques et politiques mondiales, le scénario de référence reste soumis à des risques à la baisse.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 septembre 2016

La croissance modérée au niveau mondial s'est poursuivie au premier semestre 2016. Dans les prochains mois, la croissance mondiale devrait se redresser progressivement. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration des marchés du travail et le renforcement de la confiance soutiennent les perspectives des économies avancées, même si l'incertitude générée par le référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE pèsera sur la demande intérieure dans ce pays. S'agissant des économies de marché émergentes, l'activité économique en Chine devrait se ralentir, tandis que les perspectives des grands exportateurs de matières premières restent moroses, en dépit de premiers signes de stabilisation. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité économique mondiale demeurent orientés à la baisse.

Entre début juin et début septembre les marchés financiers mondiaux et ceux de la zone euro sont restés relativement calmes, à l'exclusion de la période se situant aux environs immédiats du référendum organisé au Royaume-Uni. Au cours de la période qui a précédé le référendum du 23 juin, les marchés financiers mondiaux ont affiché une volatilité croissante, qui a atteint un pic au lendemain du référendum. Depuis, la volatilité s'est atténuée sur les marchés financiers et la plupart des classes d'actifs ont comblé leurs pertes. Cela étant, les rendements des obligations à long terme de la zone euro sont demeurés nettement inférieurs à leurs niveaux d'avant le référendum et les actions bancaires ont continué d'afficher des performances inférieures à l'indice pour l'ensemble du marché.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro. En glissement trimestriel, le PIB en volume a progressé de 0,3 % dans la zone euro au deuxième trimestre 2016, contre 0,5 % au premier trimestre. La croissance a été soutenue par les exportations nettes ainsi que par une contribution toujours positive de la demande intérieure. Les données disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au troisième trimestre 2016, à un rythme sensiblement identique à celui enregistré au deuxième trimestre.

Dans les mois à venir, le Conseil des gouverneurs s'attend à une poursuite de la reprise économique à un rythme modéré, mais régulier. La demande intérieure reste confortée par les répercussions des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables ainsi que l'amélioration des perspectives de la demande et de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser une reprise de l'investissement. La poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, et les cours toujours relativement bas du pétrole apportent un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et, par là, à la consommation privée. De plus, l'orientation budgétaire dans la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2016 avant de devenir globalement neutre en 2017 et 2018. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro devrait être freinée par la faiblesse persistante de la demande étrangère, liée en partie aux incertitudes découlant de l'issue du référendum au Royaume-Uni, au nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et à la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

Les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016, de 1,6 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement l'environnement extérieur.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2 % en août 2016, sans changement par rapport à juillet. La progression des prix de l'énergie s'est encore accentuée en rythme annuel, alors que celle des prix des services et des produits manufacturés hors énergie a été un peu plus faible qu'en juillet. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient demeurer faibles au cours des prochains mois avant de commencer à se redresser vers fin 2016, surtout en raison d'effets de base concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer en 2017 et 2018.

Les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de

l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.

Les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 se diffusent aux conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages et favorisent ainsi de façon croissante les flux de crédit dans la zone euro. La monnaie au sens large a poursuivi son expansion à un rythme vigoureux en juillet 2016 et la croissance des prêts a continué de se redresser progressivement. Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt et les effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables en abaissant leurs taux débiteurs et ont assoupli leurs critères d'octroi, soutenant ainsi la reprise de la croissance des prêts. Le flux annuel de financement externe total des sociétés non financières a augmenté au deuxième trimestre 2016.

Les décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir leur maintien à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs de l'Eurosystème. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Le Conseil des gouverneurs restera vigilant et se tiendra prêt à agir, si nécessaire, pour atteindre l'objectif de stabilité des prix. Compte tenu des incertitudes actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers. Il préservera le degré très élevé de soutien monétaire qui est intégré dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et qui est nécessaire pour assurer un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le cas échéant, le Conseil des gouverneurs agira en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat. Dans l'intervalle, le Conseil des gouverneurs a chargé les comités concernés d'évaluer les options permettant d'assurer une mise en œuvre fluide du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème.

La croissance mondiale modérée qui avait été observée vers la fin de l'année dernière s'est poursuivie au premier semestre 2016. À plus long terme, la croissance mondiale devrait se redresser progressivement. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et la bonne tenue de la confiance soutiennent les perspectives des économies avancées, même si l'incertitude engendrée par le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE pèsera sur la demande intérieure dans ce pays. S'agissant des économies de marché émergentes (EME), l'activité économique devrait se ralentir en Chine, et les perspectives concernant les grands exportateurs de matières premières restent moroses malgré des premiers signes de stabilisation. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité économique mondiale demeurent orientés à la baisse.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

La croissance économique mondiale reste modérée. Après une phase de morosité au premier trimestre, la croissance du PIB aux États-Unis ne s'est que légèrement renforcée au deuxième trimestre, reflétant un frein important exercé par les stocks et une nouvelle diminution des investissements, sous l'effet essentiellement de la baisse des dépenses en capital dans le secteur de l'énergie. Dans le même temps, la croissance économique au Royaume-Uni a mieux résisté au deuxième trimestre. En revanche, le rythme d'expansion au Japon s'est ralenti, après s'être renforcé au premier trimestre en raison des effets d'année bissextile. En Chine, la croissance du PIB s'est stabilisée au deuxième trimestre, à un niveau conforme à l'objectif de croissance annuelle fixé par les autorités, l'activité économique ayant cependant fortement reposé sur le soutien des pouvoirs publics via les investissements en infrastructures et la poursuite de la croissance du crédit. Tandis que les indicateurs à court terme signalent que les taux de croissance devraient pratiquement avoir atteint leur point bas au Brésil et en Russie, la production a encore diminué dans ces pays au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, les récents indicateurs tirés d'enquêtes laissent penser que l'activité économique mondiale poursuivra sa croissance à un rythme modéré. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est demeuré faible en août (cf. graphique 1).

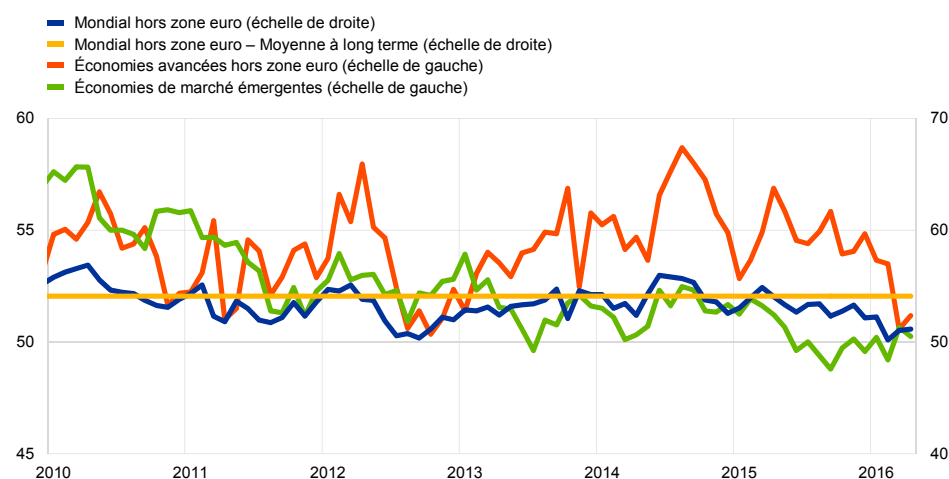
Le résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE a surpris les marchés financiers, mais la volatilité a été de courte durée, contenue en partie par l'anticipation de mesures de politique économique contracycliques dans les principales économies avancées. La livre sterling s'est dépréciée à la suite du référendum, mais l'impact sur la plupart des marchés internationaux hors Europe a été de courte durée. Les flux de capitaux en direction des EME ont bien résisté, dans un contexte d'amélioration globale des conditions financières dans ces pays, probablement liée à une quête de rendement au détriment des économies avancées. La Banque d'Angleterre a abaissé son taux

directeur et annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif lors de sa réunion en août. Le gouvernement britannique a également annoncé qu'il s'attendait désormais à un rythme d'assainissement budgétaire moins élevé que prévu auparavant. Aux États-Unis, les anticipations de marché relatives à des hausses de taux d'intérêt en 2016 par le Système fédéral de réserve ont diminué immédiatement après le référendum, avant d'augmenter de nouveau suite à la publication de données meilleures que prévu concernant le marché du travail. La Banque du Japon a également adopté de nouvelles mesures de relance monétaire lors de sa réunion en juillet, et le gouvernement japonais a annoncé des mesures de relance budgétaire dans sa rallonge budgétaire pour l'exercice 2016-2017.

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 août 2016.

Néanmoins, le résultat du référendum britannique a entraîné une accentuation de l'incertitude macroéconomique. Au Royaume-Uni, l'incertitude entourant la politique économique s'est accentuée. L'incidence sur les autres pays a été plus faible, signe que le choc causé par le vote sur l'appartenance à l'UE a été régional plutôt que mondial. Néanmoins, d'autres facteurs peuvent également contribuer aux degrés plus élevés d'incertitude observés dans les domaines politique et de politique économique dans les autres pays, en particulier aux États-Unis et en Chine.

La faiblesse du commerce mondial constatée en 2015 a persisté en début d'année. Selon les données du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), le volume des importations mondiales de biens a diminué de 0,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2016 (cf. graphique 2). La faiblesse du commerce mondial a été particulièrement marquée au cours de l'année passée, reflétant en partie la forte baisse des importations due aux profondes récessions qu'ont connues le Brésil et la Russie. Avec la résorption progressive de ces chocs, le frein aux importations mondiales devrait se modérer et la croissance de ces mêmes importations se redresser légèrement. Les indicateurs, tirés d'enquêtes, qui mesurent le commerce mondial font également état d'une légère

reprise. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a encore augmenté en août, dépassant le seuil de 50. Toutefois, comme examiné dans l'encadré 1, le commerce mondial devrait progresser à un rythme plutôt modéré à moyen terme. La diminution de l'élasticité du commerce mondial au revenu observée depuis 2012 devrait persister, car les évolutions structurelles qui avaient dopé les échanges commerciaux par le passé (baisse des coûts de transport, libéralisation des échanges, expansion des chaînes de valeur mondiales et approfondissement financier) ne devraient pas soutenir les échanges commerciaux dans la même mesure à l'avenir. Par conséquent, à moyen terme, la croissance du commerce mondial devrait rester très inférieure aux niveaux observés avant la crise financière.

À plus long terme, la croissance économique mondiale devrait rester modérée.

Dans les économies avancées, la persistance de taux d'intérêt faibles, conjuguée à une amélioration de la situation sur les marchés du travail et de l'immobilier résidentiel ainsi qu'à une bonne tenue de la confiance, devrait soutenir l'activité économique – même si l'incertitude accrue observée au Royaume-Uni risque de freiner l'investissement. Dans le même temps, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise devrait peser sur la croissance. Les flux de capitaux vers les EME se sont redressés récemment, mais de nombreux pays pâtissent encore du durcissement des conditions de financement externe, lié au retrait de la politique d'assouplissement quantitatif attendu aux États-Unis. L'atténuation progressive des profondes récessions dans quelques pays grands exportateurs de matières premières contribuera à soutenir la croissance mondiale au cours des prochaines années, mais les perspectives demeurent moroses, nombre de ces pays ayant des difficultés à s'ajuster au contexte de faibles prix des matières premières. Enfin, l'accentuation de l'incertitude politique et des tensions géopolitiques pèse également sur la demande dans un certain nombre de régions.

Si l'on considère les différents pays de façon plus détaillée, l'activité économique aux États-Unis devrait se redresser. La solidité des fondamentaux dans ce pays – forte croissance de l'emploi, hausse modeste des salaires nominaux au fur et à mesure que l'économie se rapproche du plein emploi et effets de richesse positifs pour les ménages (résultant pour l'essentiel de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel) – devrait soutenir la consommation privée. Le recul des taux d'intérêt à long terme et la fin de la contraction observée dans le secteur de l'énergie devraient également stimuler l'investissement sur l'horizon de projection. En revanche, l'appréciation du dollar et la faible progression de la demande étrangère pèseront sur les exportations.

Les perspectives concernant le Japon demeurent modérées. À court terme, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement qui ont suivi le tremblement de terre en avril vont limiter la production. À plus long terme, cependant, la consommation privée devrait se redresser sur fond d'augmentation du revenu réel, tandis que les conditions financières accommodantes devraient favoriser la hausse de l'investissement. Le report du relèvement de la TVA prévu pour avril 2017 soutiendra l'activité économique, tout comme les mesures de relance supplémentaires annoncées dans la rallonge budgétaire. En outre, la politique monétaire demeure

très accommodante. Les exportations devraient bénéficier de l'amélioration progressive de la demande étrangère, mais seront toutefois limitées par le rebond de la valeur du yen observé l'année dernière.

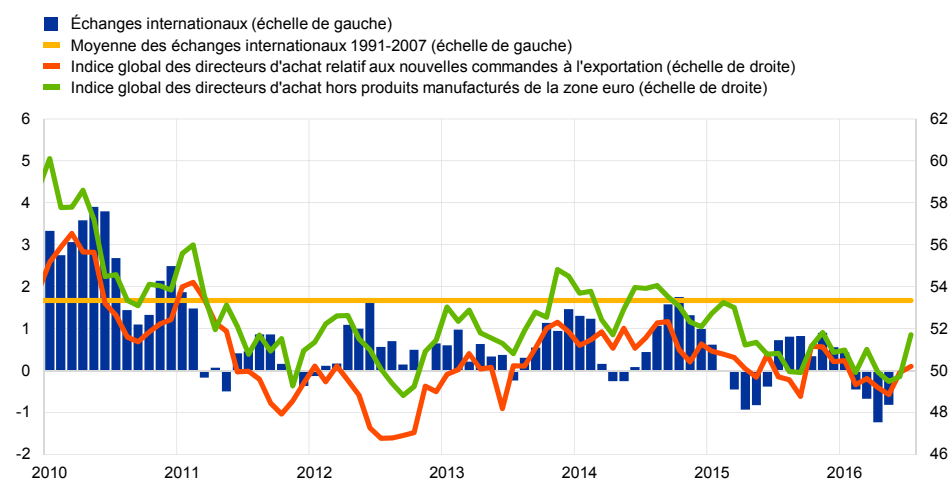
L'incertitude accrue constatée au Royaume-Uni devrait peser sur la croissance économique. L'incertitude institutionnelle et politique qui entoure les négociations sur la sortie de l'Union européenne devrait freiner la demande intérieure, notamment l'investissement, même si les données récentes laissent penser que l'impact à court terme du référendum a été relativement faible jusqu'à présent. À plus long terme, la politique monétaire accommodante et le ralentissement du rythme d'assainissement budgétaire devraient contribuer à soutenir l'activité économique.

L'activité économique réelle en Europe centrale et orientale devrait relativement bien résister. La consommation privée devrait bénéficier de la hausse du revenu disponible réel ainsi que des bas niveaux d'inflation. Toutefois, l'incertitude créée par le référendum au Royaume-Uni et son incidence potentielle sur les économies du Royaume-Uni et de la zone euro (qui sont les principaux partenaires commerciaux de ces pays) devraient peser sur la production au cours des prochains trimestres.

Graphique 2

Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2016 pour les indices des directeurs d'achat et à juin 2016 pour les échanges internationaux.

Le taux de croissance de l'économie chinoise devrait se ralentir progressivement. À court terme, la bonne tenue de la consommation et l'amélioration de la demande de logements, conjuguées avec la politique monétaire accommodante et les mesures de relance budgétaire, devraient soutenir l'économie. À plus long terme, cependant, le fait de continuer de mettre l'accent sur le rééquilibrage de l'économie – notamment par la réduction des surcapacités dans certaines industries lourdes et la mise en œuvre de mesures destinées à remédier aux créances douteuses – devrait se traduire par un ralentissement de la croissance économique.

En dépit des signes de stabilisation de la production constatés dans les grands pays exportateurs de matières premières, les perspectives restent moroses. En Russie, les conditions financières se sont assouplies après la décision de la banque centrale d'abaisser son principal taux directeur, mais l'incertitude demeure élevée et la confiance des entreprises, faible. Au Brésil, dans le même temps, la combinaison de niveaux élevés d'incertitude politique, d'une politique monétaire et de conditions de financement restrictives, ainsi que les mesures d'assainissement budgétaire prévues devraient entraîner un nouveau ralentissement de l'activité économique.

Globalement, les perspectives de croissance mondiale restent celles d'une reprise progressive et inégalement répartie. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE, la croissance annuelle du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer pour passer de 3,0 % en 2016 à 3,5 % en 2017 et à 3,7 % en 2018. Parallèlement, le taux de croissance annuel de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de 1,6 % en 2016, à 2,6 % en 2017 et à 3,5 % en 2018. La modeste reprise de l'activité économique et des échanges commerciaux prévue par ce scénario de référence reflète la résistance de la croissance dans les économies avancées et une atténuation progressive des profondes récessions dans quelques grandes EME, à savoir la Russie et le Brésil, compensant le ralentissement graduel de l'économie chinoise. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin, les perspectives de croissance du PIB mondial en volume ont été légèrement révisées à la baisse. Toutefois, les perspectives d'évolution de la demande extérieure adressée à la zone euro ont été plus nettement revues à la baisse, reflétant dans une large mesure les anticipations d'une progression beaucoup plus faible des importations en provenance du Royaume-Uni.

Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité économique mondiale demeurent orientés à la baisse, en particulier pour les EME. Un des principaux risques à la baisse est un ralentissement plus prononcé dans les EME, y compris en Chine. Le durcissement des conditions de financement et le renforcement de l'incertitude politique pourraient accentuer les déséquilibres macroéconomiques existants, entamant ainsi la confiance et entraînant un ralentissement exceptionnellement prononcé. L'incertitude qui entoure la transition économique en Chine pourrait entraîner un accroissement de la volatilité financière mondiale. Des risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives. En outre, les implications économiques de la sortie de l'Union européenne du Royaume-Uni pourraient être plus défavorables que prévu, ce qui accentuerait l'incertitude et affecterait négativement les échanges commerciaux, la confiance des entreprises et l'investissement.

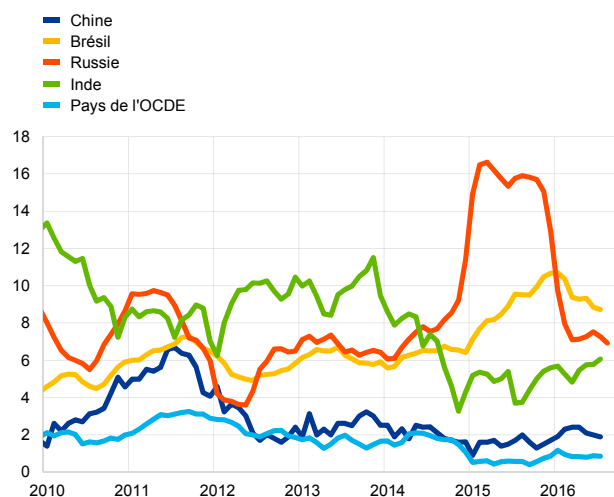
Évolution des prix au plan mondial

Les effets des baisses passées des prix du pétrole continuent de peser sur l'inflation mondiale totale. La hausse annuelle moyenne des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est revenue à 0,8 % en juillet, après 0,9 %

le mois précédent (cf. graphique 3). La composante énergie a continué de peser sur l'inflation, l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'établissant à 1,8 % en moyenne en juillet dans les pays de l'OCDE. Dans les grandes EME, l'inflation a baissé en Chine, au Brésil et en Russie et a légèrement augmenté en Inde.

Graphique 3 Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2016 pour la Russie, et à juillet 2016 pour les autres pays et pour l'ensemble de l'OCDE.

Les prix du pétrole ont augmenté au cours des derniers mois.

La dynamique des prix a été influencée par les évolutions constatées du côté de l'offre, les importantes interruptions de la production dans plusieurs pays de l'OPEP (Libye, Nigeria et Venezuela) et dans un pays hors OPEP (Canada) ayant atténué les conditions d'offre excédentaire. Plus récemment, cependant, la production de l'Arabie Saoudite a atteint un point haut historique, la diminution de l'offre de pétrole de schiste aux États-Unis s'est ralentie et la production de pétrole canadien a repris plus tôt que prévu. Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole est demeurée plus soutenue que prévu au premier semestre 2016. Au cours des prochains mois, les prix du pétrole seront soutenus par le rééquilibrage des conditions d'offre/de demande. Dans le même temps, les prix des matières premières hors énergie sont restés pratiquement inchangés ces trois derniers mois.

À plus long terme, l'inflation mondiale devrait se renforcer progressivement. À court terme, les effets des baisses passées des prix du pétrole et d'autres matières premières vont diminuer, ce qui atténuera l'incidence baissière sur l'inflation totale. À plus long terme, l'orientation à la hausse de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole laisse augurer des hausses de prix sur l'horizon de projection. Cependant, l'importante sous-utilisation des capacités de production à l'échelle mondiale devrait continuer de peser à moyen terme sur l'inflation sous-jacente.

2 Évolutions financières

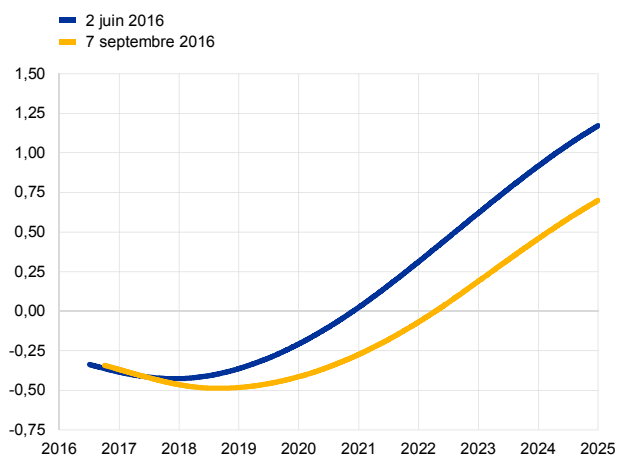
À l'exception de la période entourant immédiatement le référendum au Royaume-Uni, les marchés financiers de la zone euro et à l'échelle mondiale sont demeurés relativement calmes entre début juin et début septembre. Au cours de la période qui a précédé le référendum du 23 juin, les marchés financiers mondiaux ont affiché une volatilité croissante, qui a atteint un pic le lendemain du référendum. Depuis, la volatilité sur les marchés financiers s'est atténuée et la plupart des catégories d'actifs ont comblé leurs pertes. Les principales exceptions à cette normalisation sont les rendements obligataires à long terme de la zone euro, qui demeurent nettement inférieurs à leurs niveaux précédant le référendum, ainsi que les actions bancaires, dont les performances restent inférieures à l'indice de marché plus large.

Le calme relatif observé sur les marchés financiers au deuxième trimestre 2016 a persisté.

Dans un contexte d'amélioration timide des perspectives économiques mondiales, principalement alimentée par les évolutions de l'économie américaine, les marchés financiers de la zone euro et à l'échelle mondiale ont bien résisté à l'impact immédiat du vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'UE. Une première réaction a été observée dans la zone euro, sous la forme d'une forte dépréciation de l'euro par rapport au dollar, d'un aplatissement de la courbe des taux anticipés de l'Eonia, d'un creusement des écarts de rendement des obligations souveraines et des obligations du secteur des entreprises, d'une accentuation des volatilités implicites et d'une baisse des cours des actions, notamment bancaires. Depuis, la volatilité sur les marchés financiers s'est atténuée, les écarts de rendements souverains se sont resserrés et la plupart des autres catégories d'actifs ont comblé leurs pertes. Si l'on ne peut exclure la possibilité d'une nouvelle réaction des marchés financiers lorsque les modalités de la relation du Royaume-Uni avec l'Union européenne seront connues avec plus de certitude, les effets négatifs immédiats de cet événement sur les marchés financiers ont été de courte durée.

Graphique 4
Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré stable au cours de la période sous revue (du 2 juin au 7 septembre), tandis que la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est aplatie, essentiellement à la suite du référendum au Royaume-Uni (cf. graphique 4).

Les anticipations des marchés relatives à l'évolution de l'Eonia ont progressivement diminué. Le 2 juin, les anticipations étaient celles d'un taux Eonia devenant positif en 2021, mais à la fin de la période sous revue, cette date a été repoussée d'au moins un an. La trajectoire attendue de l'Eonia a également été révisée. Le graphique 4 montre que la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers l'arrière dans le temps tout en se décalant vers le bas au cours de la période sous revue. Ces évolutions indiquent que les marchés s'attendent probablement à une orientation accommodante supplémentaire de la politique monétaire. L'Eonia s'est

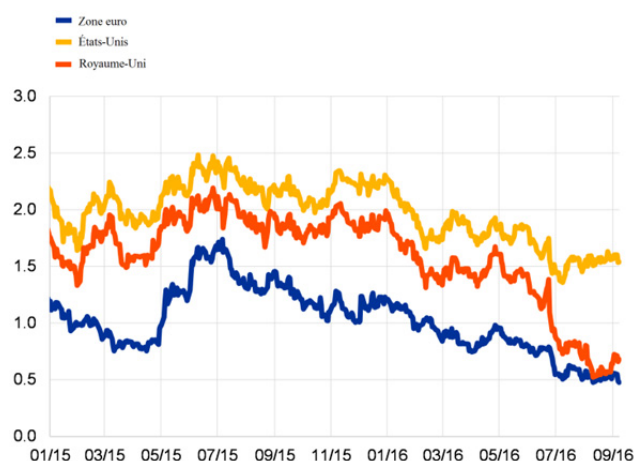
inscrit au sein d'une fourchette comprise entre – 32 et – 35 points de base, sauf à la fin du deuxième trimestre 2016, où il est temporairement remonté à – 29 points de base. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 192 milliards d'euros, à 1 040 milliards environ, dans le cadre des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du programme étendu d'achats d'actifs. L'encadré 3 apporte des informations plus détaillées sur les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire dans la zone euro.

Tandis que les rendements à long terme de la zone euro ont globalement connu une évolution très proche de celle des rendements à l'échelle mondiale avant le référendum au Royaume-Uni, un léger creusement de l'écart de taux a été observé entre les États-Unis et la zone euro au cours de la période qui a suivi le référendum, et les rendements à long terme ont également enregistré une forte baisse au Royaume-Uni (cf. graphique 5). Ces évolutions peuvent s'expliquer par la perception qu'ont les marchés des situations économiques et des politiques monétaires différentes de ces deux zones économiques. Dans un contexte de faible volatilité sur le marché obligataire, la moyenne pondérée du PIB du rendement des emprunts publics à dix ans dans la zone euro a oscillé à de bas niveaux de la fin juin au 7 septembre. Des différences entre pays subsistent, avec des rendements à dix ans allemands négatifs et de nouvelles baisses, quoique marginales, des rendements à dix ans portugais, espagnols et italiens. Ces évolutions doivent également être replacées dans le contexte du programme d'achats de titres du secteur public mis en place par la BCE.

Graphique 5

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

(en pourcentage annuel)



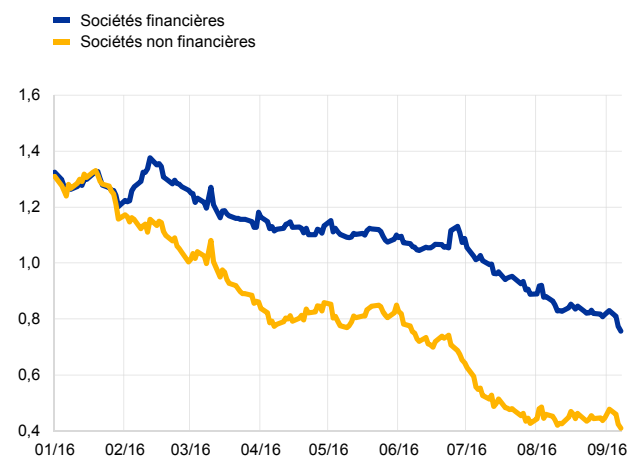
Source : Thomson Reuters.

Notes : La courbe libellée « Zone euro » se rapporte à la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans. La courbe « États-Unis » se rapporte au rendement des bons du Trésor à dix ans. La courbe « Royaume-Uni » se rapporte au rendement du *Gilt* à dix ans. La dernière observation se rapporte au 7 septembre 2016.

Graphique 6

Rendements des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

(en pourcentage annuel)



Source : Thomson Reuters.

Note : La dernière observation se rapporte au 7 septembre 2016.

Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) continue d'avoir une incidence positive sur les rendements des obligations émises par les sociétés non financières (SNF). Après s'être inscrits sur une tendance

baissière, les rendements des obligations émises par les SNF semblent s'être stabilisés autour de 0,45 % vers la fin juillet. Les niveaux actuels sont inférieurs de plus de 80 points de base à ceux observés en début d'année, ce qui est attribuable dans une large mesure au CSPP (cf. également l'encadré 2 du numéro d'août 2016 du *Bulletin économique*). Les rendements des obligations bancaires ont suivi une évolution similaire, mais leur recul a cependant été moins prononcé.

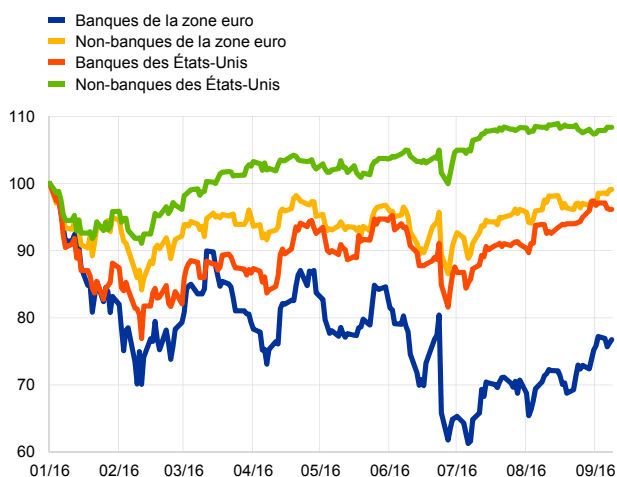
Les marchés boursiers mondiaux ont fortement réagi au résultat du référendum au Royaume-Uni, les banques de la zone euro étant les plus touchées. Les indices boursiers des non-banques de la zone euro et les indices

boursiers des banques et des non-banques aux États-Unis se sont redressés après les premières baisses constatées à la suite du référendum au Royaume-Uni. Concernant ces actions, les prix observés à la fin de la période sous revue ont dépassé ceux observés début juin. En dépit de la forte hausse enregistrée depuis le point bas qu'elles avaient atteint le 6 juillet, les actions bancaires de la zone euro continuent d'afficher des performances nettement inférieures à celles du marché global, en particulier dans une perspective à plus long terme.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2016 = 100)

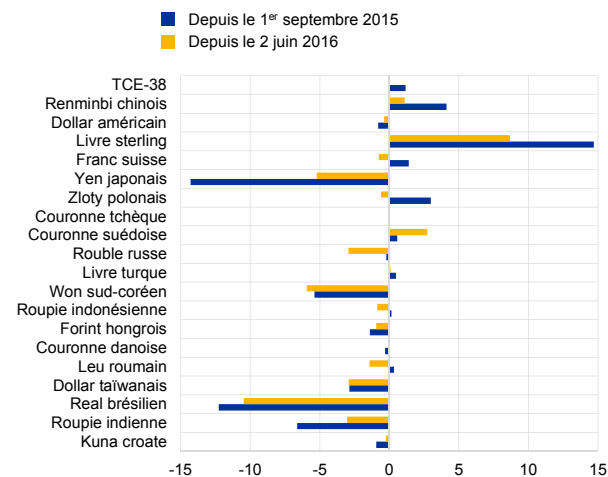


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 7 septembre 2016.

Graphique 8

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 demeuré pratiquement inchangé en termes effectifs. Cette stabilité résulte de l'appréciation de 9,3 % de l'euro par rapport à la livre sterling, dans un contexte d'incertitude accrue après le résultat du référendum au Royaume-Uni, qui a été contrebalancée par un affaiblissement de l'euro face à la plupart des autres principales devises, à l'exception du dollar. En particulier, la plus forte volatilité et la moindre appétence pour le risque ont soutenu

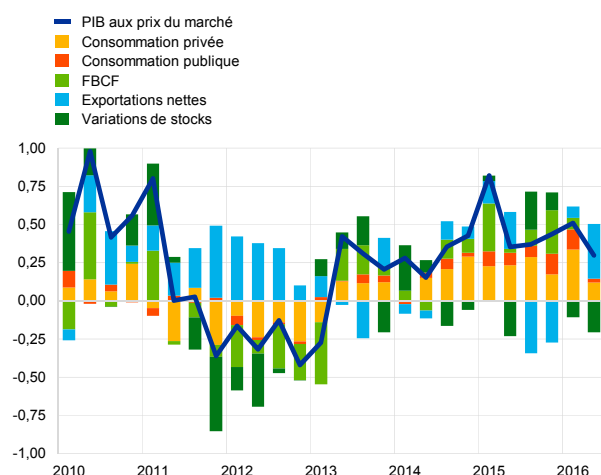
le yen japonais, aboutissant à une dépréciation de 5,9 % environ de l'euro vis-à-vis de cette devise. L'euro s'est également légèrement déprécié par rapport au franc suisse et, dans une plus grande mesure, par rapport aux devises de la plupart des économies de marché émergentes et des pays exportateurs de matières premières (cf. graphique 8).

La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est normalisée au deuxième trimestre, après une solide progression au premier trimestre. La croissance a été soutenue par les exportations nettes ainsi que par de légères contributions toujours positives de la demande intérieure. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes se sont montrés résistants et vont dans le sens de la poursuite d'une croissance modérée au troisième trimestre. Dans les mois à venir, la reprise économique de la zone euro devrait se poursuivre à un rythme modéré, mais régulier. Des effets favorables à la demande intérieure continuent de résulter des répercussions des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables, la réduction des ratios de levier et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent d'encourager l'investissement. La poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, et les cours toujours relativement bas du pétrole devraient apporter un soutien supplémentaire au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. De plus, l'orientation budgétaire dans la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2016 avant de devenir globalement neutre en 2017 et 2018. La faiblesse de l'environnement extérieur, la lenteur des réformes structurelles ainsi que l'ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs continuent de peser sur les perspectives de croissance de la zone euro. En outre, le résultat du référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'UE devrait encore freiner la demande extérieure adressée à la zone euro. Les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE tablent sur une progression du PIB en volume de la zone euro de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018.

Graphique 9

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.

L'expansion économique de la zone euro se poursuit avec la normalisation de la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2016, après de fortes hausses au premier trimestre.

La croissance du PIB en volume a ralenti à 0,3 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2016, après 0,5 % au premier trimestre. S'agissant de la production, la valeur ajoutée a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel, tirée par l'industrie (hors construction) et les services, tandis qu'elle a baissé dans la construction. À l'échelle des pays, la croissance du PIB en volume a été plus forte qu'au trimestre précédent en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas, tandis que la France et l'Italie ont affiché une croissance nulle. Globalement, l'activité a été soutenue par une contribution positive des exportations nettes et par une contribution toujours positive de la demande intérieure, quoique plus faible qu'au trimestre précédent.

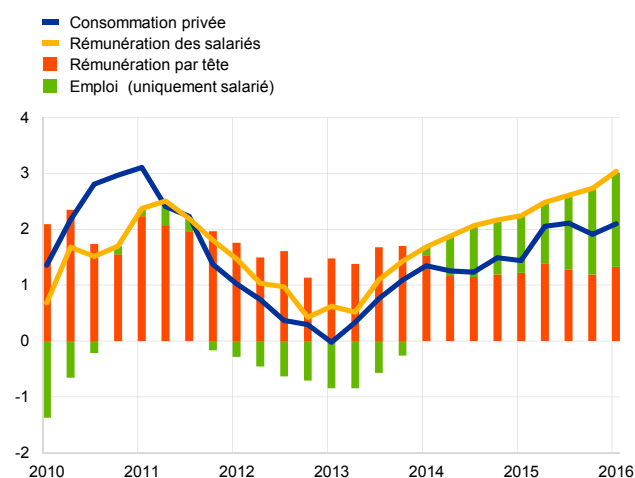
La consommation privée, qui a été le principal moteur de la reprise ces dernières années, n'a que légèrement progressé au deuxième trimestre.

Ce ralentissement vis-à-vis du trimestre précédent pourrait traduire une certaine normalisation après la forte croissance enregistrée au premier trimestre. Cependant, la consommation devrait rester l'un des principaux moteurs de la reprise en cours, notamment en raison de la poursuite du redressement des marchés du travail et de la confiance toujours élevée des consommateurs.

Graphique 10

Revenus nominaux du travail et consommation privée

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



Source : Eurostat.

Notes : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016. La consommation privée et les revenus du travail sont exprimés en termes nominaux.

Les améliorations récentes de la consommation privée dans la zone euro découlent largement de l'accroissement de l'emploi.

Bien que le bas niveau des prix du pétrole ait soutenu la consommation privée ces deux dernières années, les revenus du travail deviennent de façon croissante le principal facteur déterminant du revenu disponible des ménages. La contribution de la croissance des salaires nominaux à la progression du revenu disponible total ayant légèrement diminué au cours de la reprise, c'est la contribution de l'emploi, plutôt que des salaires, qui a récemment dopé par le revenu nominal total du travail (cf. graphique 10). Cette évolution reflète les améliorations en cours des marchés du travail de la zone euro, qui se sont redressés plus fortement qu'attendu sur la base des variations du PIB en volume (cf. l'article intitulé « La relation entre emploi et PIB depuis la crise » dans la présente édition du *Bulletin économique*). L'amélioration des conditions des prêts bancaires, renforcée par les mesures de politique

monétaire de la BCE, devrait continuer de soutenir la croissance de la consommation privée. Si le bas niveau des taux d'intérêt a affecté les revenus d'intérêts, il a eu également une incidence sur les charges d'intérêts, laissant pratiquement inchangés en moyenne les revenus d'intérêts nets des ménages de la zone euro. Les emprunteurs nets ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les épargnants nets, cette redistribution des revenus et paiements d'intérêts devrait continuer de soutenir la consommation privée agrégée (cf. également l'encadré intitulé « Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages » du *Bulletin économique* de juin 2016).

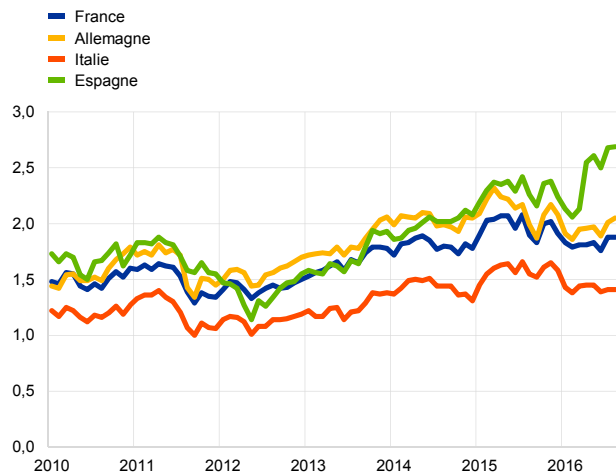
Les marchés du travail de la zone euro ont continué de s'améliorer, ainsi que le montrent la baisse des taux de chômage, la hausse de l'emploi et les perspectives d'emploi élevées.

L'emploi a encore augmenté, de 0,3 % en rythme trimestriel, au premier trimestre 2016. En conséquence, le niveau de l'emploi dans la zone euro s'est établi 1,4 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la hausse annuelle la plus rapide depuis le premier semestre 2008. Des informations plus récentes, telles que celles tirées d'enquêtes, font toujours état d'une amélioration modeste mais continue sur les marchés du travail de la zone euro. Le nombre total d'heures travaillées dans la zone euro affiche cependant un retard par rapport à la hausse de l'emploi, ce qui résulte en partie d'une augmentation du

travail à temps partiel (cf. également l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 » dans la présente édition du *Bulletin économique*). Quant au taux de chômage de la zone euro, il a poursuivi sa tendance baissière amorcée début 2013 et a atteint 10,1 % au deuxième trimestre 2016, son taux le plus bas depuis mi-2011. Ce niveau est resté inchangé en juillet. Des mesures élargies des capacités inutilisées sur le marché du travail, qui prennent également en compte les catégories de la population en âge de travailler qui sont en temps partiel subi ou se sont retirées du marché du travail, restent élevées et baissent plus lentement que le chômage.

La croissance de l'investissement a fortement ralenti au deuxième trimestre, en raison d'une baisse de la production industrielle de biens d'équipement et d'une diminution de l'activité dans la construction. La faiblesse relative de l'investissement total au deuxième trimestre reflète probablement une baisse de l'investissement résidentiel, après des conditions météorologiques favorables au trimestre précédent, qui avaient induit une plus forte activité de construction sur la période. La faiblesse de la production de biens d'équipement, en partie liée à la morosité de l'environnement extérieur, a été aussi, avec la moindre utilisation des capacités, un facteur important ayant freiné l'investissement des entreprises.

Graphique 11
Ratio cours/valeur comptable



Source : Thomson Reuters.

Notes : Le rapport entre le cours et la valeur comptable est un ratio qui permet de comparer la valeur de marché d'une action à sa valeur comptable. La valeur de marché d'une action est une mesure prospective qui reflète les flux de trésorerie futurs d'une entreprise. Les dernières observations se rapportent à août 2016.

Avec l'amélioration de la situation intérieure de la zone euro, l'investissement des entreprises et l'investissement dans la construction devraient se redresser à courte échéance. Globalement,

l'amélioration des conditions de financement, le renforcement de la confiance dans le secteur de la construction et l'augmentation du nombre de permis de construire délivrés vont dans le sens d'un redressement de la croissance de l'investissement au troisième trimestre. En outre, selon l'enquête de la Commission européenne, la demande est perçue comme une contrainte pour la production de biens d'équipement en diminution constante depuis 2013, et elle s'est établie au troisième trimestre à des niveaux jamais observés depuis début 2012. Le redressement de la demande, l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration des conditions de financement devraient continuer de stimuler à la fois l'investissement des entreprises et l'investissement dans la construction.

L'amélioration des bénéfices ces derniers mois

(cf. graphique 11) et la nécessité de remplacer le capital après des années d'atonie de la FBCF devraient également soutenir l'investissement total à l'avenir. Toutefois, l'incertitude liée aux relations futures de l'UE avec le Royaume-Uni et aux conséquences potentielles pour l'économie de la zone euro pourrait peser sur les perspectives d'investissement. De plus, les besoins de désendettement et la lenteur de la mise en œuvre des réformes, notamment dans certains pays, ainsi que la faiblesse des perspectives de croissance potentielle, pourraient également freiner la hausse de l'investissement.

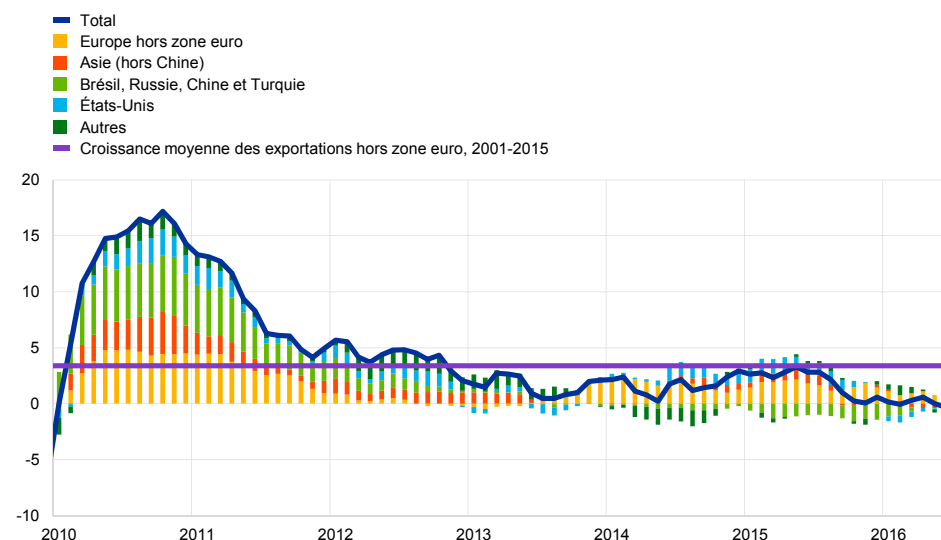
La faiblesse persistante de l'environnement extérieur a continué de peser sur les exportations de biens hors zone euro en 2016 (cf. graphique 12).

La faiblesse des échanges mondiaux a plusieurs déterminants (cf. l'encadré 1 de la présente édition du *Bulletin économique*) et l'un d'entre eux a trait à l'accroissement de la production locale sur les marchés locaux résultant des modifications du profil de la demande mondiale, de problèmes de coût de main-d'œuvre et des exigences en contenu local (cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*). La faible croissance des exportations de biens hors zone euro au deuxième trimestre découle essentiellement de la baisse des exportations vers l'Asie (à l'exception de la Chine), les pays producteurs de pétrole de l'OPEP et d'Amérique latine. Les contributions apportées à la croissance des exportations de biens par les États-Unis et la Russie sont globalement neutres, tandis que celles apportées par la Chine et l'Europe hors zone euro sont positives. Bien qu'encore très faible, la croissance des exportations de biens hors zone euro a été supérieure à celle des importations mondiales de biens au premier semestre 2016 et a entraîné des gains de parts de marché à l'exportation par rapport au second semestre 2015, en partie en raison de certains effets décalés toujours positifs des variations du taux de change effectif de l'euro. Ces effets favorables devraient se dissiper progressivement et les signaux fournis par les enquêtes, les commandes à l'exportation et la production industrielle font état d'une dynamique des exportations toujours faible à court terme. À plus long terme, la croissance des exportations hors zone euro devrait se renforcer après un rebond graduel des échanges internationaux.

Graphique 12

Exportations de biens hors zone euro

(variations annuelles en pourcentage de la moyenne mobile sur trois mois ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à mai 2016 pour les pays européens n'appartenant pas à la zone euro et à juin 2016 pour tous les autres. Les exportations de biens hors zone euro sont exprimées en volume.

Les risques pesant sur les perspectives des échanges commerciaux restent orientés à la baisse et sont liés pour l'essentiel aux conséquences défavorables résultant du référendum sur la participation du Royaume-Uni

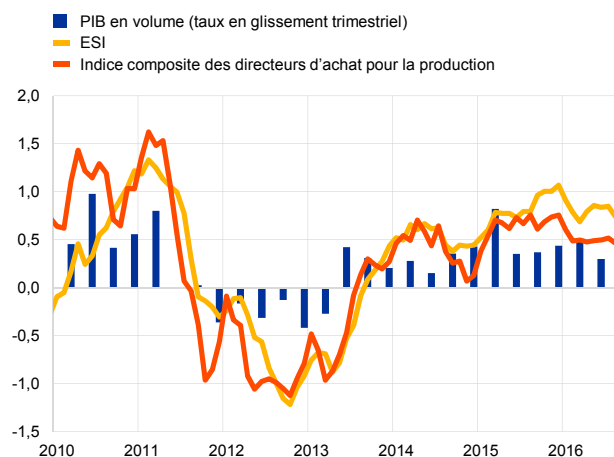
à l'UE. La croissance des exportations de biens vers le Royaume-Uni avait déjà commencé à ralentir début 2016. Cette évolution a été accentuée par la forte dépréciation de la livre sterling vis-à-vis de l'euro. L'affaiblissement de la demande d'importations au Royaume-Uni devrait avoir une incidence négative directe sur les échanges commerciaux de la zone euro, car ce pays est l'un de ses principaux partenaires commerciaux, mais aussi une incidence indirecte par le biais de répercussions sur les échanges commerciaux *via* d'autres pays.

Dans l'ensemble, les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une croissance modérée au troisième trimestre. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*European Commission's Economic Sentiment Indicator* – ESI) a fléchi en août. Cette baisse a concerné l'ensemble des secteurs et reflète une évaluation plus défavorable de la situation actuelle, ainsi qu'une baisse des anticipations. Des résultats négatifs ont notamment été enregistrés pour les carnets de commandes du secteur manufacturier, au total comme à l'exportation, en particulier pour les biens d'équipement qui affichent une forte baisse en août. De plus, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a légèrement diminué en août. Cependant, les valeurs moyennes de ces deux indicateurs en juillet et août sont restées pratiquement au même niveau qu'au deuxième trimestre et sont supérieures à leurs moyennes de long terme, faisant état de la poursuite d'une croissance modérée (cf. graphique 13).

Graphique 13

PIB en volume de la zone euro, indice composite des directeurs d'achat pour la production et indicateur ESI

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



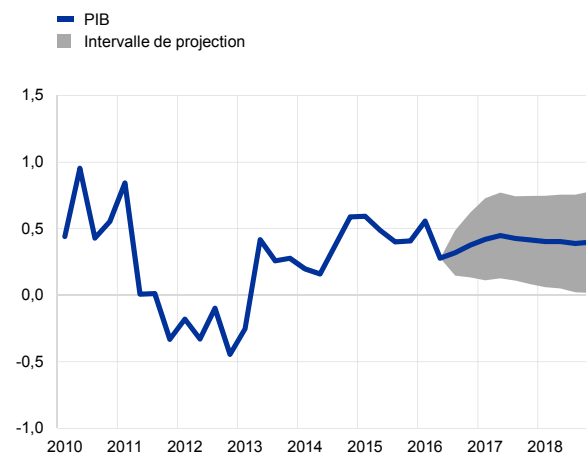
Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre pour le PIB et à août 2016 pour l'ESI et l'indice des directeurs d'achat.

Graphique 14

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE* » publié sur le site internet de la BCE le 8 septembre 2016.

Notes : Les intervalles entourant les prévisions centrales sont calculés à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue des écarts. La méthode utilisée pour calculer les intervalles, comportant une correction associée aux événements exceptionnels, est décrite dans le document intitulé « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

Dans les mois à venir, la croissance économique dans la zone euro devrait se poursuivre à un rythme modéré, mais régulier. La demande intérieure devrait

rester solide, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et une politique budgétaire de soutien à l'activité en 2016. L'investissement devrait être encouragé par de nouvelles améliorations de la rentabilité des entreprises ainsi que par la nécessité de remplacer le stock de capital existant après plusieurs années d'atonie de l'investissement. Les dépenses de consommation devraient bénéficier des créations d'emplois en cours, de l'amélioration des conditions des prêts bancaires et du prix du pétrole toujours relativement bas. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro devrait être freinée par la faiblesse persistante de la demande étrangère, liée en partie aux incertitudes découlant de l'issue du référendum au Royaume-Uni, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

Les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et en 2018

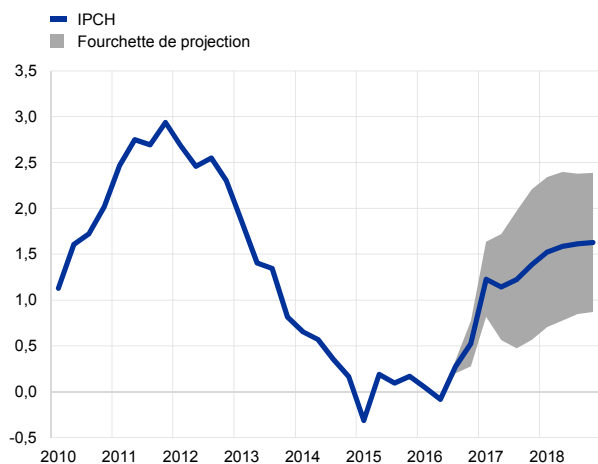
(cf. graphique 14). Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement l'environnement extérieur.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2 % en août 2016, sans changement par rapport à juillet. La progression des prix de l'énergie s'est encore accentuée en rythme annuel, alors que celle des prix des services et des produits manufacturés hors énergie a été un peu plus faible qu'en juillet. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient demeurer faibles avant de commencer à se redresser vers la fin 2016, surtout en raison d'effets de base concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer par la suite. Ce scénario ressort également globalement des projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui font apparaître une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.

Graphique 15

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2016 » publié le 8 septembre 2016 sur le site internet de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016 (données effectives) et au quatrième trimestre 2018 (projections).

L'inflation totale s'est maintenue à des niveaux faibles en août 2016.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est établie à 0,2 % en août, sans changement par rapport à juillet, l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie ayant été contrebalancée par un léger ralentissement de la hausse des prix des services et des produits manufacturés hors énergie (cf. graphique 16). Cette évolution fait suite à des hausses consécutives de l'inflation totale, de -0,2 % en avril à 0,2 % en juillet, principalement sous l'effet d'une contraction moins importante des prix de l'énergie et d'une accentuation de la hausse des prix des produits alimentaires.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ne font pas apparaître de signes dénotant clairement une tendance haussière.

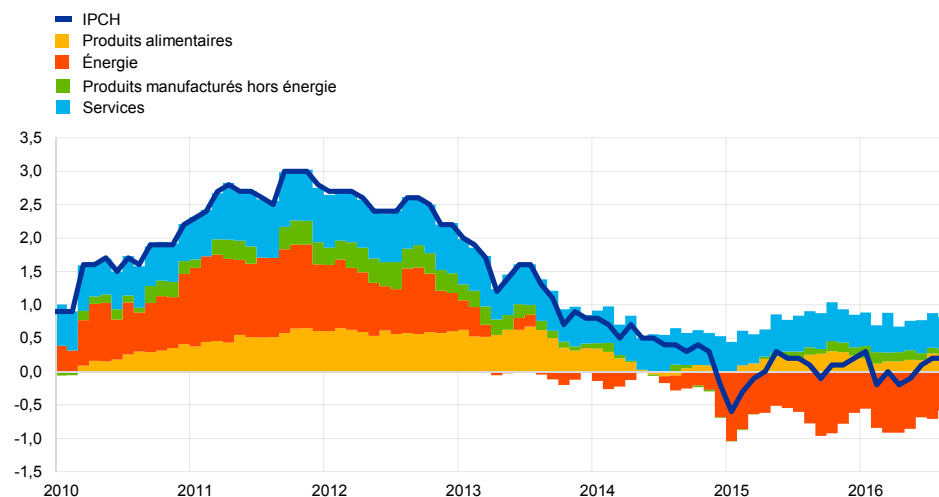
Après avoir enregistré des hausses au premier semestre 2015, l'IPCH annuel hors produits alimentaires et énergie oscille autour de 1 % depuis l'été dernier. De même, d'autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont montré aucun signe clair d'une dynamique haussière

(cf. graphique 17). Ces observations s'expliquent, en partie, par les effets modérateurs indirects des fortes baisses antérieures des prix du pétrole et des autres matières premières. Plus fondamentalement, les tensions d'origine interne sur les coûts, notamment la progression des salaires, sont restées faibles.

Graphique 16

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2016 (estimations rapides).

Les tensions en amont sur les prix sont demeurées faibles. Le rythme annuel de variation des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est établi à - 1,3 % en juillet, après - 0,7 % en juin, et à un niveau proche du point bas enregistré en avril (- 1,4 %, cf. graphique 18). Ce profil d'évolution traduit principalement l'incidence des évolutions du taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro. Plus en aval de la chaîne des prix, les prix à la production sont restés stables pour les ventes intérieures de biens de consommation non alimentaires, leur rythme annuel de progression ressortant à 0,0 % en juillet, sans changement par rapport à juin. Si les améliorations de la situation économique ont probablement exercé des tensions à la hausse sur les prix à la production, cette évolution a été contrebalancée par la faiblesse des prix des consommations intermédiaires liées aux matières premières.

Les évolutions du déflateur du PIB laissent penser que les tensions d'origine interne sur les prix se sont renforcées depuis mi-2014. Ces évolutions reflètent les hausses des marges bénéficiaires, les coûts de main-d'œuvre restant faibles. Ces hausses des marges bénéficiaires reflètent vraisemblablement des modifications des termes de l'échange associées à la baisse des prix du pétrole (cf. l'encadré intitulé « *Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro* » dans la présente édition du *Bulletin économique*). La croissance des salaires est restée modérée en raison d'une série de facteurs, notamment la persistance d'un degré élevé de sous-utilisation des capacités sur le marché du travail et la faible croissance de la productivité¹. Le taux de croissance annuel des salaires négociés

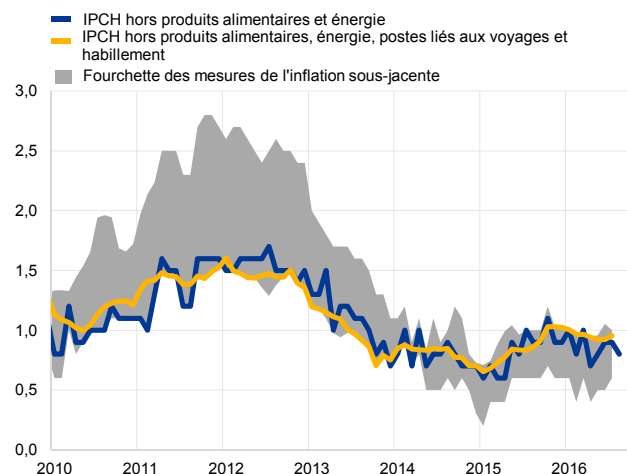
¹ Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

s'est établi à 1,4 % au deuxième trimestre 2016, sans changement par rapport au premier trimestre.

Graphique 17

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



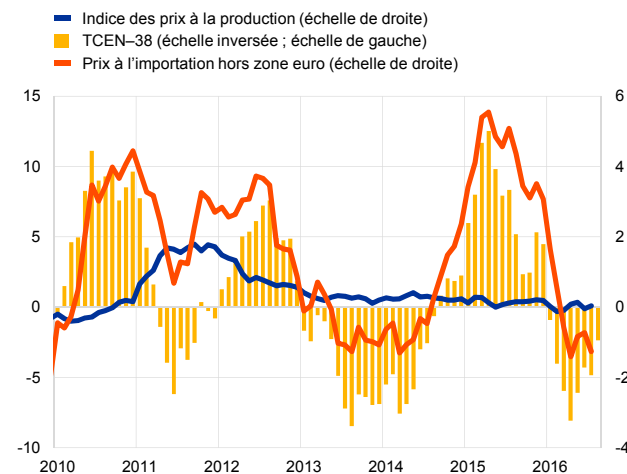
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente inclut les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et une mesure fondée sur le modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à août 2016 pour la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (estimation rapide) et à juillet 2016 pour toutes les autres mesures.

Graphique 18

Prix à la production et prix à l'importation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Données mensuelles. Les dernières observations se rapportent à juillet 2016 pour les prix à l'importation et les prix à la production et à août 2016 pour le TCEN-38. L'échelle est inversée pour le TCEN-38.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont de nouveau inscrites en recul et demeurent nettement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché ont fléchi entre début juin et début septembre. Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans est revenu de 1,48 % début juin à 1,29 % début septembre (cf. graphique 19). Des baisses particulièrement fortes ont été observées autour de la date du référendum au Royaume-Uni (en partie en raison de facteurs techniques liés à des mouvements de report vers les valeurs refuges que constituent les actifs nominaux). La situation sur les marchés financiers s'est normalisée par la suite, mais le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans ne s'est redressé que légèrement par rapport au point bas de 1,25 % enregistré le 10 juillet. Dans le même temps, les marchés continuent de n'intégrer à leurs prix qu'un risque limité de déflation. En revanche, les mesures des anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro tirées d'enquêtes (telles que l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels) sont restées globalement inchangées.

La hausse de l'IPCH pour la zone euro devrait se redresser vers fin 2016 avant de s'accroître encore en 2017 et en 2018.

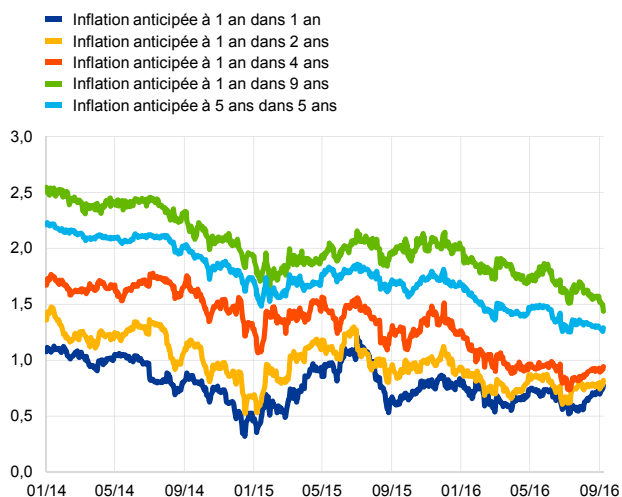
Sur la base des informations disponibles mi-août, les projections macroéconomiques de septembre 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une hausse de l'IPCH de 0,2 % en 2016, s'accroissant à 1,2 % en 2017 et à 1,6 % en 2018.

(cf. graphique 15)². Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'évolution de l'IPCH sont globalement inchangées.

Graphique 19

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2016.

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement sur l'horizon de projection, des tensions à la hausse se formant lentement dans le sillage de l'atténuation de la sous-utilisation des capacités de production. Les améliorations de la

situation sur le marché du travail, qui se traduisent par une baisse marquée du taux de chômage, devraient doper le redressement progressif de la croissance des salaires et de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection. Dans le contexte de la reprise économique en cours, de nouvelles tensions à la hausse sur l'inflation sous-jacente devraient également se matérialiser par le biais d'améliorations de la latitude des entreprises en matière de fixation des prix et du rebond conjoncturel des marges bénéficiaires qui leur est associé. La dissipation des effets indirects modérateurs exercés par les évolutions des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie devrait également contribuer à la hausse attendue de l'inflation sous-jacente. Des effets haussiers peuvent également être attendus en raison, plus généralement, de

l'accentuation des tensions sur les prix au niveau mondial, mais la dissipation progressive des tensions à la hausse liées aux baisses antérieures de la valeur de l'euro devrait peser sur le redressement de l'inflation sous-jacente au cours des prochaines années. Globalement, un redressement progressif de l'inflation sous-jacente devrait favoriser des hausses de l'inflation totale en 2017 et 2018.

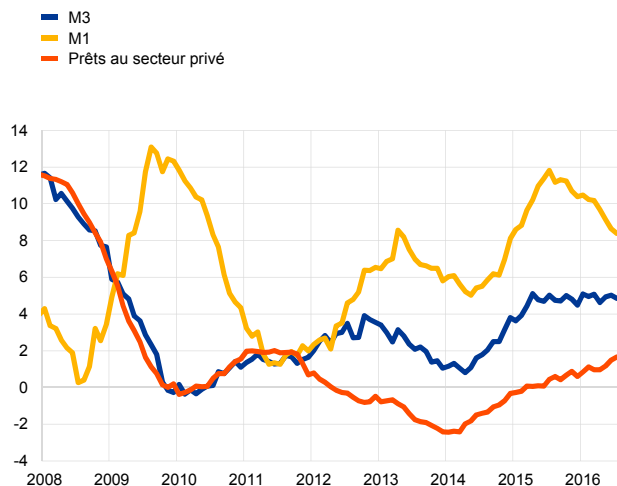
² Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2016 » publié sur le site internet de la BCE le 8 septembre 2016.

La croissance de la monnaie est restée robuste au deuxième trimestre 2016 et en juillet. En outre, la croissance des prêts a continué de se redresser progressivement. Les sources internes de la création monétaire ont de nouveau été le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. La faiblesse des taux d'intérêt et les effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables sous la forme d'une baisse de leurs taux débiteurs et ont assoupli les critères d'attribution des prêts, soutenant ainsi la reprise de la croissance des prêts. Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des sociétés non financières (SNF) a augmenté au deuxième trimestre 2016.

La monnaie au sens large a continué de progresser à un rythme soutenu. Le taux de croissance annuel de M3 s'est légèrement ralenti en juillet 2016, ressortant à 4,8 %, après avoir oscillé autour de 5,0 % depuis avril 2015 (cf. graphique 20). La croissance de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, en raison des faibles coûts d'opportunité de la détention de ces dépôts dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et de profil plat de la courbe des rendements. Outre le faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides, la robuste croissance de M3 reflète l'incidence des mesures non conventionnelles de politique monétaire, notamment les entrées liées à la cession de titres par le secteur détenteur de monnaie dans le contexte du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème (APP) et des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Le taux de croissance de M1 a fléchi ces derniers mois par rapport au pic enregistré en juillet 2015, mais il demeure à un niveau élevé.

Graphique 20
M3, M1 et prêts au secteur privé

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

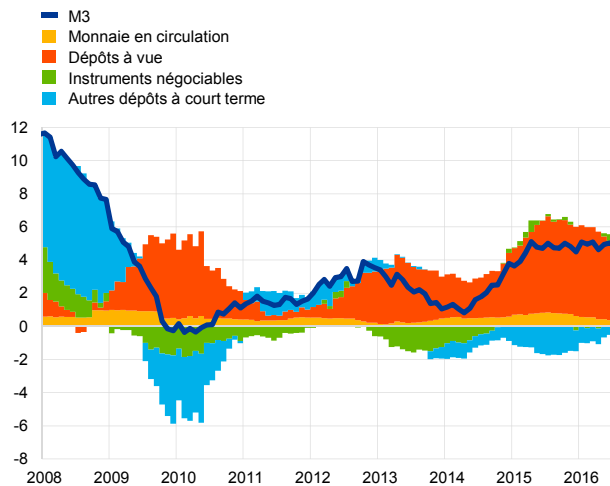


Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Graphique 21
M3 et ses composantes

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Les dépôts à vue, qui représentent à peu près la moitié de l'encours de M3 et la plus grande partie de M1, ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3 (cf. graphique 21). En particulier, les dépôts à vue du secteur privé non financier n'ont cessé d'enregistrer une forte croissance, tandis que ceux des institutions financières non bancaires ont continué de se modérer. Cette distinction est importante, car la propriété d'indicateur avancé de M1 pour la croissance économique repose, notamment, sur la dynamique observée pour le secteur non financier. Le taux de croissance de la monnaie en circulation a poursuivi sa tendance au ralentissement, c'est-à-dire que le secteur détenteur de monnaie ne semble pas substituer des espèces aux dépôts, en raison des taux d'intérêt très faibles ou négatifs. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) ont poursuivi leur contraction au deuxième trimestre 2016 et en juillet. Le taux de variation des instruments négociables (M3-M2), qui représentent une faible part dans M3, s'est légèrement redressé au cours de cette période, soutenu par la croissance vigoureuse des parts de fonds d'investissement monétaires et par l'augmentation des portefeuilles de titres de créance à court terme des banques.

Les sources internes de la création monétaire sont demeurées le principal moteur de la progression de la monnaie au sens large. Parmi celles-ci, les créances sur les administrations publiques sont restées le facteur le plus important à l'origine de la création monétaire, tandis que les concours au secteur privé ont continué de se redresser progressivement. Le premier facteur reflète les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, notamment les achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP).

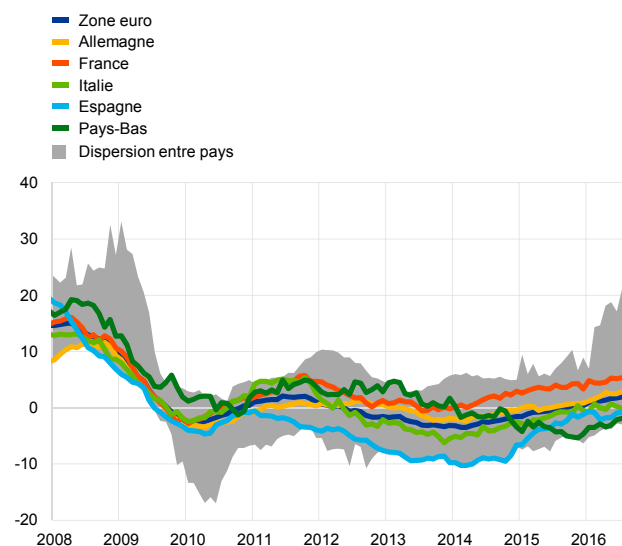
Les engagements financiers à long terme des institutions financières monétaires (IFM) (hors capital et réserves), dont le taux annuel de variation est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, ont poursuivi leur fléchissement au deuxième trimestre 2016 et en juillet. Cette évolution reflète, en particulier, l'incidence de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-II), qui fait office de substitut au financement de marché à long terme des banques. Par ailleurs, le profil plat de la courbe des rendements a réduit l'intérêt pour les investisseurs de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires. Dans le même temps, la position extérieure nette du secteur des IFM est restée le principal frein à la croissance annuelle de M3, en raison de la poursuite des sorties de capitaux de la zone euro ; les cessions d'obligations souveraines de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre du PSPP, contribuent fortement à cette tendance, car leurs produits sont essentiellement investis en instruments hors zone euro.

La dynamique des prêts a continué de se redresser progressivement. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a continué d'augmenter au deuxième trimestre 2016 et en juillet (cf. tableau 20). La croissance des prêts s'est améliorée au cours de cette période, notamment pour les sociétés non financières (cf. graphique 22), grâce à un redressement considérable par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette amélioration est globalement partagée par les principaux pays, même si les taux de croissance des prêts sont encore négatifs dans certaines juridictions. En comparaison, le taux annuel de croissance des prêts consentis aux ménages s'est légèrement redressé au deuxième trimestre 2016 et s'est stabilisé en juillet (cf. graphique 23). La baisse significative des taux débiteurs des banques observée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et l'amélioration de l'offre et de la demande de prêts bancaires ont favorisé ces tendances. Cependant, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



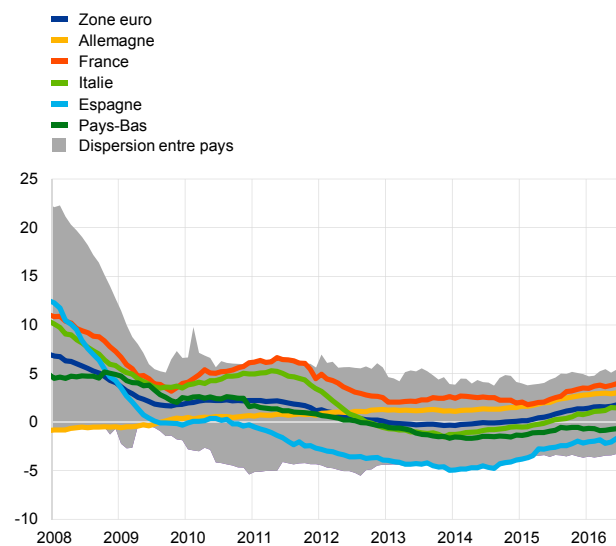
Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Le nouvel assouplissement net des critères d'octroi des prêts et la hausse persistante de la demande de prêts par les entreprises et les ménages ont continué de contribuer au redressement de la croissance des prêts.

Selon l'enquête de juillet 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les pressions concurrentielles sont restées le principal facteur expliquant l'assouplissement des critères d'octroi des crédits. Par ailleurs, le regain de la demande de prêts bancaires s'explique par plusieurs facteurs³, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt, les besoins de financement pour des fusions et acquisitions et les perspectives favorables du marché de l'immobilier résidentiel (cf. l'enquête). Dans ce contexte, le principal effet des TLTRO sur l'offre de crédit a été d'assouplir les modalités et conditions attachées aux crédits. Les banques ont également déclaré que la liquidité supplémentaire issue des TLTRO était utilisée essentiellement pour accorder des prêts. De plus, les banques de la zone euro ont déclaré que les TLTRO avaient eu une incidence positive sur leur rentabilité.

Le coût composite du financement par endettement des banques a fléchi en juillet pour atteindre un nouveau point bas historique, après s'être globalement stabilisé au deuxième trimestre 2016 (cf. graphique 24). Le recul considérable observé en juillet s'explique essentiellement par une baisse des

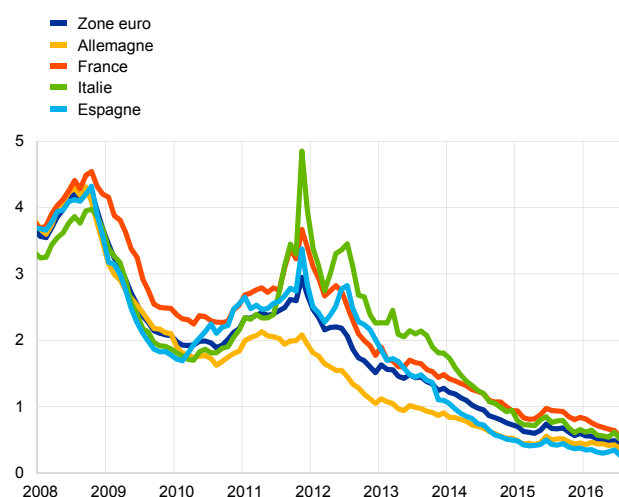
³ Cf. l'encadré intitulé « Contraintes de financement dans les régions de la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

rendements obligataires, tandis que le coût des dépôts n'a diminué que de façon marginale. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation des marchés financiers ont contribué à la baisse du coût composite du financement par endettement des banques. Conformément aux évolutions récentes, les banques de la zone euro ont fait état, dans l'enquête de juillet 2016 sur la distribution du crédit bancaire, d'une amélioration de leur accès au financement par le biais des titres de créance au deuxième trimestre 2016.

Graphique 24

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Les taux débiteurs bancaires appliqués au secteur privé sont restés sur une tendance baissière au deuxième trimestre 2016 et en juillet

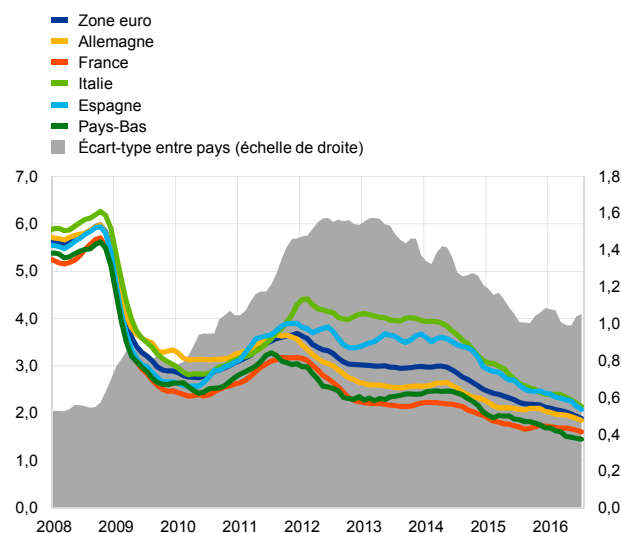
(cf. graphiques 25 et 26). Les taux débiteurs composites pour les prêts aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse sensiblement plus forte que les taux de référence du marché depuis juin 2014, indiquant ainsi une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et juillet 2016, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et des prêts au logement accordés aux ménages de la zone euro ont fléchi de quelque 100 points de base. La réduction des taux débiteurs bancaires a été particulièrement forte dans les pays vulnérables de la zone euro, ce qui indique un recul de la fragmentation des marchés financiers de la zone. Sur la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 0,25 million d'euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est inscrit à la baisse. Cette

évolution indique que les PME ont en général davantage profité de la baisse des taux débiteurs que les grandes entreprises.

Graphique 25

Taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



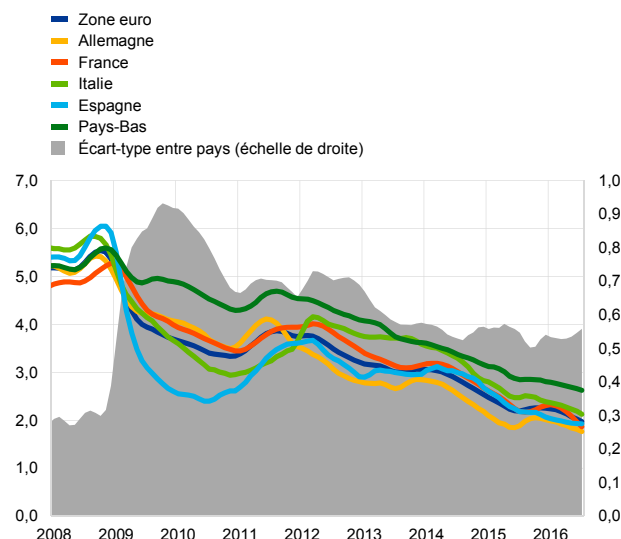
Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme en utilisant une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Graphique 26

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme en utilisant une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des sociétés non financières (SNF) de la zone euro a augmenté au deuxième trimestre 2016. Le financement externe des SNF se situe actuellement à des

niveaux observés fin 2004 (avant le début de la période de croissance excessive du crédit). Le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions du crédit bancaire, le coût très faible de l'endettement de marché et l'augmentation du nombre des fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record des liquidités détenues par les SNF a réduit la nécessité du financement externe.

Les émissions nettes de titres de créance des SNF de la zone euro se sont de nouveau renforcées en avril et en mai 2016, avant de se contracter en juin. Le

renforcement observé en avril et en mai a été favorisé, entre autres, par le train de mesures de politique monétaire de la BCE annoncé en mars 2016, comprenant le programme d'achats de titres des entreprises, et a concerné l'ensemble des pays⁴. Le ralentissement observé en juin s'explique probablement par les préoccupations relatives au référendum organisé au Royaume-Uni. Les données disponibles indiquent que les émissions d'obligations des entreprises se sont de nouveau légèrement renforcées en juillet et en août. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont restées relativement modérées au cours des derniers mois.

⁴ Cf. également l'encadré intitulé « Le marché des obligations d'entreprises et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF de la zone euro a reculé en juillet 2016, atteignant un nouveau point bas historique, avant de retrouver en août les niveaux observés au deuxième trimestre 2016. Le fléchissement enregistré en juillet est imputable à une baisse du coût du financement par émission d'actions et à un recul du coût du financement par endettement de marché, tandis que l'augmentation observée en août s'explique uniquement par une hausse du coût du financement par émission d'actions. Ce dernier coût a suivi les évolutions des cours des actions et des bénéfices attendus. Le coût du financement par endettement de marché a continué de baisser de juin à août en raison des mesures de politique monétaire adoptées par la BCE en mars 2016 et du fléchissement général des rendements.

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de se réduire au cours de la période couverte par les projections (2016-2018), à la faveur principalement de l'allègement des charges d'intérêts et de l'embellie conjoncturelle. L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait être expansionniste en 2016, avant toutefois de prendre un tour plus neutre en 2017-2018. Si le ratio dette/PIB global devrait se replier durant la période de projection, cette évolution occulte d'importantes différences d'un pays à l'autre. Plus particulièrement, les pays qui présentent des niveaux d'endettement élevés auraient besoin de consentir des efforts de consolidation supplémentaires afin d'imprimer une trajectoire baissière ferme au ratio d'endettement de leurs administrations publiques, là où d'autres pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient utiliser cette dernière afin de soutenir la demande.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait progressivement décroître au cours de la période de projection. D'après les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en septembre 2016 ⁵, le déficit budgétaire devrait revenir de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,5 % du PIB en 2018 (cf. tableau). En 2016, l'allègement des charges d'intérêts, conjugué à des conditions conjoncturelles favorables, devrait plus que compenser l'assouplissement budgétaire. En 2017 et 2018, les charges d'intérêts faibles demeureront un important moteur de la réduction du déficit. En comparaison des projections de juin 2016, les prévisions budgétaires demeurent globalement inchangées pendant la période couverte par les projections ⁶. Il faudra attendre que les pays membres de la zone euro aient soumis leurs projets de plans budgétaires à la mi-octobre pour disposer d'informations plus détaillées sur les budgets 2017.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être expansionniste en 2016 et prendre un tour globalement neutre en 2017 et 2018 ⁷. L'assouplissement de l'orientation budgétaire globale en 2016 reflète l'incidence de mesures expansionnistes du côté des recettes, telles que des baisses d'impôts directs et des réductions des cotisations de sécurité sociale dans un certain nombre de pays de la zone euro. L'orientation budgétaire expansionniste peut être considérée comme globalement adaptée au vu de la nécessité de trouver un équilibre entre les capacités inutilisées dans l'économie et la marge de manœuvre budgétaire réduite observée dans les pays confrontés à une dette publique élevée. S'agissant de la

⁵ Cf. les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE en septembre 2016, disponibles à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201609.fr.pdf>

⁶ Les estimations provisoires des comptes des administrations publiques allemandes ne seront disponibles qu'après la date d'arrêt. Établi à 1,2 % du PIB, l'excédent des administrations publiques enregistré au premier semestre 2016 était sensiblement supérieur à l'équilibre budgétaire sur lequel tablaient les prévisions du programme de stabilité allemand pour l'ensemble de l'année. Si les statistiques portant sur l'année complète devaient être inférieures à celles relevées pour le premier semestre 2016, un net excédent n'en demeure pas moins probable.

⁷ L'orientation budgétaire est mesurée sur la base de la variation du solde primaire structurel, à savoir le solde primaire corrigé du cycle hors mesures temporaires telles que les aides d'État apportées au secteur financier. Pour une analyse de ce concept de l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

période 2017-2018, l'orientation budgétaire devrait être généralement neutre, étant donné que les mesures de nature à creuser le déficit prises sur le plan des recettes devraient être contrebalancées par une croissance moins dynamique de certaines composantes des dépenses primaires des administrations publiques. Sont en particulier visées les rémunérations des salariés et la consommation intermédiaire, qui devraient présenter une croissance inférieure à celle du PIB tendanciel nominal, tandis que d'autres composantes, comme les transferts sociaux et les investissements publics, devraient enregistrer une croissance supérieure au potentiel.

Tableau

Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Recettes totales	46.6	46.7	46.4	45.9	45.7	45.7
b. Dépenses totales	49.6	49.3	48.4	47.8	47.4	47.1
<i>dont :</i>						
c. Charges d'intérêts	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9
d. Dépenses primaires (b - c)	46.8	46.7	46.1	45.7	45.4	45.3
Solde budgétaire (a - b)	-3.0	-2.6	-2.1	-1.9	-1.7	-1.5
Solde budgétaire primaire (a - d)	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
Solde budgétaire corrigé du cycle	-2.2	-1.9	-1.7	-2.0	-1.8	-1.6
Solde budgétaire structurel	-2.2	-1.7	-1.6	-1.9	-1.8	-1.6
Endettement brut	91.1	92.0	90.3	89.5	88.4	87.0
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	-0.2	1.1	1.9	1.7	1.6	1.6

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE.

Notes : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. L'écart mineur par rapport aux données validées d'Eurostat pour le printemps 2016 est dû à la prise en compte de récentes révisions de données dans les projections de septembre.

La dette publique élevée dans la zone euro continuerait de décliner. Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui a culminé en 2014, devrait progressivement refluer pour revenir de 90,3 % du PIB en 2015 à 87 % du PIB d'ici fin 2018. La diminution escomptée de la dette publique est soutenue par plusieurs facteurs, au nombre desquels figurent des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance résultant de l'embellie des perspectives macroéconomiques et de la faiblesse présumée des taux d'intérêt. De légers excédents primaires et des ajustements déficit/dette négatifs concourront par ailleurs à améliorer les perspectives d'endettement. Par rapport aux projections de juin 2016, le ratio dette/PIB de la zone euro devrait être légèrement inférieur à la fin de la période de projection, ce qui s'explique essentiellement par la nette révision à la hausse du PIB nominal irlandais pour 2015⁸. Dans une perspective internationale, le ratio dette/PIB devrait demeurer hétérogène, plus de la moitié des pays de la zone euro dépassant le seuil des 60 % à l'issue de la période de projection. Qui plus est, dans une poignée de pays, le ratio de la dette publique devrait encore augmenter au cours de la période couverte par les projections.

⁸ La révision à la hausse du PIB nominal irlandais pour 2015 induirait une diminution du ratio dette/PIB de la zone euro de l'ordre de 0,4 point de pourcentage.

Des efforts de consolidation supplémentaires sont essentiels, notamment dans les pays présentant des ratios élevés d'endettement par rapport au PIB.

Ces pays doivent imprimer une tendance baissière ferme à leur ratio de dette publique, dans la mesure où ils sont particulièrement vulnérables à un regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un rebond des taux d'intérêt. Quant aux pays de la zone euro disposant d'une marge de manœuvre budgétaire, ils devraient faire usage de celle-ci par exemple en intensifiant les investissements publics, tandis que tous les États membres devraient tendre vers une composition plus favorable à la croissance de leurs budgets publics.

Le respect intégral du Pacte de stabilité et de croissance aiderait les pays à corriger leurs déséquilibres budgétaires et les guiderait donc vers une trajectoire de dette adaptée. Dans ce cadre, le Conseil Ecofin a avalisé le 12 juillet l'évaluation de la Commission selon laquelle ni le Portugal, ni l'Espagne n'avaient pris de mesures suivies d'effet pour corriger leurs déficits excessifs à l'échéance respective de 2015 et 2016. Le 2 août, le Conseil a dès lors fait part des mesures à adopter pour corriger le déficit excessif. Il a recommandé au Portugal de corriger cette année son déficit excessif, au moyen d'un effort budgétaire supplémentaire de 0,25 % du PIB, et de ramener le déficit budgétaire nominal à 2,5 % du PIB. Quant à l'Espagne, elle s'est vu octroyer un report d'échéance de deux ans jusqu'en 2018, au vu de la détérioration du déficit structurel cette année à concurrence de 0,4 % du PIB et d'assainissements structurels annuels de 0,5 % du PIB par la suite. Les deux pays sont invités à exposer pour le 15 octobre les grandes lignes de leurs projets sur la manière dont ils comptent suivre les recommandations du Conseil. Bien qu'il ait été estimé qu'aucun des deux pays n'avait pris de mesure suivie d'effet, le Conseil a suivi le 8 août la recommandation de la Commission de ne pas imposer de sanctions, alors que celles-ci devraient en principe automatiquement s'appliquer en cas de non-respect répété du Pacte (comme cela a été instauré dans le « six-pack » en 2011). Dans un dialogue structuré avec le Parlement européen, la Commission exposera les grandes lignes de sa recommandation concernant l'usage de son outil visant à suspendre une partie des fonds structurels à la lumière du non-respect du Pacte par le Portugal et l'Espagne.

À l'avenir, il s'agira de consentir des efforts pour garantir que les projets de plans budgétaires constituent un outil efficace d'alerte précoce et de correction. Cela implique que les dispositions du « two-pack » soient appliquées de manière complète et cohérente dans le temps et entre les pays. Après le dépôt à la mi-octobre des projets de plans budgétaires, la Commission évaluera si ceux-ci satisfont pleinement aux exigences du Pacte. Dans le cas contraire, la Commission sera contrainte de renvoyer les projets de plans budgétaires aux pays concernés.

Encadré 1

Les déterminants du ralentissement du commerce mondial : quelle est la nouvelle situation normale ?

Le commerce international a été caractérisé par une faiblesse exceptionnelle au cours des cinq dernières années. La croissance annuelle des importations mondiales a été inférieure à sa moyenne de long terme depuis mi-2011, soit la plus longue période de croissance inférieure à la tendance depuis un demi-siècle. Avant la Grande Récession, le commerce mondial progressait, en moyenne, environ deux fois plus vite que la production mondiale ; depuis 2012, les échanges commerciaux ont à peine atteint les taux de croissance du PIB mondial (cf. graphique A). En conséquence, le ratio importations mondiales/PIB mondial a interrompu sa forte tendance à la hausse et a globalement stagné au cours des cinq dernières années (cf. graphique B). La baisse observée de l'élasticité du commerce mondial par rapport au revenu brut – définie comme le taux de croissance moyen des importations mondiales divisé par le taux de croissance moyen du PIB mondial – pose la question de savoir si la faiblesse des échanges commerciaux représente un écart temporaire par rapport à la tendance ou un phénomène plus durable reflétant des changements structurels plus fondamentaux. Cette question a occupé une place prépondérante dans les recherches récentes⁹ et est extrêmement pertinente pour les banques centrales qui cherchent à comprendre le rôle joué par la demande extérieure et les interdépendances internationales dans la détermination des perspectives d'évolution de l'activité intérieure, de la production potentielle et de l'inflation. Selon un rapport récent réalisé par des experts du Système européen de banques centrales (SEBC), la faiblesse du commerce mondial par rapport au PIB mondial devrait persister, principalement sous l'effet de deux évolutions¹⁰.

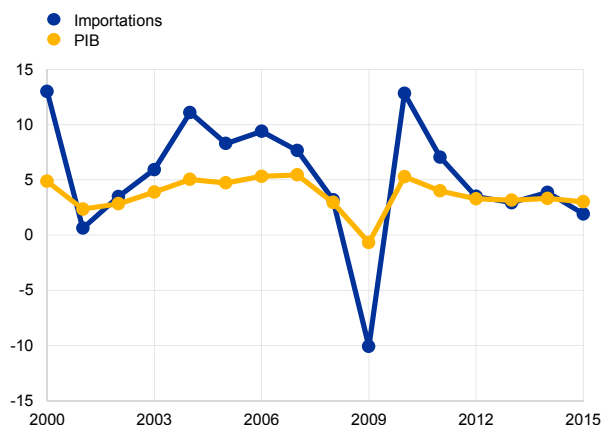
⁹ Cf., par exemple, Hoekman (B.), « *The Global Trade Slowdown: A New Normal?* », VoxEU.org eBook, CEPR Press et EUI, Londres, 2015 ; BCE, « Comprendre la faiblesse du commerce mondial », *Bulletin économique*, n° 3, 2015 ; Borin (A.) et Mancini (M.), « *Follow the value added: bilateral gross export accounting* », *Working paper* n° 1026, Banca d'Italia, 2015.

¹⁰ IRC Trade Task Force, « *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, septembre 2016. Dans le rapport, le PIB mondial est agrégé avec des pondérations par les taux de change du marché, tandis que dans le présent encadré, il est agrégé avec des pondérations sur la base des parités de pouvoir d'achat (PPA) afin d'harmoniser davantage les résultats avec les projections des services de l'Eurosystème relatives au PIB mondial.

Graphique A

Croissance des importations et du PIB au niveau mondial

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et calculs des services de la BCE.
Notes : Importations de biens et services. Le PIB mondial est agrégé avec des pondérations sur la base des PPA.

Graphique B

Ratio importations mondiales/PIB mondial

(ratio des niveaux)



Sources : Sources nationales et calculs des services de la BCE.
Notes : Le PIB mondial est agrégé avec des pondérations sur la base des PPA. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

Premièrement, les effets de composition réduisent l'élasticité du commerce au revenu au niveau mondial. Les modifications de l'élasticité du commerce mondial peuvent refléter à la fois des changements des élasticités au niveau des différents pays et l'évolution des pondérations relatives de chaque pays au sein de l'agrégat mondial. Par conséquent, outre les fluctuations des élasticités au niveau national, les modifications de l'élasticité au niveau mondial reflètent également des variations des parts des importations et de la croissance relative entre les pays présentant des différences en termes d'intensité des échanges commerciaux. En particulier, l'importance accrue des économies émergentes, dont la croissance est généralement moins dépendante des échanges commerciaux, a des implications pour l'élasticité du commerce mondial ¹¹. Le déplacement de la croissance des échanges commerciaux et du PIB des économies avancées vers les économies de marché émergentes implique un affaiblissement de la relation entre commerce et activité économique au niveau mondial. Cette modification de la composition géographique peut expliquer la moitié environ de la diminution de l'élasticité du commerce au niveau mondial entre les périodes 1980-2007 et 2012-2015 (cf. graphique C). Dans une moindre mesure, les effets de composition de la demande ont également contribué au ralentissement du commerce mondial. Les composantes du PIB à forte intensité d'importations, telles que l'investissement, s'étant affaiblies par rapport aux autres composantes de la demande, la croissance des importations s'est également ralentie ¹².

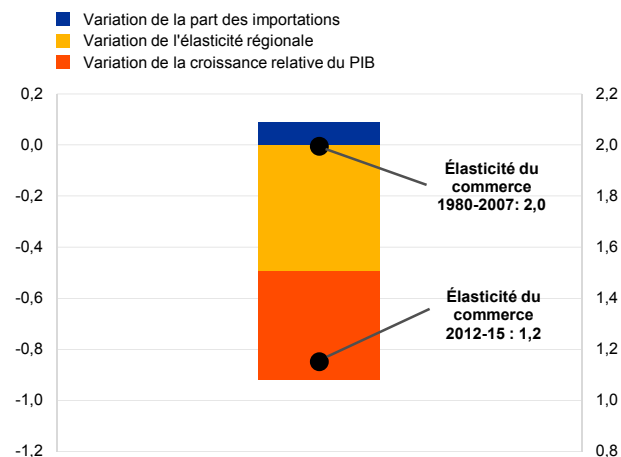
¹¹ La décomposition s'appuie sur Slopek (U.), « *Why has the Income Elasticity of Global Trade Declined?* », *mimeo*, Deutsche Bundesbank, 2015.

¹² Cf. également Bussière (M.), Callegari (G.), Ghironi (F.), Sestieri (G.) et Yamano (N.), « *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 3, 2013, p. 118-151.

Graphique C

Contributions aux variations des élasticités du commerce mondial : 1980-2007 par rapport à 2012-2015

(échelle de gauche : contributions aux variations de l'élasticité du commerce ;
échelle de droite : élasticité du commerce mondial)



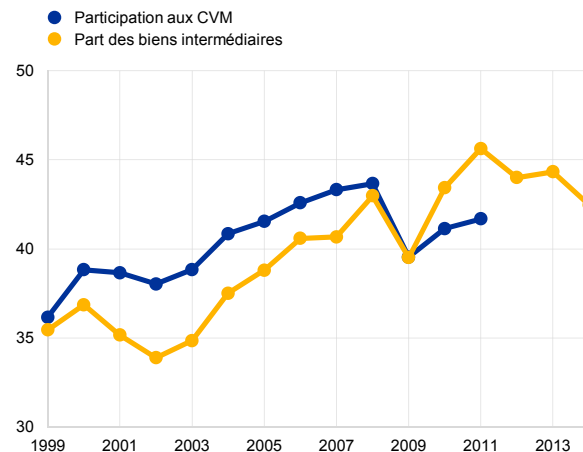
Sources : IRC Trade Task Force (2016) et Slopek (2015).

Notes : Analyse fondée sur les agrégats de 24 économies avancées et 18 économies de marché émergentes. Les zones de couleur bleue et orange représentent la contribution de l'évolution de la composition géographique des échanges internationaux et de l'activité à la baisse de l'élasticité du commerce. La zone jaune représente la baisse de l'élasticité résultant de la diminution de l'élasticité au niveau régional.

Graphique D

Participation aux chaînes de valeur mondiales (CVM) par rapport à la part des biens intermédiaires dans les importations totales de biens

(indice)



Sources : Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), World Input-Output Database (WIOD) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les deux mesures excluent les échanges liés à l'énergie. La part des biens intermédiaires fait l'objet d'un ajustement moyenne-variance par rapport à celle de la mesure de la participation aux CVM. La mesure relative aux CVM est fondée sur Borin et Mancini (2015).

Deuxièmement, plusieurs évolutions ont conduit à une diminution des élasticités du commerce au niveau des différents pays.

Plusieurs facteurs structurels qui avaient dopé la croissance des échanges commerciaux par le passé, notamment la diminution des coûts de transport et la suppression des barrières commerciales, semblent s'être en grande partie dissipés. Un autre facteur connexe est le ralentissement de l'expansion des chaînes de valeur mondiales (CVM). La fragmentation croissante des processus de production par-delà les frontières avait fortement soutenu les échanges bruts, notamment dans les années 1990 et au début des années 2000, quand les composantes intermédiaires étaient de plus en plus expédiées à de multiples reprises entre les économies tout au long de leurs chaînes de production. Il apparaît que la forte augmentation des CVM a marqué le pas, voire s'est inversée après 2011 (cf. graphique D). Des indications isolées laissent penser que l'augmentation des mesures protectionnistes, telles que les exigences de contenu local, incitent les entreprises à se fournir et à produire de plus en plus sur leurs marchés d'exportation, remplaçant ainsi des flux commerciaux qui existaient antérieurement¹³. De plus, des non-linéarités dans le lien entre le développement du secteur financier et l'ouverture commerciale peuvent également avoir contribué au ralentissement de la croissance du commerce mondial. L'important approfondissement financier intervenu dans de nombreux pays au cours des trente dernières années s'est accompagné d'une ouverture commerciale accrue. Toutefois, les secteurs financiers étant parvenus à maturité, l'incidence positive de la poursuite de l'approfondissement financier sur les échanges commerciaux s'est

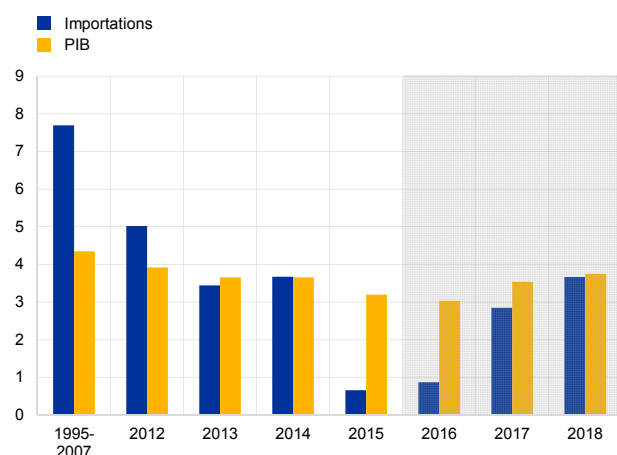
¹³ Cf. également l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

atténuée. À l'avenir, le soutien apporté par les facteurs financiers à la croissance du commerce mondial devrait par conséquent être relativement limité.

Graphique E

Croissance des importations mondiales (hors zone euro) et du PIB mondial

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et calculs des services de la BCE.

Notes : Importations de biens et services. Le PIB est agrégé avec des pondérations sur la base des PPA. Les années 2016-2018 (zone grisée) reflètent les projections les plus récentes établies par les services de la BCE.

S'agissant de l'avenir, les facteurs structurels ne devraient pas s'inverser à moyen terme.

On s'attend largement à ce que le déplacement progressif de l'activité vers les économies de marché émergentes se poursuive. De plus, les évolutions structurelles qui avaient dopé les échanges commerciaux par le passé (baisse des coûts de transport, libéralisation des échanges, expansion des CVM et approfondissement financier) ne devraient pas soutenir les échanges commerciaux dans la même mesure à moyen terme.

Ainsi, la « nouvelle situation normale » pour l'élasticité du commerce à moyen terme devrait être comparable au faible niveau observé, en moyenne, au cours des dernières années.

Plus précisément, pour le monde hors zone euro, l'élasticité est revenue de 1,8 environ sur la période 1995-2007 (c'est-à-dire avant la crise) à 0,9 sur la période 2012-2015. Une partie de la faiblesse constatée sur la période récente est liée à des chocs négatifs importants dans un petit nombre de pays, en particulier en Russie et au Brésil,

en 2015, qui ont ramené la croissance du commerce mondial nettement en deçà de la croissance du PIB mondial (cf. graphique E). Avec la résorption de ces chocs, la croissance du commerce mondial devrait progressivement retrouver des niveaux conformes au PIB mondial, ramenant l'élasticité du commerce mondial au revenu mondial (hors zone euro) vers la « nouvelle situation normale » correspondant à une valeur proche de l'unité.

Encadré 2

Contraintes de financement dans les régions de la zone euro

Cet encadré présente de nouveaux éléments relatifs à l'accès au financement au niveau régional dans la zone euro. L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) est réalisée deux fois par an depuis 2009 par la BCE et la Commission européenne. Elle fournit des informations sur les évolutions de l'accès au financement externe et de son utilisation par les entreprises de la zone euro, ventilées par taille d'entreprise et par secteur. Jusqu'à présent, l'analyse des résultats de cette enquête s'attachait principalement aux différences entre pays de la zone euro, faisant abstraction de l'hétérogénéité à l'échelle régionale au sein des pays. Toutefois, de plus en plus d'éléments montrent que la dimension régionale de l'accès au financement est importante, y compris sur les marchés financiers intégrés, notamment pour les petites et moyennes entreprises (PME). En effet, le niveau de développement financier régional (qui a souvent des conséquences importantes pour l'accès aux sources de financement externes) est corrélé positivement avec la croissance à l'échelle régionale. Dans le même temps, la situation sur les marchés régionaux est importante pour la détermination des contraintes de financement non liées aux caractéristiques et aux circonstances financières individuelles des entreprises ¹⁴.

Les contraintes financières varient d'une région à l'autre de la zone euro.

Depuis avril 2014, les informations relatives aux régions où sont situées les entreprises interrogées sont collectées par l'enquête SAFE sur la base du niveau 1 de la Nomenclature des unités territoriales statistiques (NUTS). Ainsi, les douze pays de la zone euro couverts par l'enquête sont découpés en 57 grandes régions socioéconomiques ¹⁵. Le graphique A représente le niveau des contraintes de financement dans ces différentes régions selon la taille des entreprises, d'après les résultats des enquêtes menées de 2014 à 2016 ¹⁶. Selon la définition utilisée dans l'enquête, une entreprise est jugée subir des contraintes financières si elle demande l'octroi d'un prêt bancaire ou d'une ligne de crédit et que cette demande est rejetée (ou n'est acceptée qu'en partie) ou si elle refuse une offre de prêt ou de ligne de crédit en raison de ses coûts trop élevés. Une entreprise est également jugée subir

¹⁴ Cf. Guiso (L.), Sapienza (P.) et Zingales (L.), « *Does local financial development matter?* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, 2004, p. 929-969, et Deloof (M.) et La Rocca (M.), « *Local financial development and the trade credit policy of Italian SMEs* », *Small Business Economics*, vol. 44, 2015, p. 905-924.

¹⁵ Les pays concernés sont la Belgique (3 régions), l'Allemagne (16 régions), l'Irlande (1 région), la Grèce (4 régions), l'Espagne (7 régions), la France (9 régions), l'Italie (5 régions), les Pays-Bas (4 régions), l'Autriche (3 régions), le Portugal (3 régions), la Slovaquie (1 région) et la Finlande (1 région).

¹⁶ Les illustrations des graphiques de cet encadré sont pondérées à l'aide de l'échelonnement utilisé dans l'enquête. Cf. www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf pour une explication des pondérations utilisées. Les mêmes pondérations sont utilisées pour les analyses par régression.

des contraintes financières si elle a besoin d'un prêt bancaire ou d'une ligne de crédit, mais est dissuadée d'en faire la demande. Le pourcentage d'entreprises ayant subi des contraintes de financement varie d'une région à l'autre dans les différents pays. De plus, les petites entreprises sont davantage susceptibles de connaître des contraintes de financement dans la plupart des régions, les disparités régionales étant plus prononcées pour les grandes entreprises.

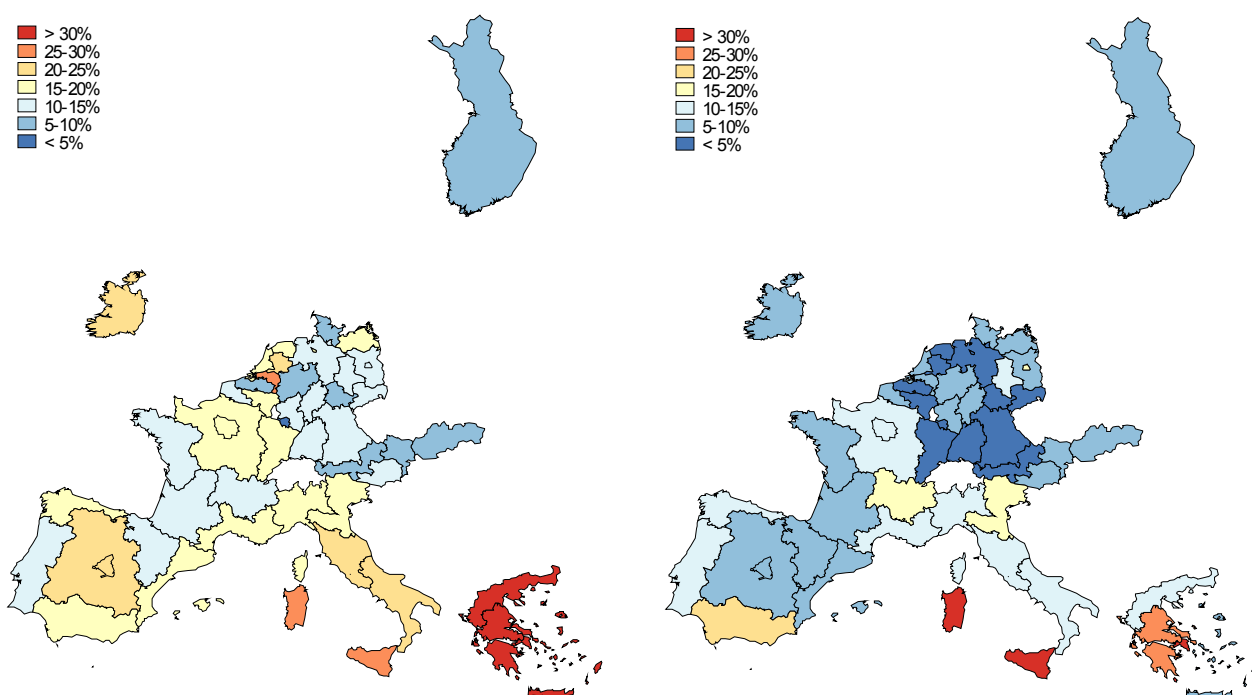
Graphique A

Contraintes de financement dans les régions

Petites et très petites entreprises (moins de 50 salariés)

Moyennes et grandes entreprises (50 salariés ou plus)

(pourcentage pondéré d'entreprises ayant subi une forme de contrainte de financement)



Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE.

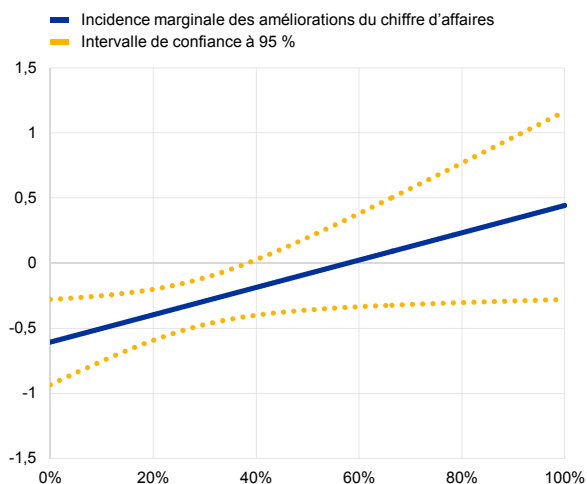
Note : Les cartes représentent des agrégations au niveau 1 de la NUTS à partir des données des quatre dernières campagnes de l'enquête SAFE (menées entre 2014 et 2016).

La situation du marché au niveau régional affecte le niveau des contraintes de financement. Bien que 60 % environ de la variation régionale des contraintes de financement soient attribuables aux différences entre pays, les différences régionales au sein des pays représentent la quasi-totalité des quelque 40 % restants. L'analyse économétrique montre que même si les évolutions positives des performances des entreprises (comme l'amélioration du chiffre d'affaires) réduisent l'ampleur des contraintes de financement à l'échelle régionale, cette corrélation dépend de la situation économique régionale. C'est principalement le cas dans les régions où les entreprises considérant que les perspectives économiques se sont globalement améliorées sont moins nombreuses (cf. graphique B). Lorsque les perspectives économiques d'ensemble pour les entreprises d'une région donnée deviennent plus positives, les performances des entreprises deviennent un facteur déterminant moins pertinent de l'accès au financement des entreprises.

Graphique B

Contraintes de financement et performances des entreprises face à l'évolution de l'environnement des affaires

(incidence marginale des améliorations du chiffre d'affaires sur les contraintes de financement en fonction du pourcentage d'entreprises considérant que les perspectives économiques se sont améliorées)



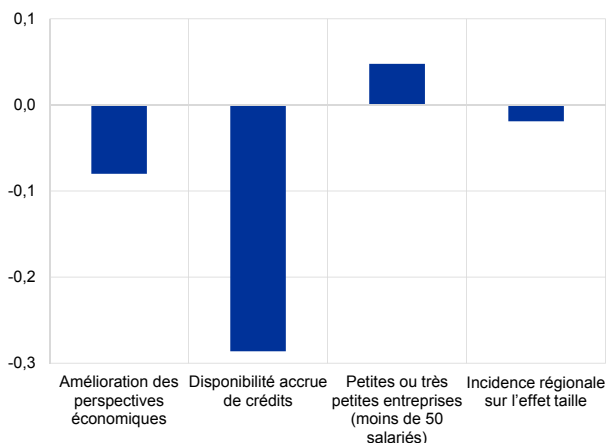
Sources : Enquête SAFE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique illustre l'incidence marginale du pourcentage d'entreprises dont le chiffre d'affaires a augmenté au cours des six derniers mois (avec des intervalles de confiance à 95 %) en fonction du pourcentage d'entreprises considérant que les perspectives économiques se sont globalement améliorées. Ces résultats reposent sur une simple régression MCO au niveau régional, comportant un terme d'interaction, des contrôles régionaux, et des variables muettes pays et onde. L'incidence marginale des améliorations du chiffre d'affaires devient statistiquement non significative lorsque l'intervalle de confiance à 95 % franchit le point zéro (cf. tranche supérieure du graphique).

Graphique C

Facteurs affectant la probabilité que les entreprises subissent des contraintes de financement

(incidence marginale sur la probabilité qu'une entreprise subisse une contrainte de financement ; sur la base d'une régression probit)



Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE.

Notes : La variable dépendante est binaire et prend la valeur 1 si l'entreprise a fait état de contraintes de financement au cours des six mois précédents et la valeur 0 sinon. L'échantillon est constitué de toutes les entreprises qui ont (a) fait une demande de crédit bancaire ou (b) ont un besoin de crédit mais ont été dissuadées de faire une demande. La barre dont la légende est « Incidence régionale sur l'effet taille » représente l'interaction entre la taille de l'entreprise et une variable factice binaire qui prend la valeur 1 si le pourcentage d'entreprises d'une région donnée faisant état d'une amélioration des perspectives économiques au cours des six derniers mois est supérieur au pourcentage relatif à l'ensemble du pays. L'estimation repose sur une régression probit pondérée, comportant des effets fixes pays/secteur et temporels, ainsi que des erreurs robustes au regroupement au niveau régional.

La situation régionale apparaît particulièrement importante pour les petites entreprises en termes de détermination de l'accès au financement.

Afin d'analyser plus précisément l'importance relative de la région où sont situées les entreprises, la probabilité qu'une entreprise n'ait qu'un accès limité au marché du crédit est estimée en fonction de l'environnement économique régional, ainsi que des caractéristiques propres à l'entreprise, de sa situation financière et de la structure de son capital (cf. graphique C)¹⁷. En moyenne, la probabilité de subir des contraintes de financement est inférieure de 29 % lorsqu'une entreprise fait état d'une disponibilité accrue du crédit et inférieure de quelque 8 % lorsque l'environnement des affaires s'améliore pour elle. De plus, les petites et très petites entreprises sont environ 5 % plus susceptibles de subir des contraintes de financement que les entreprises moyennes et grandes. Cependant, l'effet taille varie

¹⁷ Pour cette spécification au niveau de l'entreprise, un premier jeu de variables définit la taille (selon le nombre de salariés et le niveau du chiffre d'affaires) et l'ancienneté des entreprises, et si elles sont indépendantes ou s'il s'agit d'entreprises familiales. Un deuxième jeu de variables rend compte de la situation financière des entreprises s'agissant de leurs ventes et de leurs fonds propres, ainsi que de leur perception des perspectives économiques d'ensemble et de la disponibilité du crédit. Toutes ces variables sont binaires et prennent la valeur 1 en cas d'amélioration du facteur concerné. De plus, un troisième jeu de variables rend compte de l'utilisation des bénéfices non distribués et des crédits commerciaux comme alternatives au crédit bancaire. Toutes les spécifications économétriques comportent des variables muettes onde et secteurs.

en fonction des perspectives économiques pour la région concernée par rapport aux perspectives globales de l'ensemble du pays, avec une probabilité que les petites et très petites entreprises subissent des contraintes de financement en baisse significative (de l'ordre de 2 points de pourcentage) si les conditions de financement locales étaient plus positives que celles observées à l'échelle de l'ensemble du pays.

Globalement, les données d'enquêtes individuelles au niveau des entreprises confirment que la situation du marché régional affecte les contraintes de financement des entreprises. Une plus grande attention doit être accordée aux déterminants des différences régionales en termes de disponibilité du crédit, en examinant si elles sont liées majoritairement à la nature du secteur bancaire local (c'est-à-dire son niveau de développement) ou aux préférences des emprunteurs locaux pour la liquidité ¹⁸. *In fine*, l'utilisation de ces informations locales fournira des orientations supplémentaires relatives à l'incidence de la politique monétaire dans les différentes régions de la zone euro.

¹⁸ Cf. Rodríguez-Fuentes (C.J.) et Dow (S.C.), « *EMU and the Regional Impact of Monetary Policy* », *Regional Studies*, vol. 37(9), 2003, p. 969-980.

Encadré 3

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 avril au 26 juillet 2016

Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2016, comprises entre le 27 avril et le 7 juin et entre le 8 juin et le 26 juillet 2016, respectivement.

Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement. Le 28 juin est intervenu le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II) pour un montant de 399,3 milliards d'euros. Toutefois, ce montant a été largement compensé par des remboursements volontaires simultanés de la première série de TLTRO (TLTRO I) pour un montant total de 367,9 milliards d'euros. Cette possibilité de remboursement volontaire a permis aux banques de passer des TLTRO I aux TLTRO II et de bénéficier ainsi de conditions plus favorables. Par exemple, le taux d'intérêt appliqué aux opérations TLTRO II est lié au profil de prêt des banques participantes : plus le nombre de prêts octroyés par les banques aux sociétés non financières et aux ménages est élevé, plus le taux d'intérêt appliqué aux emprunts qu'elles effectuent dans le cadre des TLTRO II est faible ¹⁹. Le 28 juin est intervenu le règlement de la huitième et dernière opération TLTRO I pour un montant de 6,7 milliards d'euros, contre 7,3 milliards lors de la septième opération TLTRO I en mars. Les remboursements volontaires et les nouvelles opérations ont porté l'encours total des deux programmes de TLTRO à 463,0 milliards d'euros à la fin de la période sous revue. En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs et a débuté ses achats de titres du secteur des entreprises dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP) ²⁰, qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 80 milliards d'euros.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 843,1 milliards d'euros,

¹⁹ Pour de plus amples informations concernant les TLTRO II, cf. l'encadré intitulé « La deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

²⁰ Des informations détaillées concernant l'APP sont disponibles sur le site internet de la BCE.

soit une hausse de 64,5 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les première et deuxième périodes de constitution de 2016).

Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable aux facteurs autonomes nets, qui ont progressé en moyenne de 63,1 milliards d'euros pour s'établir à 727,6 milliards (cf. tableau).

L'accroissement des facteurs autonomes résulte principalement d'une augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité. La principale contribution à cette hausse provient des dépôts des administrations publiques qui ont augmenté en moyenne de 21,4 milliards d'euros pour s'établir à 151,6 milliards au cours de la période sous revue. Cette augmentation est intervenue durant la quatrième période de constitution des réserves, lorsque les importantes recettes fiscales observées dans plusieurs pays de la zone euro en juin se sont traduites par des entrées sur les comptes des administrations publiques auprès des banques centrales nationales. Conjuguée à la réticence de certains Trésors publics à placer leur excédent de liquidité à des taux négatifs sur le marché, cette évolution a contribué à l'accroissement des dépôts des administrations publiques auprès des banques centrales nationales. La demande de billets a également progressé, de 16,2 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 1 082,3 milliards. Les autres facteurs autonomes ont augmenté de 44,0 milliards d'euros, c'est-à-dire davantage que les dépôts des administrations publiques et les billets cumulés, mais cette hausse est largement attribuable aux réévaluations trimestrielles des portefeuilles et a donc été contrebalancée par la variation des réserves nettes de change.

Les facteurs d'élargissement de la liquidité se sont inscrits en hausse au cours de la période sous revue, la poursuite de la baisse des actifs nets libellés en euros ayant été contrebalancée par une augmentation des réserves nettes de change. Les actifs nets libellés en euros ont diminué pour ressortir en moyenne à 470,3 milliards d'euros, soit 18,8 milliards de moins que durant la précédente période sous revue, en raison de la baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et d'une augmentation des engagements détenus par des institutions officielles étrangères auprès des banques centrales nationales. Ces institutions ont renforcé leurs avoirs malgré la nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt, peut-être parce que les autres opportunités d'investissement intéressantes étaient rares sur le marché. Les réserves nettes de change ont augmenté de 37,3 milliards d'euros pour s'établir à 654,2 milliards, principalement sous l'effet des réévaluations trimestrielles des portefeuilles.

La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée, pratiquement sans changement par rapport à la précédente période de constitution. Cette volatilité reflète essentiellement les importantes fluctuations des dépôts des administrations publiques et, dans une certaine mesure, la réévaluation trimestrielle des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros. Pour leur part, les facteurs autonomes ont continué de s'inscrire en hausse. Dans le même temps, l'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes a diminué de 0,8 milliard d'euros, à 5,2 milliards, au cours de la période sous revue.

Tableau

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 27 avril au 26 juillet 2016		Du 27 janvier au 26 avril 2016		Quatrième période de constitution		Troisième période de constitution	
Engagements - Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 851,7	(+81,6)	1 770,1	1 897,7	(+99,8)	1 797,9	(-1,9)	
Billets en circulation	1 082,3	(+16,2)	1 066,1	1 087,1	(+10,5)	1 076,6	(+7,3)	
Dépôts des administrations publiques	151,6	(+21,4)	130,3	175,5	(+51,6)	123,9	(-23,5)	
Autres facteurs autonomes	617,7	(+44,0)	573,7	635,1	(+37,6)	597,5	(+14,3)	
Instruments de politique monétaire								
Comptes courants	641,9	(+79,2)	562,7	657,5	(+33,7)	623,8	(+53,8)	
Réserves obligatoires	115,5	(+1,4)	114,1	115,9	(+0,8)	115,0	(+0,7)	
Facilité de dépôt	316,6	(+71,6)	245,0	323,1	(+14,1)	309,0	(+47,0)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Actifs - Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 124,5	(+18,6)	1 105,9	1 132,3	(+17,0)	1 115,3	(+2,3)	
Réserves nettes de change	654,2	(+37,3)	616,8	666,1	(+25,8)	640,3	(+13,0)	
Actifs nets libellés en euros	470,3	(-18,8)	489,0	466,2	(-8,8)	475,0	(-10,7)	
Instruments de politique monétaire								
Opérations d'open market	1 685,9	(+213,7)	1 472,2	1 746,3	(+130,8)	1 615,5	(+96,6)	
Opérations d'appels d'offres	515,0	(-6,8)	521,9	519,2	(+8,9)	510,2	(-8,6)	
Opérations principales de refinancement	50,5	(-10,2)	60,6	47,6	(-6,3)	53,9	(-4,2)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	27,6	(-13,5)	41,1	24,5	(-6,6)	31,1	(-6,8)	
Opérations TLTRO I	314,1	(-106,0)	420,2	218,9	(-206,4)	425,3	(+2,4)	
Opérations TLTRO II	122,9	(+122,9)	0,0	228,2	(+228,2)	0,0	(+0,0)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres	1 170,9	(+220,6)	950,3	1 227,1	(+121,9)	1 105,3	(+105,2)	
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	18,3	(-1,2)	19,5	17,8	(-1,1)	18,9	(-0,3)	
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	8,0	(-0,8)	8,8	7,7	(-0,7)	8,4	(-0,3)	
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	179,7	(+18,4)	161,3	183,3	(+7,7)	175,6	(+8,5)	
Programme pour les marchés de titres	111,1	(-9,6)	120,8	110,9	(-0,5)	111,4	(-8,3)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	19,5	(+0,8)	18,7	19,9	(+0,8)	19,0	(-0,1)	
Programme d'achats de titres du secteur public	830,7	(+209,6)	621,2	881,1	(+109,1)	772,0	(+105,7)	
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	3,5	(+3,5)	0,0	6,4	(+6,4)	0,0	(+0,0)	
Facilité de prêt marginal	0,2	(+0,1)	0,1	0,1	(-0,1)	0,2	(+0,1)	
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)								
Besoin global de refinancement	843,1	(+64,5)	778,6	881,7	(+83,8)	798,0	(-3,4)	
Facteurs autonomes nets ¹	727,6	(+63,1)	664,5	765,9	(+82,9)	682,9	(-4,1)	
Excédent de liquidité	842,8	(+149,2)	693,6	864,5	(+47,0)	817,5	(+100,0)	
Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)								
Opérations principales de refinancement	0,00	(-0,03)	0,03	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25	(-0,03)	0,28	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,40	(-0,05)	-0,35	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,333	(-0,048)	-0,286	-0,330	(+0,007)	-0,337	(+0,003)	

Source : BCE.

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

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

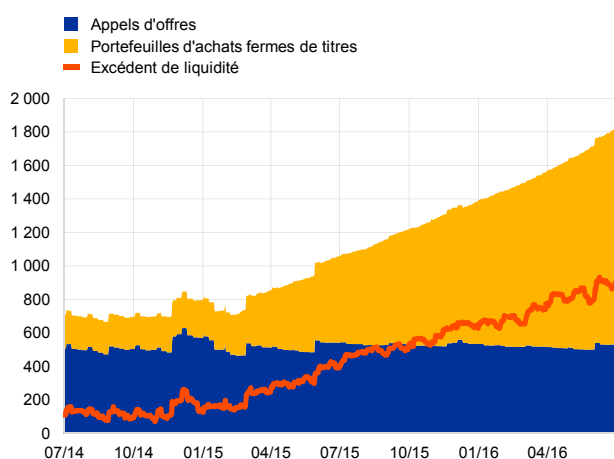
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (via les appels d'offres et le programme d'achats d'actifs) a augmenté de 213,7 milliards d'euros pour s'établir à 1 685,9 milliards (cf. graphique).

Cette hausse résulte exclusivement du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE.

Graphique

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a légèrement diminué (de 6,8 milliards d'euros) durant la période sous revue pour s'établir à 515,0 milliards d'euros.

L'augmentation de la liquidité moyenne fournie par le biais des TLTRO a été plus que compensée par une baisse de la liquidité fournie par les opérations régulières. Plus précisément, la liquidité fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 10,2 milliards d'euros et 13,5 milliards, respectivement, alors que l'encours des opérations TLTRO a augmenté de 16,9 milliards sous l'effet, en termes nets, du règlement de la première opération TLTRO II et des remboursements volontaires des sept premières opérations TLTRO I.

La liquidité moyenne fournie par le biais du programme étendu d'achats d'actifs a augmenté de

220,6 milliards d'euros pour s'établir à 1 170,9 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public. La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté de 209,6 milliards d'euros, de 18,4 milliards, de 0,8 milliard et de 3,5 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a porté au total sur 11,6 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions précédemment examinées en détail, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 149,2 milliards d'euros, pour s'établir à 842,8 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique). Cet accroissement est intervenu pour l'essentiel durant la troisième période de constitution, au cours de laquelle l'excédent de liquidité a progressé de 100,0 milliards d'euros en raison d'une hausse des achats et de l'effet d'apport de

liquidité résultant de la variation des facteurs autonomes. La faiblesse relative de la hausse de l'excédent de liquidité au cours de la quatrième période résulte principalement de la plus forte progression des facteurs autonomes, qui a absorbé en partie la hausse de la liquidité résultant de l'augmentation du programme étendu d'achats d'actifs.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée surtout dans la progression des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 79,2 milliards d'euros pour s'établir à 641,9 milliards au cours de la période sous revue. Le recours moyen à la facilité de dépôt s'est accru de 71,6 milliards d'euros pour s'établir à 316,6 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,333 %, en baisse par rapport à une moyenne de – 0,286 % lors de la précédente période de référence. L'Eonia a oscillé au sein d'une fourchette étroite, atteignant un point bas historique de – 0,356 % le 26 mai, mais il a également enregistré la hausse habituelle en fin de trimestre pour s'inscrire à – 0,293 %. En outre, les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling²¹ sont revenus à – 0,396 % et à – 0,387 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,064 et 0,066 point de pourcentage, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue.

²¹ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

Encadré 4

Les structures mondiales de production dans une perspective européenne : indications tirées d'une enquête réalisée auprès des grandes entreprises de la zone euro

À la suite de la Grande Récession, la croissance du commerce mondial est restée exceptionnellement faible, ne progressant qu'à peine en ratio du PIB mondial. Ces évolutions représentent un profond changement par rapport à la forte croissance du commerce mondial observée lors des décennies précédentes. Différentes hypothèses ont été avancées pour expliquer la persistance de cette croissance inférieure à la moyenne au cours de ces dernières années, tenant compte à la fois de facteurs conjoncturels à court terme et de facteurs structurels à plus long terme (cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*).

Tableau

Statistiques synthétiques tirées de l'enquête

Ventilation sectorielle	Nombre	%	Part de la valeur ajoutée du secteur des entreprises de l'EEE
Industrie, y compris la construction	25	(57 %)	51 %
Services	19	(43 %)	49 %
			Part de l'économie totale des entreprises de l'EEE
Emploi (en milliers)	2 193		1,6 %
Revenus (en millions d'euros)	607 785		2,1 %

Sources : Eurostat, enquête sur le commerce et calculs de la BCE.

Note : Le secteur des entreprises ne recouvre pas l'agriculture, la sylviculture et la pêche, ni les services non marchands (y compris le secteur public).

Le présent encadré analyse les facteurs à l'origine des évolutions récentes du commerce et de la production à l'échelle mondiale, en se basant sur une enquête *ad hoc* réalisée auprès des principales entreprises de la zone euro²². Le tableau synthétise la ventilation des 44 entreprises participantes, dont 25 appartiennent au secteur industriel au sens large (y compris la construction) et 19 au secteur des services. Ensemble, ces grandes entreprises, souvent multinationales, employaient environ 2,2 millions de personnes, soit 1,6 % environ de l'emploi total de l'Espace économique européen (EEE²³) en 2013 et leur chiffre d'affaires s'élevait à plus de 600 milliards d'euros, soit 2,1 % environ du chiffre d'affaires de l'EEE en 2013²⁴.

²² Cette enquête a été réalisée au printemps 2016.

²³ L'EEE comprend l'Union européenne ainsi que l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège. Bien que n'étant membre ni de l'Union européenne ni de l'EEE, la Suisse a été incluse dans l'enquête car ses entreprises ont accès au Marché unique dans les mêmes conditions que les autres entreprises de l'UE.

²⁴ Données tirées des statistiques structurelles d'Eurostat relatives aux entreprises, disponibles pour l'EEE jusqu'en 2013 seulement.

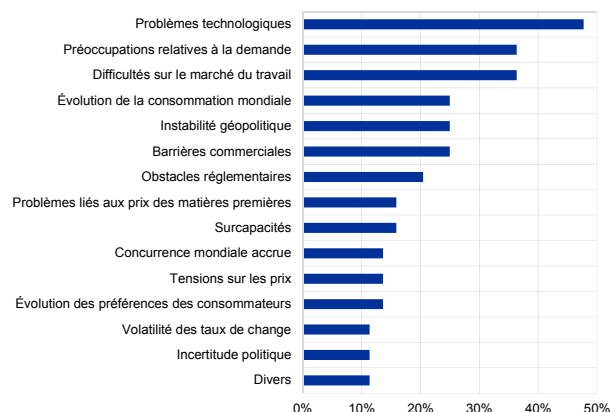
Les participants à l'enquête ont souligné que les évolutions technologiques rapides, les inquiétudes concernant la demande et les questions relatives au marché du travail constituaient les principaux défis mondiaux auxquels leurs secteurs étaient confrontés à l'heure actuelle (cf. graphique A). Près de la moitié des participants ont cité les avancées technologiques liées aux progrès rapides du numérique parmi les trois principaux défis auxquels leurs secteurs doivent actuellement faire face au niveau mondial. Selon les entreprises, tous les aspects des opérations ont été affectés, des moyens d'atteindre les clients (e-commerce) aux questions de protection des données, aux implications sur les prix et les coûts et aux effets des avancées technologiques sur la localisation de la production, des opérations et de la logistique. Les préoccupations relatives à la demande (au niveau mondial et au sein de l'EEE) ont été citées par un peu plus d'un tiers des participants, soit la même proportion que ceux ayant mentionné des difficultés concernant le marché du travail (préoccupations liées notamment aux coûts relatifs de la main-d'œuvre européenne et, plus largement, tensions au niveau de l'offre de main-d'œuvre et des besoins en compétences). Parmi leurs principales difficultés au niveau mondial, un quart des entreprises ont mis l'accent sur la modification des modèles de consommation et sur les questions liées à l'instabilité géopolitique (notamment les inquiétudes relatives aux évolutions des prix des matières premières et à l'incidence potentielle du terrorisme sur l'activité).

Les entreprises manufacturières en particulier ont également déclaré que l'existence de barrières commerciales (notamment les réglementations concernant le contenu local, les tarifs et les droits de douane), ainsi que l'augmentation des barrières moins formelles, le « protectionnisme déguisé » constituaient des préoccupations majeures et des obstacles aux économies d'échelle. Les entreprises opérant entre plusieurs juridictions géographiques ont souligné les difficultés entraînées par l'incidence croissante de la « double » imposition des sociétés. Par ailleurs, les participants ont souligné que la hausse de la concurrence mondiale sur les marchés des biens et services, les modifications des préférences des consommateurs et la volatilité des prix des matières premières constituaient les difficultés actuelles au niveau mondial pour leurs secteurs. Les contraintes financières et les inquiétudes relatives au maintien de l'accès au financement n'ont pratiquement pas été mentionnées.

Graphique A

Principales difficultés opérationnelles actuelles au niveau mondial

(en pourcentage de réponses, classées à partir des plus fréquemment citées)



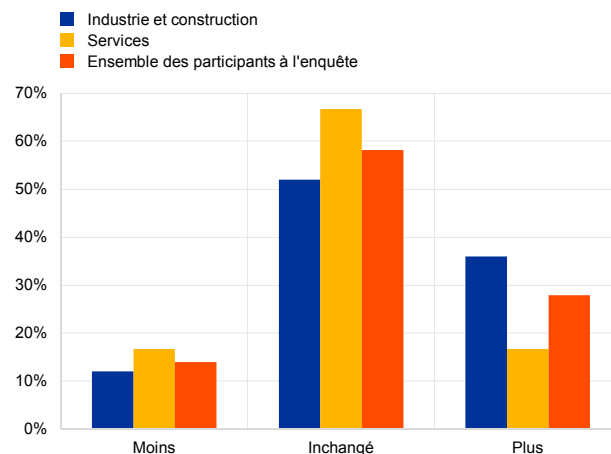
Sources : Enquête sur le commerce et calculs de la BCE.

Note : Réponses à la question : « Quelles sont les trois principales difficultés opérationnelles au niveau mondial pour votre secteur à l'heure actuelle ? Veuillez citer trois facteurs au maximum et expliquer brièvement pourquoi ils sont importants ».

Graphique B

Variations de la production locale au cours des cinq dernières années

(en pourcentage de réponses)



Sources : Enquête sur le commerce et calculs de la BCE.

Note : Réponses à la question : « Au cours des cinq dernières années, est-il devenu plus ou moins fréquent pour les entreprises de votre secteur de produire/d'opérer sur les marchés locaux sur lesquels les biens et les services sont vendus ? »

L'enquête suggère que la localisation de la production à un endroit plus proche des marchés finaux a légèrement augmenté au cours des cinq dernières années (cf. graphique B).

Bien que la plupart des entreprises aient déclaré qu'il n'y avait pas eu de changements des structures mondiales de production ces cinq dernières années, un peu plus du quart des participants ont déclaré avoir relocalisé des opérations de production ou de service. La variation des structures mondiales de la demande et le niveau élevé des coûts de main-d'œuvre ont tous deux été cités comme des facteurs importants à l'origine du déplacement des opérations hors de l'EEE. Les exigences en contenu local ont également été mentionnées comme un facteur important. D'autres facteurs ayant une incidence sur les décisions de relocalisation ont trait à la volonté de se protéger contre les fluctuations des devises, aux contraintes de capacité au sein de l'EEE, à une réglementation excessive et à l'incertitude économique et politique.

Les variations des structures mondiales de production continuent de réduire la demande de main-d'œuvre de l'EEE.

Les entreprises considérant que les variations des structures mondiales du commerce ont réduit la demande de main-d'œuvre de l'EEE dans leur secteur sont environ deux fois plus nombreuses que celles ayant observé des hausses. Les baisses ont été particulièrement fortes parmi les « cols bleus » (à la fois dans l'industrie et dans les services) ; cependant, les participants ont déclaré que la demande avait légèrement augmenté pour les emplois plus qualifiés (notamment les techniciens et les contrôleurs de production ou les emplois dans la R&D et les fonctions liées à la conception des produits).

Les relocalisations ont été rares, car les nouveaux marchés ont généralement été approvisionnés par des usines supplémentaires.

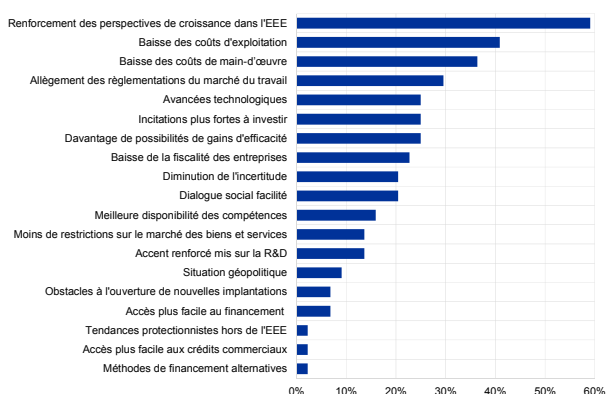
Cependant, lorsque des transferts ont eu lieu, il s'est agi soit de relocaliser au sein de l'EEE (notamment des

économies de l'Europe occidentale vers des pays de l'Europe centrale et orientale à plus faibles coûts, comme l'ont cité un tiers des entreprises concernées) soit, dans une moindre mesure, vers des pays extérieurs à l'EEE (exemple cité par environ un quart des entreprises concernées). Seul un petit nombre des participants à l'enquête ont déclaré avoir rapatrié des activités de pays tiers vers l'EEE. Les incitations à la relocalisation décidées par quelques gouvernements de l'EEE et les tendances à la centralisation des fonctions d'administration et de direction (généralement dans le but de limiter les coûts) ont, d'après les participants, stimulé les relocalisations vers l'EEE.

Graphique C

Facteurs susceptibles d'encourager la hausse de la production dans l'EEE

(en pourcentage de réponses)



Sources : Enquête sur le commerce et calculs de la BCE.

Note : Réponses à la question : « Parmi ces facteurs, quels seraient les plus à même d'inciter les entreprises de votre secteur à accroître la production/les opérations au sein de l'EEE à moyen terme ? » Les participants à l'enquête devaient mentionner cinq facteurs au maximum.

Selon les répondants à l'enquête, la progression de la production européenne nécessiterait des perspectives de croissance plus forte, une compression plus vigoureuse des coûts et des mesures de politique économique supplémentaires (cf. graphique C). Le graphique C résume les

réponses à une question demandant aux participants de choisir les cinq facteurs les plus à même d'encourager les entreprises de leur secteur à accroître la production/les opérations de l'EEE à moyen terme. Les priorités ont été identiques dans les secteurs de l'industrie et des services. Plus de la moitié des entreprises ont cité le renforcement des perspectives de croissance comme une incitation à augmenter la production basée en Europe. Beaucoup ont souligné que les efforts en faveur d'une nouvelle réduction des coûts (par le biais d'une attention accrue accordée aux avancées technologiques et aux gains d'efficacité) constituaient un moyen essentiel de rétablir la compétitivité et de stimuler la rentabilité dans un

environnement de faible croissance. De nouvelles mesures des autorités visant à réduire les coûts d'exploitation (notamment les coûts de main-d'œuvre) et à libéraliser les réglementations du marché du travail ont été mentionnées comme des priorités par environ un tiers des entreprises²⁵. Un peu plus d'un cinquième des entreprises ont souligné la nécessité d'un renforcement des incitations à investir, d'une baisse de la fiscalité des entreprises et d'une diminution des restrictions sur le marché des biens et services. Enfin, les autorités nationales devront tenir compte dans leurs priorités des conditions de l'environnement des entreprises locales et de la position d'un pays donné dans les chaînes de valeur mondiales ainsi que de ses avantages comparatifs. Néanmoins, les résultats de cette enquête suggèrent que, selon les entreprises participantes, des coûts élevés de main-d'œuvre et d'exploitation ainsi qu'une forte réglementation du marché du travail sont susceptibles d'avoir une incidence sur les décisions de localisation des entreprises.

²⁵ Des opinions comparables ont également été exprimées dans une précédente enquête relative à l'augmentation de l'investissement dans la zone euro. Cf. l'encadré intitulé « Quels sont les facteurs à l'origine du faible niveau d'investissement dans la zone euro ? Les réponses tirées d'une enquête auprès des grandes entreprises de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

Encadré 5

Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro

Le déflateur du PIB peut être considéré grosso modo comme un indicateur de l'évolution sous-jacente des prix intérieurs. Le déflateur du PIB et la mesure fréquemment utilisée pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se distinguent en termes de concept et d'objectif ²⁶. Toutefois, il y a généralement eu une forte corrélation entre les évolutions à long terme des deux indicateurs. S'agissant de la zone euro, le rythme annuel moyen de progression au cours des 15 dernières années a été d'une ampleur relativement comparable. À court et moyen terme, cependant, des écarts légèrement plus importants entre les deux indicateurs ne sont pas inhabituels, et les deux dernières années ont permis d'observer un creusement de l'écart : la croissance annuelle du déflateur du PIB s'est accélérée plus nettement et est orientée à la hausse depuis mi-2014, tandis que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est nettement moins accentuée (cf. graphique A). Le présent encadré étudie le récent « découplage » en s'intéressant spécifiquement aux facteurs explicatifs du redressement du taux de croissance du déflateur du PIB.

L'évolution des marges bénéficiaires a été le principal facteur à l'origine de la récente accélération du déflateur du PIB de la zone euro. Une ventilation de la croissance du déflateur du PIB selon les composantes du revenu montre que la quasi-totalité de la hausse depuis mi-2014 s'explique par des contributions plus importantes des bénéfices (excédent brut d'exploitation) par unité de production, désignés ici sous le terme de marges bénéficiaires. Les contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre et des impôts indirects unitaires (nets des subventions) ont été globalement inchangées. Les évolutions des marges bénéficiaires dans la zone euro sont fortement procycliques et leur récent renforcement est en phase avec le redressement en cours de la croissance du PIB en volume (cf. graphique B). Les évolutions favorables de l'activité économique soutiennent les marges bénéficiaires, les améliorations du revenu et de la demande favorisant des hausses de prix, et le redressement associé de la productivité et la réaction généralement

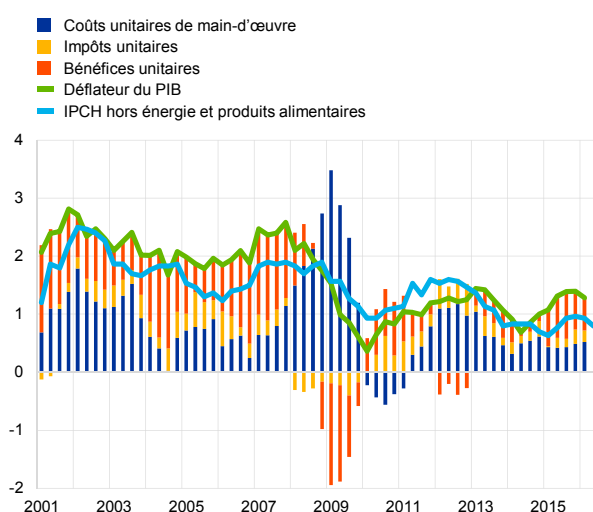
²⁶ Les principales différences conceptuelles entre les deux indicateurs résultent du fait que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se rapporte aux prix des biens et services consommés par les ménages, tandis que le déflateur du PIB est plus global et retrace les prix de tous les produits finaux élaborés par l'économie intérieure. Pris sous l'angle des dépenses, le déflateur du PIB recouvre ainsi les prix de la consommation privée, de la consommation publique, de la formation de capital et des exportations après déduction des prix des importations. Si les prix des biens et services importés ne figurent pas dans le déflateur du PIB, ils sont inclus dans l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (à l'exception de l'effet direct des prix de l'énergie et des produits alimentaires). Parallèlement, les prix des biens et services exportés sont repris dans le déflateur du PIB, mais de toute évidence pas dans l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

décallee des salaires à la reprise conjoncturelle pesant sur les coûts unitaires de main-d'œuvre. Toutefois, l'incidence du cycle économique *via* les bénéfices devrait être un facteur expliquant à la fois l'évolution du déflateur du PIB et celle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, ce qui laisse penser que le récent découplage reflète d'autres facteurs.

Graphique A

Déflateur du PIB et IPCH hors énergie et produits alimentaires

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

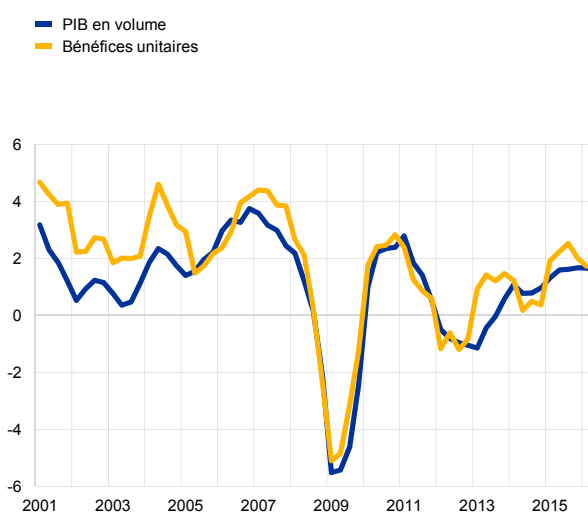


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique B

PIB en volume et bénéfices unitaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

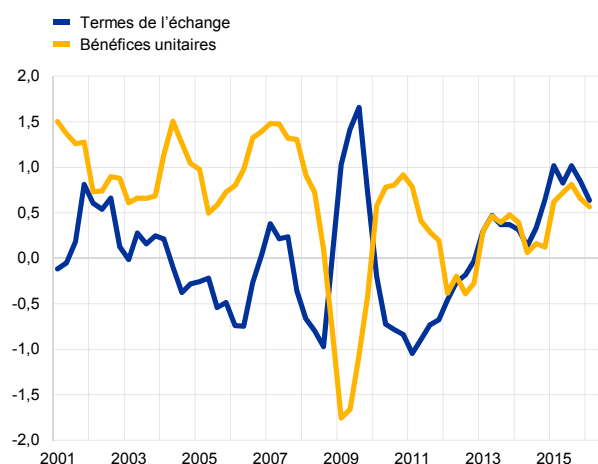
Très probablement, les marges bénéficiaires telles qu'elles ressortent du déflateur du PIB ont récemment aussi reflété des modifications des termes de l'échange. Cette explication est mise en évidence par une comparaison de la décomposition du déflateur du PIB sous l'angle du revenu avec une décomposition sous l'angle des dépenses, la première incluant la marge bénéficiaire et la seconde incluant les prix (relatifs) des exportations et des importations, c'est-à-dire les termes de l'échange. Les modifications de ces termes pourraient avoir récemment reflété différents facteurs. Premièrement, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro observée mi-2014 pourrait avoir favorisé les marges bénéficiaires des exportateurs de la zone euro s'ils ont fixé les prix de leurs produits en s'alignant sur le marché, autrement dit s'ils ont maintenu inchangés leurs prix à l'exportation en devise étrangère. Deuxièmement, la forte baisse des prix du pétrole et des autres matières premières mi-2014 pourrait avoir favorisé les marges bénéficiaires des producteurs de la zone euro s'ils n'ont pas répercuté en totalité la baisse associée des prix des importations et des consommations intermédiaires sur les prix de vente. Cet effet ressort de la forte corrélation observée entre les contributions respectives des marges bénéficiaires et des termes de l'échange à la croissance du déflateur du PIB au cours des dernières années (cf. graphique C), tandis qu'auparavant ce sont les évolutions conjoncturelles qui ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution des marges bénéficiaires (cf. graphique B).

Les répercussions des prix des consommations intermédiaires sur les marges bénéficiaires permettent d'expliquer le récent écart entre la croissance du déflateur du PIB et celle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La forte baisse des prix du pétrole a diminué le prix des intrants et des consommations intermédiaires dans la production. Les consommations intermédiaires ne figurant pas dans le PIB, la variation des prix des intrants pétroliers n'est pas directement retracée dans le déflateur du PIB. Dans le même temps, si la baisse des prix des consommations intermédiaires de produits pétroliers est au moins en partie répercutée sur les prix de vente mesurés par les prix au niveau du consommateur final, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires peut se ralentir. En revanche, si la baisse des prix des consommations intermédiaires de produits pétroliers n'est pas répercutée sur les prix de vente, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se maintient au même niveau, tandis que le déflateur du PIB augmente (via une hausse des marges bénéficiaires). Le graphique D montre que les importantes différences observées récemment entre les taux de croissance des deux indicateurs coïncident avec de fortes variations des prix du pétrole de sorte que ces évolutions peuvent expliquer le phénomène de découplage observé en 2015.

Graphique C

Bénéfices unitaires et termes de l'échange

(contributions en points de pourcentage)



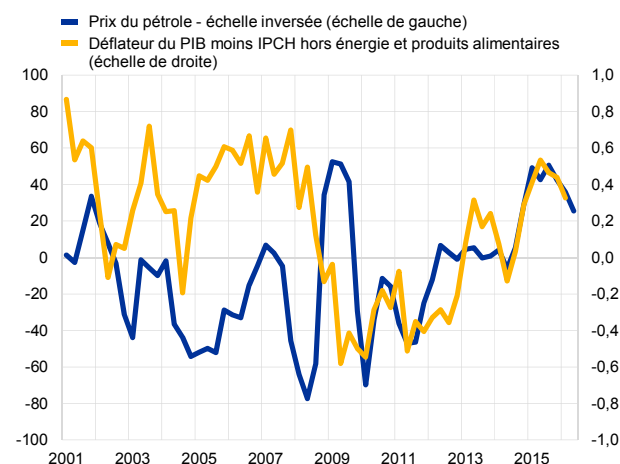
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : « Termes de l'échange » se rapporte au prix relatif des exportations par rapport à celui des importations.

Graphique D

Différences entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et variations des prix du pétrole

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : Bloomberg, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Prix du Brent en dollars des États Unis.

Au cours des prochains mois, la dissipation attendue de l'effet des prix du pétrole devrait contribuer à un recouplage des évolutions du déflateur du PIB et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Sur la base de la courbe actuelle des taux des contrats à terme, l'incidence très favorable des prix du pétrole sur l'évolution des marges bénéficiaires devrait s'atténuer et avoir un effet modérateur sur la croissance du déflateur du PIB à court terme, comme cela est déjà observable sur les données du premier trimestre 2016. Dans le même temps, toutes choses égales par ailleurs, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits

alimentaires devrait s'accroître avec la dissipation des effets indirects modérateurs des baisses antérieures des prix du pétrole. Lorsque l'effet des prix du pétrole se sera dissipé, les deux indicateurs de l'inflation sous-jacente devraient enregistrer une forme de recouplage et augmenter à mesure que jouera la reprise économique jouera de nouveau un rôle plus déterminant en tant que facteur commun de leur évolution.

Encadré 6

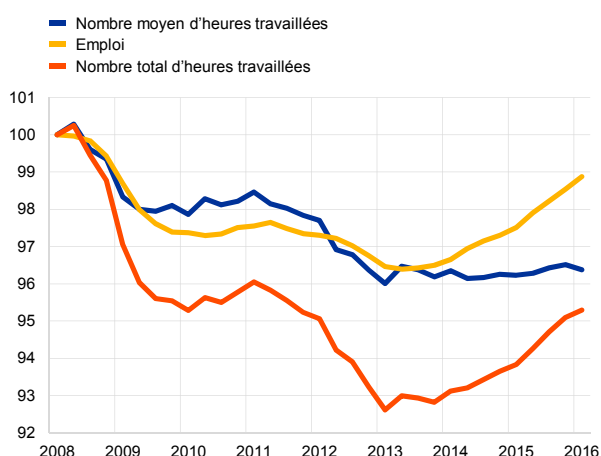
Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008

Au cours de la reprise économique dans la zone euro, le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est demeuré globalement inchangé, après avoir enregistré une baisse significative durant la crise. Le montant total de facteur travail utilisé par les entreprises a fortement diminué entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2013, et cette baisse a été plus importante du point de vue du nombre total d'heures travaillées qu'en termes d'effectifs employés. Ces évolutions s'expliquent par la diminution du nombre moyen d'heures travaillées par personne, qui est ensuite demeuré stable durant la reprise (cf. graphique A). Si la baisse du nombre moyen d'heures travaillées observée depuis le début de la crise est généralement considérée comme un phénomène conjoncturel, le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée ne montre cependant aucun signe de rebond après douze trimestres de renforcement de l'activité. Le présent encadré examine les causes à l'origine de ce phénomène et constate que l'accroissement de l'emploi à temps partiel joue un rôle significatif.

Graphique A

Emploi, nombre total d'heures travaillées et nombre moyen d'heures travaillées par personne dans la zone euro

(indice : T1 2008 = 100 ; données trimestrielles corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières)

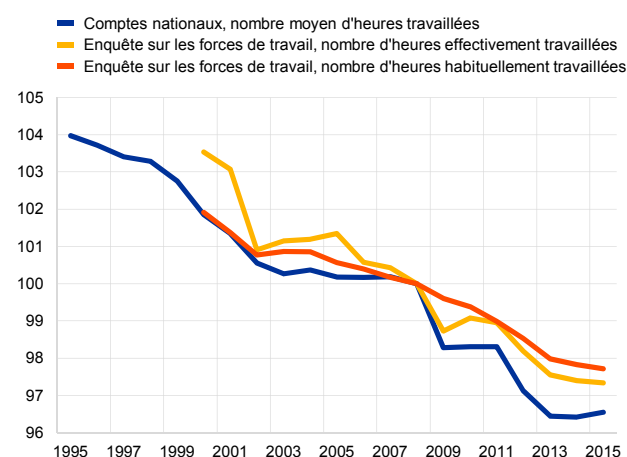


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique B

Différentes mesures du nombre moyen d'heures travaillées par personne

(indice : 2008 = 100 ; données annuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dans l'enquête sur les forces de travail dans l'UE, le nombre d'heures habituellement travaillées correspond à la durée de travail hebdomadaire habituelle d'une personne. Le nombre d'heures effectivement travaillées recouvre le nombre total d'heures travaillées, y compris les heures supplémentaires qu'elles soient ou non rémunérées, au cours de la semaine de référence.

Le nombre d'heures travaillées s'inscrivait déjà sur une tendance baissière même avant la crise.

Dans la zone euro, le nombre moyen d'heures travaillées établi à partir des comptes nationaux ainsi que celui déclaré dans les enquêtes sur les forces de travail ont fortement diminué au cours des vingt dernières années (cf. graphique B). D'après les données historiques, le nombre d'heures travaillées diminue depuis beaucoup plus longtemps ²⁷. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées a été constatée pour l'ensemble des pays de la zone euro et pour un large éventail de secteurs ²⁸.

Dans la zone euro, le nombre moyen d'heures effectivement travaillées par semaine a diminué d'une heure environ depuis 2008, essentiellement en raison d'une augmentation du travail à temps partiel.

La ventilation de la variation du nombre moyen d'heures travaillées (mesuré par l'enquête d'Eurostat sur les forces de travail dans l'UE) montre que le développement de l'emploi à temps partiel a été le principal facteur à l'origine de la baisse récente du nombre d'heures effectivement travaillées (cf. graphique C). Le taux de personnes occupant un emploi à temps partiel parmi l'ensemble des salariés dans la zone euro est passé de 19,0 % au premier trimestre 2008 à 21,7 % au deuxième trimestre 2013, avant de s'établir à 22,2 % au premier trimestre 2016. Cette hausse explique pour plus de moitié la diminution du nombre moyen d'heures travaillées. Dans le même temps, le nombre moyen d'heures travaillées des personnes occupant un emploi à temps plein a également diminué après le début de la crise (ce qui peut s'expliquer par la baisse des heures supplémentaires et/ou par l'augmentation du chômage partiel), s'est légèrement redressé en 2010 et en 2011 mais poursuit son recul depuis, ce qui contribue également à la diminution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée.

L'accroissement de l'emploi à temps partiel est fortement lié aux évolutions dans le secteur des services.

D'une manière générale, l'emploi à temps partiel est plus répandu dans le secteur des services que dans l'industrie et la construction. Le taux de personnes occupant un emploi à temps partiel parmi l'ensemble des salariés est de 9 % environ dans l'industrie et la construction, contre un niveau bien supérieur à 20 % dans les services marchands et non marchands. Depuis 2008, le taux d'emploi à temps partiel a augmenté dans l'ensemble des secteurs. Toutefois, la plus forte hausse a été observée dans le secteur des services marchands qui, également en raison de sa part élevée, a apporté la plus forte contribution à l'augmentation du taux d'emploi à temps partiel dans l'économie. Cet effet a également été accentué par la modification de la composition de l'emploi en faveur d'une plus grande part des services (cf. graphique D). Dans le même temps, l'emploi à temps partiel a également augmenté dans l'industrie et dans la construction

²⁷ Cf., par exemple, Lee (S.), McCann (D.) et Messenger (J.C.), « *Working Time Around the World. Trends in working hours, laws and policies in a global comparative perspective* », Organisation internationale du travail, 2007, et Boppart (T.) et Krusell (P.), *How much we work: The past, the present, and the future*, 2016.

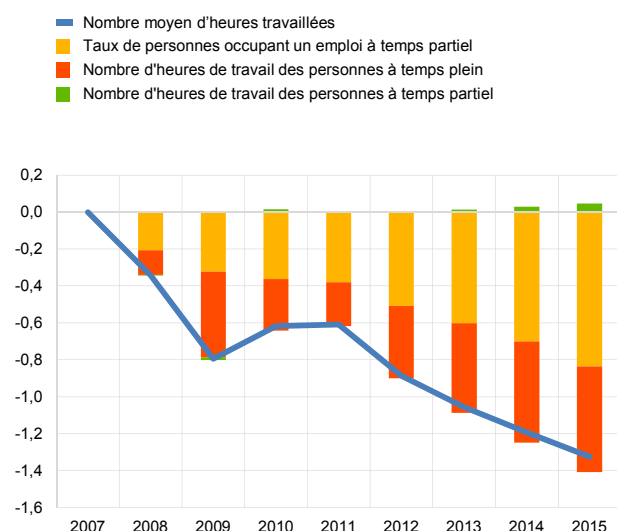
²⁸ Selon les données de comptes nationaux, entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2016, le nombre moyen d'heures travaillées a diminué dans chacun des quatre principaux pays de la zone euro, à l'exception de l'Espagne. Durant cette période, la baisse du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro a également concerné l'ensemble des secteurs d'activité NACE, à l'exception du secteur « Information et communications ».

depuis 2008, affichant cependant un profil plus cyclique et un léger fléchissement durant la reprise.

Graphique C

Ventilation de la variation cumulée du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro

(variation cumulée du nombre moyen d'heures effectivement travaillées par semaine depuis 2007 ; part des personnes occupant un emploi à temps partiel en pourcentage ; chiffres annuels)



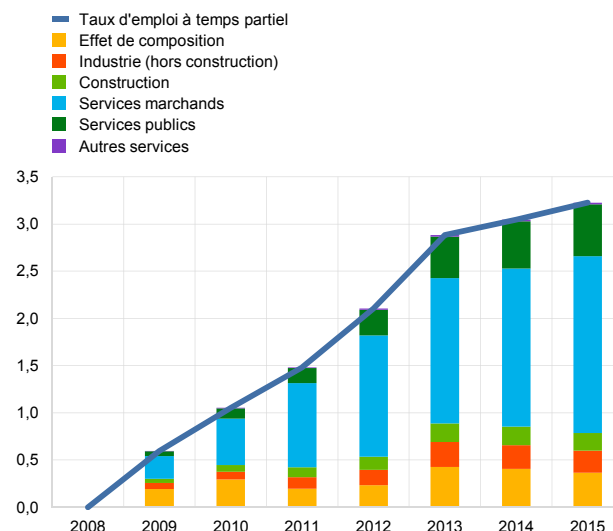
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le nombre moyen d'heures travaillées des personnes occupant un emploi à temps plein et à temps partiel ainsi que le taux de personnes occupant un emploi à temps partiel sont issus de l'enquête sur les forces de travail dans l'UE. Pour la ventilation, le nombre de personnes employées est tiré des comptes nationaux.

Graphique D

Ventilation de la variation cumulée du taux d'emploi à temps partiel dans la zone euro montrant les variations au sein des secteurs et l'effet de composition

(variation cumulée du taux de personnes occupant un emploi à temps partiel depuis 2008, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.

Note : Pour les calculs, le nombre de personnes employées est tiré des comptes nationaux et la part des personnes occupant un emploi à temps partiel par secteurs, de l'enquête sur les forces de travail.

Dans la zone euro, le développement de l'emploi à temps partiel semble résulter dans une large mesure de la préférence des employeurs pour ce type de contrat. Plus de la moitié de la hausse de l'emploi à temps partiel observée

depuis le premier trimestre 2008 semble être le reflet de décisions prises sur la base du volontariat, les salariés ayant décidé de leur plein gré de profiter des opportunités d'emploi à temps partiel. En revanche, presque la moitié de cette évolution s'explique par l'augmentation du « sous-emploi »²⁹, les salariés ayant accepté un emploi à temps partiel alors qu'ils auraient souhaité travailler davantage.

L'accroissement de l'emploi à temps partiel a concerné les deux sexes, bien qu'il demeure beaucoup plus élevé chez les femmes. Le sous-emploi, en revanche, est plus élevé parmi les hommes occupant un emploi à temps partiel et l'augmentation de l'emploi à temps partiel s'est accompagné d'une plus forte hausse du sous-emploi chez les hommes. Entre le premier trimestre 2008 et le premier

²⁹ Le terme de « travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi » est utilisé par Eurostat pour désigner les personnes occupant un emploi à temps partiel qui souhaitent travailler un plus grand nombre d'heures et sont disponibles pour le faire. L'emploi à temps partiel est enregistré comme donnée fournie par les personnes concernées. Pour plus de détails, cf. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5579744/KS-SF-11-057-EN.PDF>

trimestre 2016, la proportion de travailleurs considérés en situation de sous-emploi est passée de 23 % à 30 % pour les hommes, et est demeurée pratiquement inchangée, autour de 20 %, pour les femmes ³⁰.

L'augmentation du taux d'emploi à temps partiel ainsi que la diminution du nombre moyen d'heures travaillées qui y est liée sont, au moins partiellement, de nature structurelle, ce qui signifie que le nombre moyen d'heures travaillées pourrait ne pas retrouver son niveau d'avant la crise. Le développement de l'emploi à temps partiel semble résulter au moins de deux changements structurels : la part croissante des services marchands et la plus forte demande d'emplois à temps partiel qui en résulte, ainsi que l'offre plus importante de travail à temps partiel (en raison notamment de la participation croissante des femmes et des personnes de plus de 55 ans). Sauf inversion de la tendance à long terme vers une part plus importante de l'emploi dans les services, le taux d'emploi à temps partiel devrait continuer d'augmenter et le nombre moyen d'heures travaillées rester inférieur aux niveaux constatés avant la crise.

³⁰ Les chiffres figurant ici correspondent à la part des personnes en situation de sous-emploi par rapport aux travailleurs à temps partiel.

Article

La relation entre emploi et PIB depuis la crise

La hausse constante de l'emploi observée dans la zone euro depuis le début de la reprise en 2013 a été plus forte que prévu. Les différences constatées entre la période précédant la crise et celle postérieure à la crise en termes de réactivité de la croissance de l'emploi à la progression du PIB indiquent une possible modification structurelle de la relation sous-jacente entre emploi et PIB. Le présent article examine les facteurs à l'origine de cette relation. Il suggère que la tendance à l'accroissement de la part du secteur des services dans la composition sectorielle de la croissance du PIB, le développement de l'emploi à temps partiel dans la composition de l'emploi, les réformes structurelles du marché du travail et les mesures budgétaires mises en œuvre dans certains pays sous-tendent un renforcement de la relation sous-jacente entre emploi et PIB depuis le début de la reprise.

1

La relation entre emploi et PIB dans la zone euro

Le redressement du PIB de la zone euro depuis le deuxième trimestre 2013 s'est accompagné d'une croissance de l'emploi plus forte que prévu. Le

présent article évalue dans quelle mesure la croissance plus forte que prévu de l'emploi observée durant la reprise devrait persister, et examine certains des facteurs susceptibles d'y contribuer. Du point de vue des banques centrales, ce sujet est important car la reprise du marché du travail est primordiale pour soutenir la confiance et la consommation à l'issue d'une crise. Si l'affaiblissement antérieur de la relation entre croissance du PIB et taux de chômage (loi d'Okun), ou entre croissance du PIB et hausse de l'emploi, a été mis en évidence et expliqué dans la littérature ³¹, la forte « reconnexion » entre la croissance de l'emploi et celle du PIB observée au cours de la reprise a suscité beaucoup moins d'attention jusqu'à présent.

Il est surprenant, dans une certaine mesure, que la relation entre emploi et PIB ait été aussi forte pendant la reprise qu'au cours des années précédant la crise. Avant le début de la Grande Récession en 2008, la hausse de l'emploi dans la zone euro était étroitement corrélée à celle du PIB. Rétrospectivement, toutefois, la forte progression de l'emploi constatée dans certains pays au cours de la période précédant la crise était liée à l'apparition de déséquilibres sectoriels, considérés

³¹ Cf., par exemple, Klinger (S.) et Weber (E.), « *On GDP-Employment Decoupling in Germany*, Institute for Employment Research », *IAB-Discussion Paper*, 21/2014, et Burggraeve (K.), de Walque (G.) et Zimmer (H.), « La relation entre croissance économique et emploi », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, juin 2015.

ultérieurement comme non soutenables à plus long terme. Néanmoins, depuis que le PIB de la zone euro a commencé à se redresser, la réaction de l'emploi à cette progression est au moins aussi forte qu'au cours de la période précédant la crise.

Des évolutions tant conjoncturelles que structurelles ont probablement contribué à la réactivité plus importante que prévu de l'emploi de la zone euro au PIB depuis la reprise. Parmi les facteurs conjoncturels figurent les forts rebonds constatés après d'importantes baisses de l'emploi dans certains pays et l'introduction de mesures fiscales à court terme, qui ont stimulé la croissance de l'emploi dans certains États membres à la suite de la crise. Cependant, les évolutions et les réformes structurelles en cours dans certains pays ont probablement eu aussi une action plus persistante ³².

Le présent article examine les facteurs qui sous-tendent la relation entre l'emploi et le PIB et évalue leur rôle dans la forte croissance de l'emploi observée depuis le début de la reprise dans la zone euro. Le reste de l'article est structuré comme suit : la section 2 fournit un aperçu de la dynamique emploi-PIB dans la zone euro, dans le cadre de l'Union économique et monétaire (UEM), en mettant l'accent sur les évolutions intervenues depuis la crise. La section 3 fournit une quantification de la relation emploi-PIB et comprend un encadré qui examine l'évolution de la dynamique de l'emploi d'un point de vue statistique. La section 4 évalue dans quelle mesure la dynamique sectorielle explique la récente robustesse de la relation entre l'emploi et le PIB. Un deuxième encadré compare les évolutions observées dans la zone euro et aux États-Unis depuis la Grande Récession, et étudie les conséquences, pour la mesure de la productivité, de la forte hausse récente de l'emploi dans les deux économies. La section 5 examine la dimension nationale de l'agrégat pour la zone euro et évalue la capacité des mesures de politique économique à influencer sur les évolutions récentes dans la zone euro. Un troisième encadré étudie l'impact des réformes structurelles sur les évolutions, à l'échelle nationale, de la réaction de l'emploi à la hausse de la production. La section 6 présente des éléments de conclusion.

2 Vue d'ensemble sur le long terme de la dynamique de l'emploi dans la zone euro

La crise économique et financière mondiale a entraîné une « déconnexion » majeure de la relation entre emploi et PIB. Avant la crise, sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2008, respectivement, la progression de l'emploi dans la zone euro était étroitement corrélée à celle du PIB (cf. graphique 1). Cette corrélation s'est toutefois interrompue lorsque la Grande Récession a débuté en 2008, bien que les pertes d'emploi persistantes suivies d'une faible création d'emplois durant la reprise intermédiaire ³³, ainsi que les très

³² Les questions statistiques et de mesure ont sans doute aussi joué un rôle, mais elles ne sont pas l'objet du présent article.

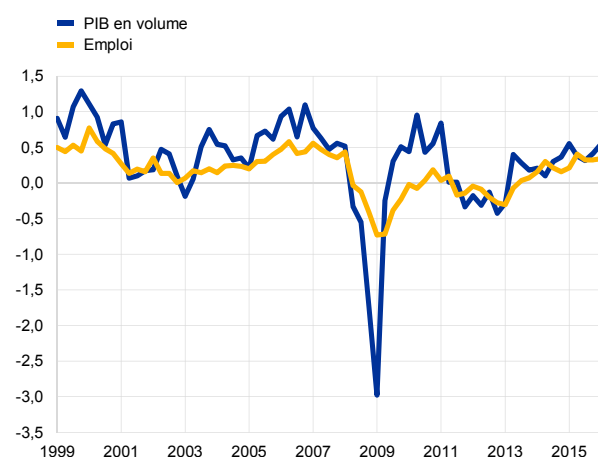
³³ Le terme de « reprise intermédiaire » fait référence au rebond initial du PIB de la zone euro après la Grande Récession de 2008-2009.

importants ajustements en baisse de l'emploi au cours de la deuxième récession (à double creux) dans la zone euro aient contribué à rétablir la relation sous-jacente. Depuis qu'un rebond de l'activité s'est amorcé début 2013, on constate une forte reconnexion entre l'emploi et le PIB. Ces différentes phases sont illustrées dans le graphique 2 et brièvement présentées ci-après.

Graphique 1

Taux de croissance du PIB en volume et de l'emploi dans la zone euro depuis 1999

(taux de croissance trimestriels)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Lorsque la Grande Récession mondiale a frappé l'économie de la zone euro en 2008, l'emploi s'est d'abord contracté de façon relativement modérée, au regard du fort ralentissement de la croissance du PIB, mais cette évolution a été neutralisée dans une certaine mesure au cours de la reprise intermédiaire.

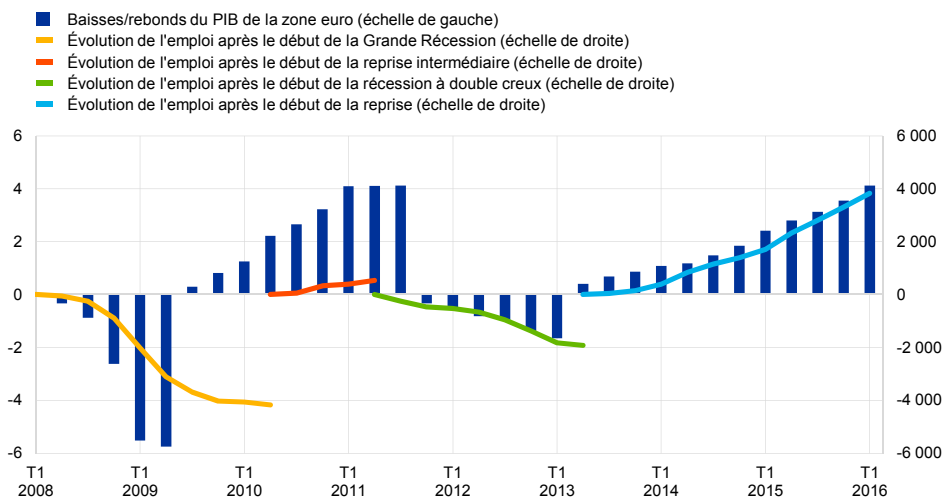
Si l'emploi dans la zone euro ne s'est contracté que de façon modérée au cours des premiers trimestres de la Grande Récession, cette baisse s'est néanmoins poursuivie sur plusieurs trimestres durant la reprise intermédiaire de l'activité observée entre le troisième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2011 (cf. la ligne jaune du graphique 2). De plus, en dépit d'un redressement marqué du PIB de la zone euro durant la phase de reprise intermédiaire, l'emploi n'a pratiquement pas augmenté, reflétant pour partie les effets décalés des périodes antérieures de maintien de sureffectifs (cf. la ligne rouge du graphique 2). La déconnexion marquée de la relation entre emploi et PIB a été largement décrite et analysée dans la littérature ³⁴.

³⁴ Cf., par exemple, « *Euro area labour markets and the crisis* », *Structural Issues Report*, BCE, octobre 2012, ainsi que la version actualisée, intitulée « *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets* », *Occasional Paper Series*, n° 159, BCE, février 2015.

Graphique 2

Évolutions cumulées du PIB et de l'emploi de la zone euro depuis le début de la crise

(variation cumulée ; pourcentages ; milliers)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Depuis le début de la deuxième récession dans la zone euro et au cours de la reprise ultérieure, on constate une « reconnexion » de la relation entre emploi et PIB. Lorsque la zone euro est retombée en récession (à partir du quatrième trimestre 2011), l'évolution de l'emploi a suivi étroitement la baisse du PIB (cf. la ligne verte du graphique 2). Par la suite, avec le rebond de l'activité (à partir du deuxième trimestre 2013), la croissance de l'emploi est elle aussi redevenue rapidement positive (après un trimestre de redressement du PIB) et se poursuit depuis à un rythme soutenu, en ligne avec la dynamique du PIB (cf. la ligne bleue du graphique 2).

En dépit du récent renforcement de la relation entre emploi et PIB, l'emploi dans la zone euro demeure légèrement inférieur aux niveaux d'avant la crise.

Comme le montre le graphique 3, au premier trimestre 2016³⁵, l'emploi dans la zone euro était encore inférieur de 1 % environ au pic qu'il avait atteint avant la crise, au premier trimestre 2008. Toutefois, la légère insuffisance d'effectifs employés contraste nettement avec l'évolution du nombre total d'heures travaillées. Au cours des cinq premières années de la crise, l'évolution des effectifs employés a notablement divergé de celle du nombre total d'heures travaillées, ce dernier demeurant très inférieur aux niveaux antérieurs à la crise après une nouvelle forte réduction du nombre total d'heures travaillées au cours de la deuxième récession dans la zone euro. Après cette forte baisse, on s'attendait à ce que l'accélération ultérieure de l'activité s'accompagne d'une augmentation des heures travaillées pour

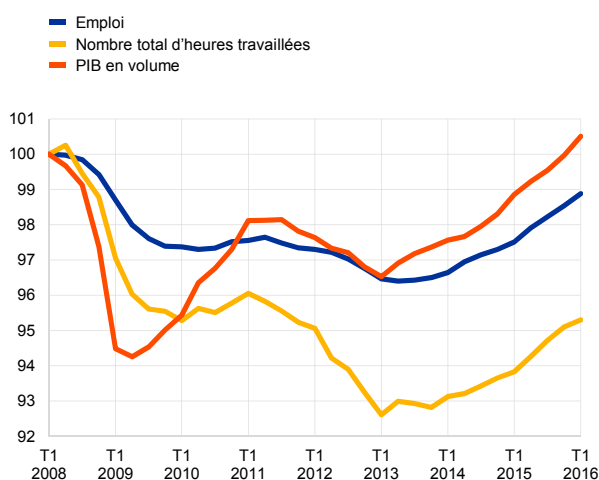
³⁵ Cet article est fondé sur des données disponibles allant jusqu'à fin juin 2016.

les effectifs existants (entraînant des hausses du nombre d'heures travaillées moyen mesuré par personne employée)³⁶. Or, en pratique, le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée n'a pratiquement pas changé depuis 2013. Au contraire, l'évolution du nombre total d'heures travaillées a simplement reflété la hausse de l'emploi (cf. l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine des évolutions récentes du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 » du présent *Bulletin économique*).

Graphique 3

Évolution du PIB en volume, de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées depuis le début de la crise

(indice : 2008 = 100)

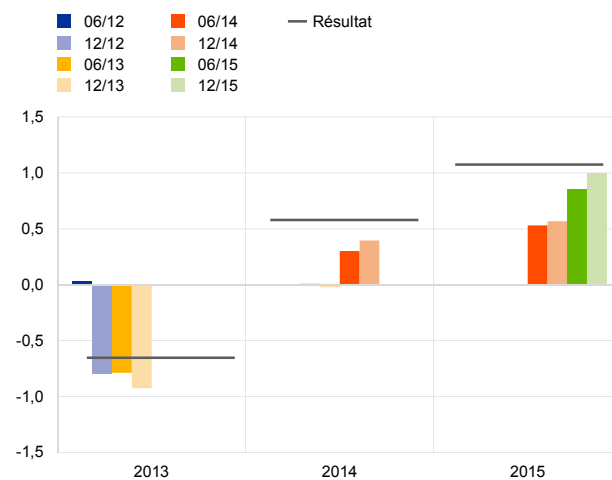


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 4

Croissance annuelle attendue de l'emploi entre 2013 et 2015 tirée des projections et résultats de l'Eurosystème

(taux de croissance annuels)



Sources : Base de données des projections BMPE et calculs de la BCE.

Au cours de la reprise, les prévisions d'emploi pour la zone euro ont été continuellement révisées à la hausse par un grand nombre de prévisionnistes.

Il semble que les prévisionnistes aient également anticipé que les entreprises préféreraient accroître le nombre d'heures travaillées de leurs salariés en poste plutôt que leurs effectifs. Le graphique 4 montre que les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE ont systématiquement sous-estimé la croissance de l'emploi dans la zone euro entre 2013 et 2015, même une fois la reprise amorcée. Les prévisions issues d'autres institutions, comme la Commission européenne, le FMI et l'OCDE, font apparaître des erreurs de ce type, les prévisionnistes de ces institutions ayant également été surpris par la réaction plus

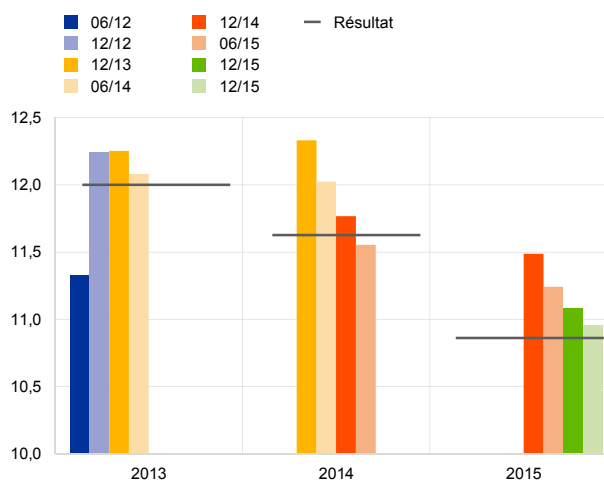
³⁶ Par exemple, la Commission européenne a estimé que le niveau actuellement bas du nombre moyen d'heures travaillées ne représentait pas nécessairement une *nouvelle situation normale*, dans la mesure où il s'accompagne d'une hausse significative de l'emploi à temps partiel subi, qui présente un profil clairement conjoncturel et devrait normalement être réabsorbé en période de reprise. « *Labour Market and Wage Developments in Europe 2015* », Commission européenne, 2015, p. 24.

forte que prévu de l'emploi à la croissance du PIB, plutôt que par des erreurs de prévision du PIB ³⁷.

Graphique 5

Taux de chômage annuels moyens attendus
entre 2013 et 2015 tirés des projections et résultats
de l'Eurosystème

(en pourcentage de la population active)



Sources : Base de données des projections BMPE et calculs de la BCE.

La forte croissance de l'emploi a également contribué à faire baisser plus rapidement que prévu le taux de chômage de la zone euro. Le graphique 5 montre une accélération notable du rythme de diminution du chômage, qui a accompagné la progression de l'emploi au fur et à mesure que la reprise dans la zone euro s'est installée. En 2015, le rythme de baisse du chômage a continué de surprendre les prévisionnistes même à la fin de l'horizon de projection, les données relatives aux résultats de l'emploi arrivant généralement avec un décalage de deux mois environ. De plus, le taux de chômage de la zone euro a diminué en dépit des récentes hausses de l'offre de main-d'œuvre (y compris les effets liés à l'évolution démographique et au taux d'activité ³⁸), la croissance de l'emploi dépassant l'expansion de la main-d'œuvre.

³⁷ En effet, la croissance du PIB a été plus faible que prévu en 2014 et, à ce moment-là, analogue aux projections en 2015, tandis que la hausse de l'emploi a été plus forte que prévu pour ces deux années. Les importantes révisions récemment apportées au PIB irlandais n'ont pas été prises en compte dans cette évaluation.

³⁸ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes du taux d'activité dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015 ainsi que l'encadré précédent sur les effets plus larges sur l'offre de main-d'œuvre, intitulé « Évolutions récentes de l'offre de travail », *Bulletin mensuel*, BCE, juin 2010.

Les évolutions de l'emploi et de l'activité de la zone euro indiquent que les élasticités post-crise ont été au moins aussi fortes que celles de la période précédant la crise. Les données des comptes nationaux pour la zone euro montrent qu'entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2008, à la veille de la crise, - période de croissance qui avait été particulièrement favorable à l'emploi, marquée par la création nette d'environ 18 millions de postes -, les effectifs employés dans la zone euro ont augmenté de 13 % environ, en liaison avec une hausse de la production de 23 % environ, soit un ratio de 0,55 environ (cf. graphique 6). Au début de la crise, les commentateurs considéraient que la période précédente avait été exceptionnelle en termes de croissance de l'emploi, mais qu'elle avait été alimentée en partie par une bulle insoutenable du secteur de la construction et qu'il était donc peu probable qu'elle puisse se répéter ou qu'elle perdure. Néanmoins, depuis le début du récent redressement de l'activité au deuxième trimestre 2013, le PIB de la zone euro a augmenté de 4,1 % environ, tandis que l'emploi a progressé de 2,5 %, *accroissant* légèrement le ratio observé, à 0,62 environ ³⁹. On aboutit à des résultats comparables en utilisant des techniques économétriques basées sur les réactions à court terme entre emploi et PIB (cf. l'encadré 1).

Encadré 1

Analyse quantitative de la relation emploi/PIB de la zone euro

L'analyse économétrique montre que la relation emploi/PIB de la zone euro est au moins aussi forte en période de reprise que dans les années précédant la crise. Cependant, les tentatives visant à évaluer dans quelle mesure la cyclicité de l'emploi de la zone euro a pu se modifier depuis le redressement consécutif à la crise sont fortement limitées par le faible nombre d'observations post-crise. Le tableau A résume les résultats d'un modèle simple conçu pour identifier la cyclicité changeante de l'emploi de la zone euro au cours de la crise et de la période de redressement qui a suivi.

³⁹ Les calculs sont effectués par rapport aux creux locaux pour chacune des variables.

Tableau A

Cyclicité de l'emploi dans la zone euro à différents intervalles

(résultats de la régression linéaire)

Variable	Coefficient	Erreur type
Emploi t-1	0,2826***	0,15
PIB t	0,2283**	0,05
PIB t-1	0,1014**	0,04
PIB t-1	0,0380	0,04
PIB t-1	0,0135	0,03
PIB t-1	0,0347	0,03
RECN*PIB t	0,2118***	0,09
0811*PIB t	-0,2818***	0,08
RECOV*PIB t	0,0812	0,10
C	-0,0001	00

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La régression linéaire désigne la méthode des moindres carrés ordinaires. La variable dépendante est l'emploi. L'emploi et le PIB sont tous les deux exprimés en différence logarithmique. L'échantillon utilisé pour l'estimation va du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2015 (68 observations). *** et ** indiquent une signification statistique au niveau de 1 % et 5 %, respectivement.

Les résultats indiquent une élasticité moyenne avant la crise de 0,58 environ, ce qui est comparable à la valeur de 0,55 observée sur une base prenant en compte les pics et les creux (cf. corps du texte). La spécification a été choisie pour évaluer les différentes phases de la relation emploi/PIB depuis le début de la crise. Le modèle cherche notamment à expliquer la croissance en rythme trimestriel de l'emploi total de la zone euro en utilisant la croissance simultanée du PIB en volume et plusieurs PIB décalés (cf. tableau A), ainsi que les interactions de la croissance trimestrielle du PIB avec : a) une variable muette, RECN, qui vise à rendre compte des asymétries bien connues observées lors des périodes de récession, prenant une valeur de 1 lorsque la zone euro était en récession et de 0 dans le cas contraire ; b) une variable muette, 0811, à qui est attribuée une valeur de 1 entre

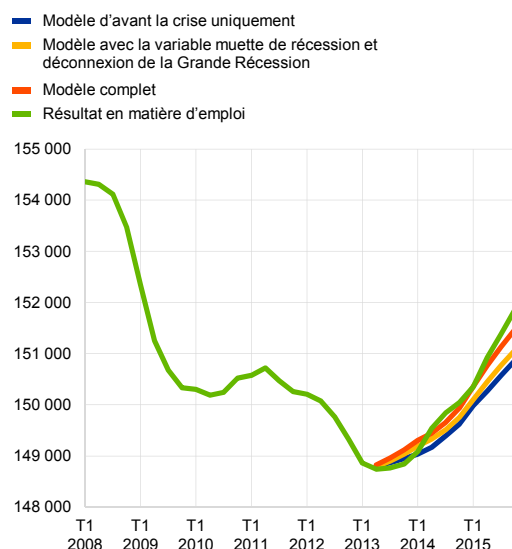
le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2011 afin de rendre compte de la forte déconnexion des évolutions de l'emploi et du PIB observée au cours de la première phase de la crise ⁴⁰ (cf. le graphique 2 du corps du texte) ; et c) une variable de « redressement », RECOV, reflétant le redressement du PIB de la zone euro du deuxième trimestre 2013 jusqu'à la fin de la période d'échantillon au quatrième trimestre 2015.

⁴⁰ Différentes variables muettes temporelles tenant compte des périodes de crise ont été testées, telles que : 0809, reflétant seulement les effets de la période de la Grande Récession (mesurés par les évolutions trimestrielles du PIB de la zone euro) et prenant une valeur de 1 pour les cinq trimestres de la Grande Récession, que la zone euro a subie entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 ; CRISIS, prenant une valeur de 1 entre le deuxième trimestre 2008 et le premier trimestre 2013, couvrant ainsi les deux récessions de la zone euro et la reprise intermédiaire. Les résultats décrits ci-dessus reflètent le plus robuste des trois modèles, mesuré en fonction des critères du R² ajusté et de l'erreur-type (RMSE).

Graphique A

Comparaison entre les estimations du rebond de l'emploi de la zone euro depuis la crise et les évolutions réelles

(niveaux d'emploi ; en milliers)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Comparaison des situations effectives de l'emploi (ligne verte) avec les prévisions pour la période allant du deuxième trimestre 2013 au quatrième trimestre 2015 sur la base de : a) la relation existant avant la crise uniquement (ligne bleue) ; b) les termes d'interaction pour les asymétries liées à la récession (RECN) et la déconnexion de la Grande Récession (0811), (ligne orange) ; et c) les termes d'interaction pour les asymétries liées à la récession (RECN), la déconnexion de la Grande Récession (0811) et la variable muette de redressement (RECOV) (ligne rouge).

De plus, les résultats montrent une **déconnexion marquée et statistiquement significative de la relation à plus long terme emploi/PIB après le début de la Grande Récession**. Les asymétries liées à la récession apparaissent en général comme fortement positives et significatives (cf. le coefficient fortement positif sur le terme d'interaction, $RECN \cdot PIB_t$), ce qui laisse penser que l'emploi de la zone euro diminue généralement à un rythme accéléré lors des récessions, supérieur à son rythme de progression lors des périodes d'expansion du PIB. Cependant, le modèle constate une forte réduction de la relation entre emploi et PIB lors de la période de déconnexion qui a suivi le début de la Grande Récession (cf. le coefficient fortement négatif sur le terme d'interaction 0811), reflétant une *modération* marquée des pertes d'emploi (en conséquence d'un maintien de sureffectifs bien documenté dans certains pays de la zone euro ⁴¹) au cours de cette période, dans une proportion suffisante pour compenser en totalité les habituelles asymétries liées à la récession.

Dans la phase de redressement, le terme visant à rendre compte de toute

augmentation de la cyclicité de l'emploi de la zone euro à la suite de la crise est positif, mais statistiquement non significatif. Sans tenir compte des questions de signification, qui peuvent être imputables en partie au faible nombre d'observations réalisées depuis le redressement, l'élasticité implicite de l'emploi de la zone euro augmente, passant de 0,58 environ avant la crise à près de 0,70 avec l'inclusion d'une variable muette d'interaction post-crise, RECOV ⁴². Il est évidemment trop tôt pour savoir avec certitude si l'accélération de la croissance de l'emploi observée lors du redressement reflète simplement une réponse conjoncturelle à la forte baisse de l'emploi de la zone euro enregistrée lors de la crise ou l'émergence d'une relation emploi/PIB plus forte. Néanmoins, pour la période allant du deuxième trimestre 2013 au quatrième trimestre 2015, l'inclusion du terme de redressement améliore sensiblement les prévisions d'emploi de la zone euro, par rapport soit aux prévisions basées uniquement sur les relations existant avant la crise ou soit sur celles tenant compte seulement des asymétries liées à la récession et de la déconnexion de la Grande Récession (cf. graphique A). Étant donné les changements de grande ampleur actuellement en cours dans de nombreux pays de la zone euro (notamment dans la composition sectorielle de la production et de l'emploi, ainsi que dans les institutions du marché du travail en

⁴¹ Cf., par exemple, l'article intitulé « L'incidence de la crise économique sur les marchés du travail de la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2014

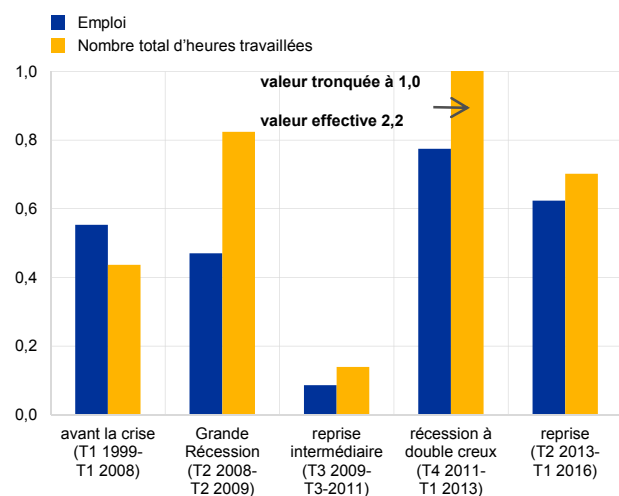
⁴² Les élasticités implicites à long terme (c'est-à-dire corrigées de l'impact de la variable dépendante décalée) sont indiquées.

raison des réformes structurelles), il semble nécessaire de continuer de suivre attentivement la relation entre emploi et PIB à mesure que le redressement se poursuit.

Graphique 6

Élasticité de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro par rapport au PIB depuis le début de l'UEM

(ratios pic-creux et creux- pic)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dates se rapportent à des intervalles définis par les évolutions du PIB de la zone euro. Les ratios sont calculés sur la base des baisses totales entre le pic et le creux/des hausses totales entre le creux et le pic observées pour les différentes variables en réponse aux évolutions du PIB. La réponse du nombre d'heures travaillées au PIB lors du double creux est tronquée à 1,0 (calculée à 2,2).

La déconnexion entre les variables du marché du travail et le PIB en volume constatée lors de la crise a également été observée pour le nombre total d'heures travaillées.

Dans la première phase de la crise, la déconnexion de la relation emploi/PIB, qui reflétait le maintien d'importants sureffectifs dans plusieurs économies de la zone euro, a été contrebalancée dans une certaine mesure par les évolutions du nombre total d'heures travaillées, les entreprises ayant eu abondamment recours au chômage partiel et à d'autres ajustements de la moyenne des heures travaillées de leurs salariés. Cela explique pourquoi le nombre total d'heures travaillées a présenté une plus forte réaction, par rapport au PIB, que l'emploi lors de la Grande Récession et de la reprise intermédiaire (cf. graphique 6). Au cours de la récession à double creux, lorsque le nombre total d'heures travaillées a diminué plus fortement (cf. également graphique 3), et proportionnellement de façon beaucoup plus marquée que l'emploi, l'élasticité des heures travaillées a considérablement augmenté (à 2,2 environ, soit un niveau largement supérieur à sa limite supérieure théorique de 1 et trois fois supérieur

environ à la réaction de l'emploi au PIB). Au cours de la reprise, cependant, le nombre total d'heures travaillées a rebondi seulement dans les mêmes proportions que l'emploi (entraînant des élasticité identiques pour les deux variables), même s'il semble que les deux séries (emploi et nombre total d'heures travaillées) font preuve d'une cyclicité légèrement plus forte lors de la reprise que lors de la période précédant la crise.

La forte « reconnexion » observée entre la croissance de l'emploi et du PIB de la zone euro à l'issue de la crise a également été observée dans d'autres économies avancées, telles que les États-Unis.

Tandis qu'aux États-Unis, après la Grande Récession, la production a commencé à se redresser plus tôt que dans la zone euro, un réajustement marqué entre la croissance de l'emploi et la croissance du PIB apparaît également clairement, l'élasticité emploi/PIB post-crise (creux-pic) s'établissant à 0,71 environ, après une baisse de l'emploi (pic-creux) proportionnellement beaucoup plus forte. L'encadré 2 examine d'autres similitudes et différences entre les rebonds de l'emploi observés dans les deux économies ainsi que leurs implications pour la croissance mesurée de la productivité.

Les évolutions sectorielles comme source potentielle de la vigueur de la relation entre emploi et PIB

Une partie de la vigueur de la réaction de l'emploi observée au cours de la période de redressement reflète probablement la forte concentration sectorielle de la reprise dans les services, notamment les services marchands.

Cette situation traduit largement la forte concentration de la croissance de la production de la zone euro dans ces secteurs (cf. graphique 7), près des quatre cinquièmes de la croissance observée lors de la reprise étant imputables aux seuls services marchands. En termes d'emploi, la concentration a été encore plus forte, la quasi-totalité des 3,2 millions de personnes employées supplémentaires enregistrés dans la zone euro depuis la reprise étant imputable au secteur des services (cf. graphique 8), dont plus de 70 % dans seulement deux branches du secteur des services marchands : a) le commerce et les transports ; et b) les services aux entreprises et les services administratifs ⁴³. Tandis que les hausses relatives des services marchands ne présentent ainsi pas de différences considérables par rapport à leurs moyennes historiques (cf. graphiques 8 et 9, calculés pour la période précédant la crise entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2008), trois compartiments (les services aux entreprises, où une partie de la croissance de l'emploi reflète peut-être des tendances plus larges à l'externalisation vers d'autres secteurs ; le commerce et les transports et les services non marchands) ont entraîné des hausses excessivement fortes de l'emploi et dans des proportions plus importantes que lors de la période précédant la crise ⁴⁴. Dans le même temps, l'emploi n'a que modérément progressé dans l'industrie, qui a contribué pour un cinquième environ du rebond de la valeur ajoutée observé dans la zone euro depuis le premier trimestre 2013.

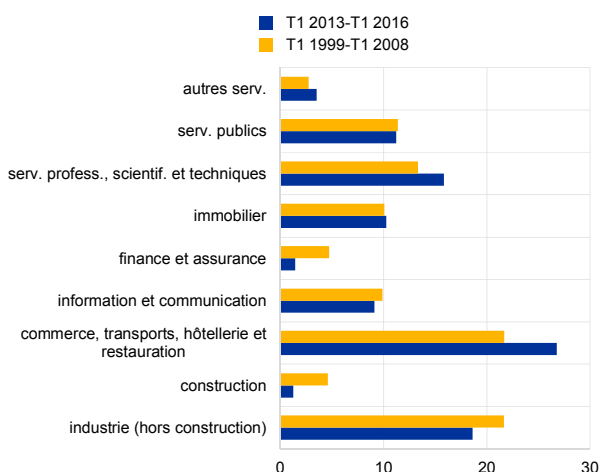
⁴³ Pour plus de détails, cf. l'article récent intitulé « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 8, 2015.

⁴⁴ Les profils sectoriels de la croissance de la production permettent d'expliquer l'absence de rebond du nombre d'heures travaillées lors de la reprise. Dans le secteur des services, la plus grande partie de l'expansion s'est largement concentrée dans les secteurs où le nombre moyen d'heures de travail hebdomadaires est généralement resté stable (services aux entreprises, services publics et autres services) ou a même diminué (commerce et transports, immobilier). Dans le même temps, l'emploi a reculé dans les secteurs où le nombre moyen d'heures travaillées a progressé (construction). (Cf. l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine des évolutions récentes du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 » du présent *Bulletin économique*).

Graphique 7

Croissance cumulée de la valeur ajoutée par secteur lors du redressement et avant la crise

(part sectorielle de la hausse de la valeur ajoutée totale ; en pourcentages)

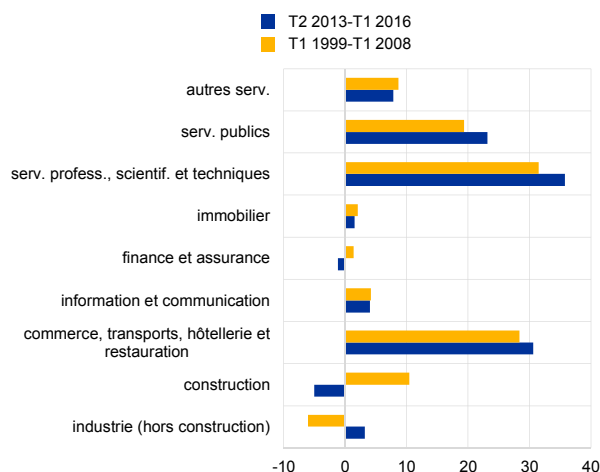


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 8

Croissance cumulée de l'emploi par secteur lors du redressement et avant la crise

(part sectorielle de la hausse de l'emploi total ; en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

La composition de la croissance du PIB a de l'importance, puisque les secteurs des services se caractérisent en général par une croissance à intensité d'emploi relativement plus élevée. Une hausse de 1 % du PIB créée par les services marchands aboutit à une croissance de l'emploi total plus forte que dans l'industrie, comme le montre le graphique 9, qui illustre les estimations des intensités d'emploi pour l'industrie et la construction, ainsi que les estimations relatives aux deux sous-secteurs des services ayant apporté la plus forte contribution à la croissance de la valeur ajoutée lors du redressement. Alors que le secteur de la construction fait généralement preuve d'une plus forte intensité d'emploi, sa contribution à la croissance de l'activité de la zone euro a été marginale lors de la reprise, tandis que sa contribution à la croissance de l'emploi demeure faiblement négative.

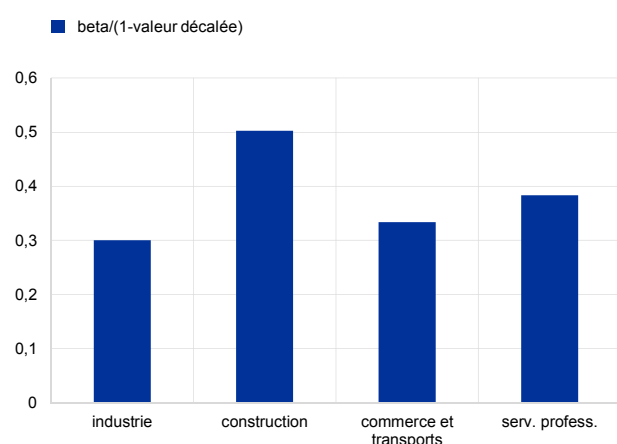
Les modifications de la composition sectorielle contribuent également d'une autre manière à expliquer l'évolution surprenante de l'emploi, les secteurs à forte croissance étant également ceux qui présentent un taux plus élevé d'emploi à temps partiel. L'expansion des services marchands est à l'origine de la hausse actuelle de l'emploi à temps partiel. Les intensités d'emploi généralement plus élevées que l'on trouve dans les services (et notamment dans les services aux entreprises) reflètent en partie un recours plus important au travail à temps partiel dans ces secteurs (notamment dans les services marchands), ce qui implique également, en moyenne, des horaires de travail hebdomadaires légèrement plus courts que dans l'industrie ⁴⁵. (Cf. l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine des

⁴⁵ Cela traduit également en partie des intensités en capital plus élevées dans l'industrie, permettant (ou reflétant) une plus forte substitution du capital au travail dans ce secteur. L'absence de données disponibles empêche l'examen plus approfondi de cette caractéristique sur la période de redressement.

évolutions récentes du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 » du présent *Bulletin économique*). Depuis le début de la reprise, environ un tiers de la hausse nette totale de l'emploi correspond à des emplois à temps partiel ⁴⁶. Étant donné le nombre total d'heures travaillées, cette évolution suggère que la croissance de l'emploi a été supérieure de 6 % à ce qu'elle aurait été avec le taux d'emploi à temps partiel de 19 % observé avant la crise.

Graphique 9
Élasticité emploi de la croissance par secteur

(intensités d'emploi à long terme)

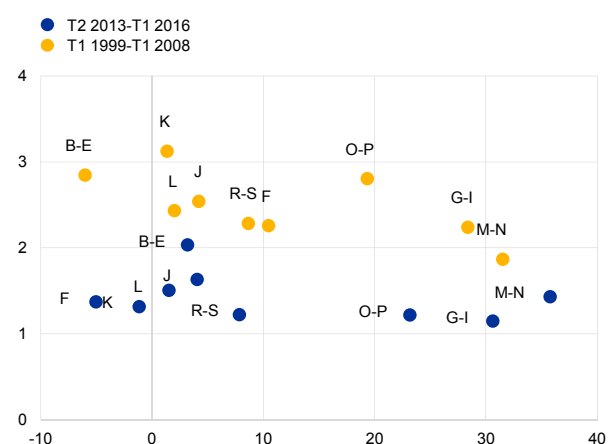


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Estimations des intensités d'emploi tirées des régressions des équations d'emploi sectoriel.

Graphique 10
Croissance de l'emploi et des salaires dans la zone euro, par secteur

(axe des abscisses : pourcentage de l'expansion de l'emploi total par secteur ; axe des ordonnées : croissance moyenne du salaire annuel par secteur)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : B-E : industrie hors construction ; F : construction ; G-I : commerce, transports, hôtellerie et restauration ; J : information et communication ; K : finance et assurances ; L : immobilier ; M-N : services professionnels, scientifiques et techniques ; O-P : services publics ; et R-S : autres services.

Dans une certaine mesure, la forte concentration sectorielle de la croissance de l'emploi dans les services aux entreprises et dans le commerce et les transports au cours du rebond est peut-être en partie liée au ralentissement de la progression des salaires enregistré ces dernières années. Le graphique 10 montre que l'essentiel de la croissance de l'emploi observée depuis la reprise s'est concentré dans les secteurs ayant une croissance salariale inférieure à la moyenne ou dans ceux dont la croissance salariale moyenne a diminué le plus fortement, tandis que les secteurs ayant une croissance salariale plus forte n'ont en général que faiblement progressé (ou ont même reculé).

⁴⁶ Cf. également l'article récent intitulé « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, 2015, *op. cit.*

Encadré 2

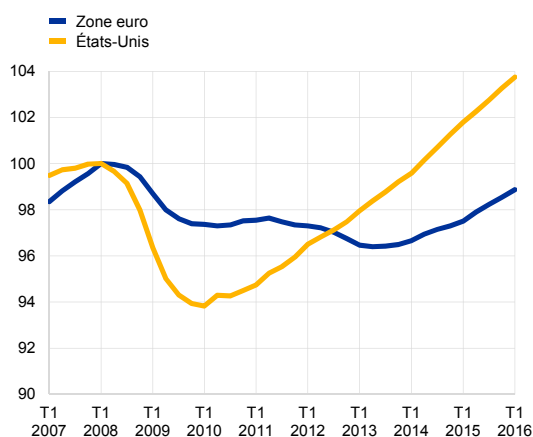
La dynamique emploi/PIB dans la zone euro et aux États-Unis depuis la crise.

La Grande Récession a eu une incidence significative sur les marchés du travail de part et d'autre de l'Atlantique, entraînant d'importantes pertes d'emplois dans la zone euro et aux États-Unis. Toutefois, l'emploi, qui a reculé plus rapidement aux États-Unis que dans la zone euro durant la Grande Récession, s'est également redressé beaucoup plus vite outre-Atlantique après la crise. Après la Grande Récession de 2008-2009, l'emploi aux États-Unis a renoué avec les niveaux d'avant la crise au bout de 26 trimestres environ (cf. graphique A)⁴⁷. Depuis le creux du premier trimestre 2010, 13,7 millions d'emplois ont été créés, soit un excédent de pratiquement 5,2 millions par rapport aux niveaux d'avant la crise. En revanche, huit ans (environ 32 trimestres) après le déclenchement de la crise économique et financière mondiale au premier trimestre 2008, l'emploi dans la zone euro demeure légèrement inférieur à son pic de la période précédant la crise, en dépit du rebond (+ 3,8 millions de créations d'emplois environ) observé depuis le creux du deuxième trimestre 2013. Pour partie, le retard de la zone euro reflète des différences en termes de dynamique du PIB dans les deux économies, les États-Unis n'ayant pas enregistré une deuxième récession liée à la crise de la dette souveraine. Toutefois, la seule dynamique du PIB n'explique pas pourquoi l'emploi évolue différemment dans les deux économies.

Graphique A

Profil de l'emploi pour la zone euro et les États-Unis au lendemain de la Grande Récession

(pic d'avant-crise = 100)

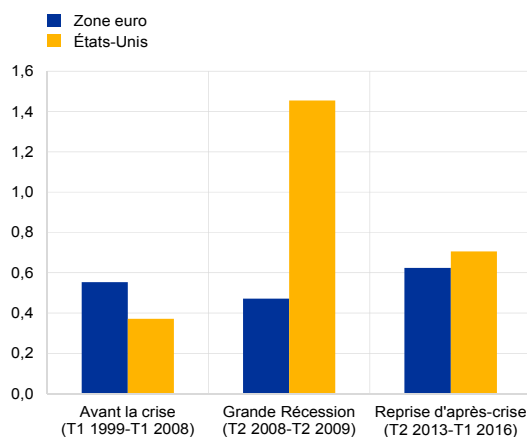


Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.

Graphique B

Réactivité de l'emploi au PIB depuis la crise

(ratios pic-creux et creux-pic des évolutions de l'emploi et du PIB)



Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.
Notes : Les dates représentent les périodes pour la zone euro. Pour les États-Unis, les périodes suivantes ont été utilisées : avant la crise : T2 2003-T1 2008, Grande Récession : T1 2008-T1 2010, reprise : T1 2010-T1 2016.

⁴⁷ La nature durable de la baisse reflète en partie la nature plus forte et plus persistante de la crise financière, par rapport à des récessions non financières. Cf., par exemple, Reinhart (C.M.) et Rogoff (K.S.), « Cette fois, c'est différent : Huit siècles de folie financière », *Pearson Education*, 2010.

Par rapport au PIB, l'emploi a beaucoup plus reculé au cours de la crise aux États-Unis que dans la zone euro, et il a ensuite enregistré un rebond beaucoup plus marqué outre-Atlantique. Entre le pic et le creux, le PIB aux États-Unis s'est contracté de 4,2 % au cours de la Grande Récession, tandis que l'emploi a reculé de 6,2 %, soit une « élasticité » de l'emploi aux pertes de PIB de 1,45 environ. Si dans une certaine mesure ces évolutions peuvent refléter la plus grande flexibilité du marché du travail aux États-Unis, liée en partie à la législation de l'emploi nettement moins protectrice de ce pays ⁴⁸, la réaction a été manifestement plus forte que lors de nombreuses récessions antérieures observées aux États-Unis, qui étaient caractérisées en général par des pertes d'emplois proportionnellement plus faibles que les pertes de PIB ⁴⁹. En raison de la gravité et de la durée de la récession, les entreprises américaines ont probablement conservé nettement moins de sureffectifs que d'ordinaire au cours des récessions d'après-guerre ⁵⁰. Le graphique B montre les élasticités estimées de la réaction de l'emploi aux évolutions du PIB pour les deux économies au cours de la période de crise puis de reprise. L'expérience américaine contraste nettement avec la forte déconnexion entre les évolutions de l'emploi et du PIB observée dans la zone euro au début de la crise (cf. section 2 et graphique 2). Comme déjà indiqué, au début de la Grande Récession, le PIB de la zone euro a reculé de 5,7 % environ, tandis que l'emploi a baissé dans un premier temps de 2,7 % (pic-creux local, atteint au premier trimestre 2010), soit un ratio de 0,47 environ. Au cours de cette période, le soutien institutionnel, notamment par le biais d'un recours généralisé aux dispositifs de chômage partiel et à d'autres mesures visant à préserver l'emploi dans de nombreux pays de la zone euro ⁵¹, a contribué à atténuer davantage l'effet des fortes pertes de PIB sur l'emploi dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Lors de la reprise, la croissance de l'emploi par rapport au PIB a également été proportionnellement plus forte aux États-Unis que dans la zone euro. Le graphique B montre qu'après les différents creux atteints par le PIB suite à la Grande Récession, la réaction de l'emploi au PIB a été plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis, avec une élasticité de 0,62 environ, contre 0,71 aux États-Unis. Il semble qu'avant la crise l'élasticité était légèrement plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis, reflétant en partie la période prolongée de « croissance sans emplois » observée après l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000.

Le rebond de l'emploi a concerné un nombre relativement plus important de secteurs économiques aux États-Unis que dans la zone euro. Dans les deux régions, ce sont le secteur des services aux entreprises et le secteur du commerce et des transports qui ont contribué à l'essentiel de la hausse de l'emploi quand leurs reprises respectives se sont amorcées. Toutefois, dans la zone euro, la croissance de l'emploi résulte également dans une très large mesure du secteur des services non marchands (y compris l'administration publique, les services de santé et

⁴⁸ Cf. l'encadré intitulé « Le conte de deux crises : évolutions récentes de l'emploi dans la zone euro et aux États-Unis » dans « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, 2015, *op. cit.*

⁴⁹ Toutefois, à partir des années 1990, les baisses de production se sont traduites de façon croissante par des réductions en pourcentage de l'emploi proportionnelles voire plus importantes. Cf. Freeman (R.), « *Failing the test? The flexible US job market in the Great Recession* », *NBER Working Paper*, n° 19587, octobre 2013.

⁵⁰ Une contribution de Chinn (M.), Ferrara (L.) et Mignon (V.) intitulée « *Explaining US employment growth after the Great Recession: The role of output-employment non-linearities* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 42, 2014, p. 118-129, suggère que le recul de l'emploi a dépassé le niveau prédit par les modèles économétriques standard d'élasticité de l'emploi. En revanche, le redressement consécutif de l'emploi aux États-Unis a été plus important que ne laissait présager leur modèle.

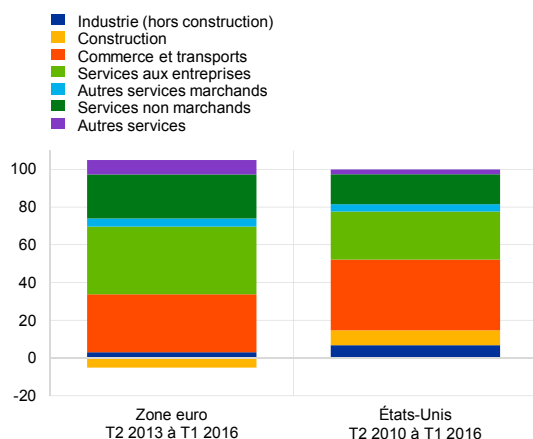
⁵¹ Cf. « Dynamiques du chômage pendant les récessions et les reprises : au-delà de la loi d'Okun », *Perspectives de l'économie mondiale : Rééquilibrer la croissance*, FMI, avril 2010, chapitre 3.

l'éducation), secteur qui, aux États-Unis, a nettement moins contribué à la création d'emplois lorsqu'il s'est redressé (cf. graphique C)⁵². En outre, les secteurs de l'industrie et de la construction ont majoré de 15 % environ la croissance de l'emploi aux États-Unis depuis 2010, tandis que leur contribution a été marginale dans la zone euro. Cela montre que ces secteurs ont rebondi plus rapidement aux États-Unis que dans la zone euro. Dans la zone euro, en revanche, la modeste augmentation de l'emploi industriel (de quelque 3 %) depuis le deuxième trimestre 2013, a été plus que compensée par de nouvelles pertes d'emplois dans le secteur de la construction sur la période de redressement de l'emploi.

Graphique C

Composition sectorielle du rebond cumulé de l'emploi : zone euro et États-Unis

(ventilation en pourcentage de la croissance cumulée de l'emploi non agricole au cours de la période de reprise)

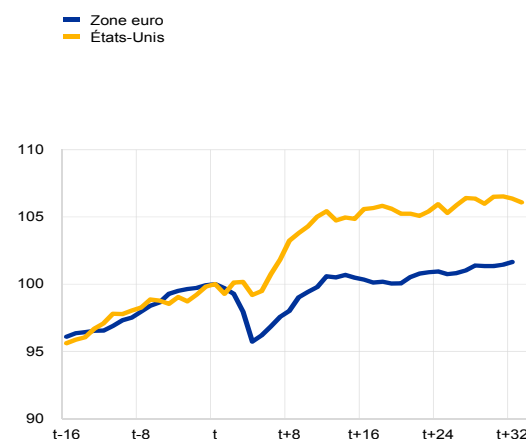


Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.
Note : Rebond de l'emploi par rapport au creux d'après-crise (atteint aux États-Unis au T1 2010 et dans la zone euro au T2 2013).

Graphique D

Productivité du travail par rapport aux niveaux d'avant la récession

(indice : pic de PIB de l'économie avant la crise = 100)



Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.
Note : Les pics d'avant la crise correspondent à T1 2008 dans la zone euro et à T4 2007 aux États-Unis.

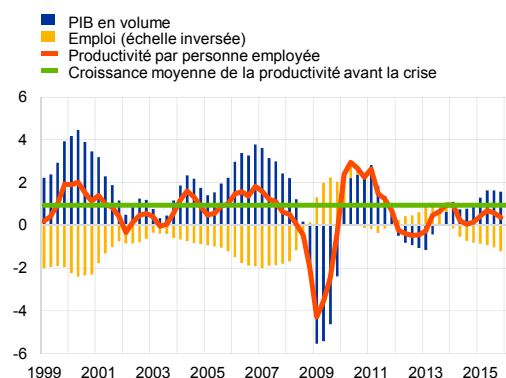
Les réactions différentes de l'emploi par rapport au PIB dans les deux économies se sont également traduites par une divergence des dynamiques de productivité. La baisse des niveaux de productivité due à la crise a été relativement prononcée dans la zone euro, mais marginale et de courte durée aux États-Unis (cf. graphique D), en grande partie en raison des fortes suppressions d'emplois observées au cours de la Grande Récession. Par conséquent, la productivité aux États-Unis n'a pratiquement pas subi de dommages à long terme (au détriment de l'emploi, toutefois) liés à la crise, puis s'est rapidement redressée pour se stabiliser à plus de 5 % au-dessus de son niveau d'avant la crise. Le profil d'évolution de la productivité aux États-Unis contraste fortement avec celui observé dans la zone euro, où la productivité, en dépit d'un très net rebond, continue de stagner pratiquement aux niveaux d'avant la crise.

⁵² Aux États-Unis, en particulier la croissance de l'emploi dans le secteur public (qui fait partie des services non marchands) a moins soutenu la croissance économique qu'habituellement lors des épisodes de récession ; cf. également Freeman (R.), *op. cit.*

Graphique E

Croissance de la productivité par personne employée et contributions : zone euro

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

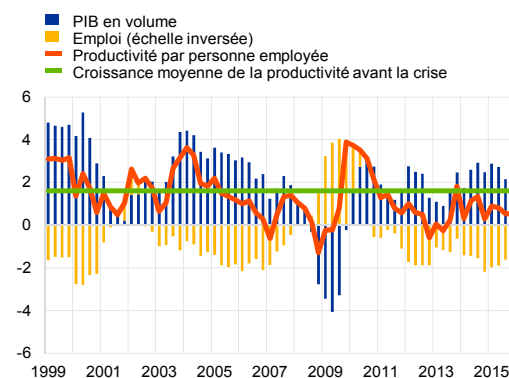


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique F

Croissance de la productivité par personne employée et contributions : États-Unis

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



Sources : US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.

La croissance de la productivité, toutefois, s'est nettement ralentie pour les deux économies par rapport aux moyennes d'avant la crise. Après le creux atteint par le PIB au deuxième trimestre 2009, la croissance annuelle de la productivité aux États-Unis s'est ralentie à 0,9 % en rythme annuel, faisant plus que diviser par deux le taux de croissance moyen d'avant la crise, calculé à partir de 1999. Dans la zone euro, où la croissance plus faible de la productivité est depuis longtemps un sujet de préoccupation pour les autorités ⁵³, la croissance de la productivité s'est moins ralentie (d'un tiers environ), mais à partir d'un point de départ plus faible, pour ressortir à seulement 0,6 % en rythme annuel. Plus récemment, depuis le redressement du PIB intervenu après la crise dans la zone euro au deuxième trimestre 2013, la productivité aux États-Unis s'est ralentie de manière encore plus marquée ⁵⁴ et son évolution est désormais pratiquement identique à celle enregistrée dans la zone euro sur la même période (0,4 % en rythme annuel). Pour partie, ces ralentissements reflètent une tendance à une plus forte croissance de l'emploi par rapport à la croissance du PIB que sur la période qui a précédé la crise (cf. graphiques E et F). De plus, ils reflètent une diminution sensible et généralisée de la croissance de la productivité infra-sectorielle dans tous les secteurs économiques aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis.

La forte croissance de l'emploi observée dans la zone euro et aux États-Unis depuis le rebond de l'activité a été largement saluée par les autorités.

Une croissance plus forte de l'emploi a incontestablement soutenu le revenu des ménages, mais elle a également continué de peser sur la croissance de la productivité agrégée, qui était déjà nettement plus faible, y compris au niveau

⁵³ Cf., par exemple, « De l'importance de l'alignement des politiques économiques pour atteindre le niveau de croissance potentielle », 5^e Conférence annuelle Tommaso Padoa-Schioppa prononcée par Mario Draghi, président de la BCE, Forum économique de Bruxelles 2016, 9 juin, ou la conférence spéciale prononcée auparavant lors du 22^e congrès annuel de l'Association économique européenne sur le thème « *Productivity in the euro area and monetary policy* » par l'ancien président de la BCE, Jean-Claude Trichet (Budapest, 27 août 2007).

⁵⁴ Cf. également l'encadré intitulé « Le ralentissement de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis : faits stylisés et répercussions économiques », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

sectoriel, que lors de la période qui a précédé la crise de part et d'autre de l'Atlantique. Ces tendances communes de croissance de la productivité peuvent présenter des risques pour les perspectives de croissance à long terme dans les deux économies.

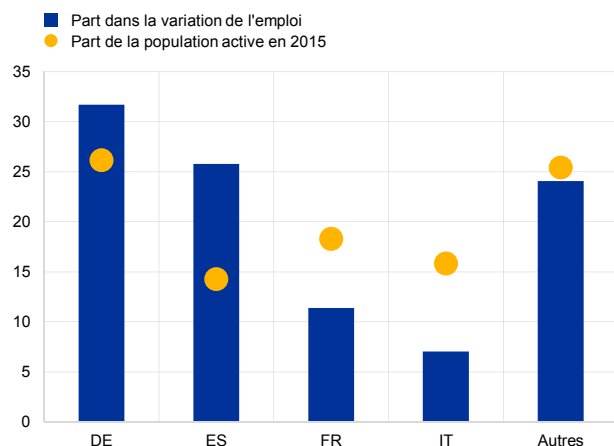
5 La dimension nationale et le rôle des mesures prises

Jusqu'à présent, le rebond de l'emploi dans la zone euro a été principalement alimenté par deux grands pays : l'Allemagne (où l'emploi avait peu diminué, même pendant la Grande Récession) et l'Espagne. Considérés ensemble, ces deux pays ont représenté environ deux tiers de la hausse cumulée de l'emploi dans la zone euro depuis le creux atteint au deuxième trimestre 2013 (31 % et 25 %, respectivement - cf. graphique 11)⁵⁵. La France et l'Italie ont nettement moins contribué à la progression de l'emploi dans la zone euro (représentant à elles deux seulement 13 % de la hausse observée depuis le premier trimestre 2013), même si la croissance de l'emploi s'est également accélérée en Italie au cours des quatre derniers trimestres. Dans le même temps, la croissance de l'emploi a été relativement soutenue dans plusieurs économies plus petites, et qui étaient auparavant en difficulté (plus particulièrement en Irlande et au Portugal).

Graphique 11

Parts des différents pays dans la hausse cumulée de l'emploi dans la zone euro au cours de la reprise

(part dans la hausse de l'emploi dans la zone euro ; en pourcentages)



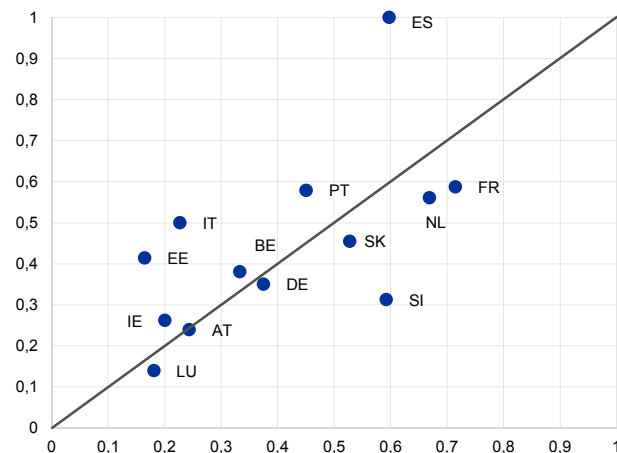
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Parts des différents pays dans la hausse cumulée de l'emploi dans la zone euro entre le premier trimestre 2013 et le premier trimestre 2016 et part dans la population active de la zone euro en 2015.

Graphique 12

Élasticités de l'emploi : avant la crise et jusqu'en 2016

(élasticités estimées avant la crise et après la crise ;
axe des abscisses : élasticité 1999-2008 ; axe des ordonnées : élasticité 1999-2016)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les élasticités sont calculées en procédant à une régression de la croissance trimestrielle de l'emploi sur la croissance trimestrielle du PIB (instantanée et jusqu'à quatre retards). Toutes les équations incluent un terme d'interaction pour rendre compte des asymétries caractéristiques associées aux récessions (interaction entre une variable muette, qui prend la valeur de 1 quand le pays concerné était en récession, et le taux de croissance trimestriel du PIB), des variables dépendantes décalées (pour tenir compte du degré élevé typique de persistance de la croissance de l'emploi dans de nombreux pays) et une constante. Les modèles par pays ont été choisis en fonction de leur pouvoir explicatif (F-stat, R^2) et de la signification statistique des coefficients estimés sur le PIB.

⁵⁵ Cf. également, « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, 2015, *op. cit.*

À la suite de la crise, les politiques économiques se sont axées en priorité sur les moyens de stimuler la croissance des emplois, d'améliorer la flexibilité du marché du travail et de réduire les dualités existant de longue date sur ce marché. L'objectif est de favoriser la redistribution et le rééquilibrage, en particulier dans les pays les plus touchés par des pertes d'emplois importantes. En partie de par leur conception, ces mesures devraient avoir influencé l'élasticité de la réaction de l'emploi à la croissance du PIB lors de la reprise. Dans certains pays, les élasticités ont sensiblement augmenté au cours des phases de reprise, reflétant l'incidence des réformes structurelles en cours et des mesures fiscales à plus court terme d'incitation à l'embauche. Le graphique 12 fait apparaître une augmentation généralisée des élasticités de l'emploi dans la plupart des pays de la zone euro depuis la crise. L'analyse exploratoire présentée dans le graphique 12 compare les élasticités estimées de l'emploi au niveau des différents pays au cours de la période qui a précédé la crise avec leurs équivalents après la crise. Les observations au-dessus de la ligne à 45 degrés représentent les pays où les élasticités postérieures à la crise (estimées pour l'ensemble de la période allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2016) sont nettement supérieures à leur niveau d'avant la crise (estimé entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2008). Un peu plus de la moitié des pays représentés ici affichent des élasticités de l'emploi post-crise sensiblement supérieures à celles de la période antérieure à la crise.

La mesure dans laquelle les déterminants des récentes hausses de la création d'emplois reflètent les évolutions structurelles en cours ou des mesures budgétaires temporaires aura une influence sur la persistance éventuelle de la forte croissance de l'emploi observée au cours de la reprise. Même si une évaluation définitive de leur rôle n'est pas encore possible compte tenu de la brièveté de la reprise dans certains pays ⁵⁶, les évolutions structurelles – y compris l'incidence des réformes structurelles dans plusieurs économies de la zone euro (cf. l'encadré 3 intitulé *La dynamique récente de l'emploi et les réformes structurelles*) – devraient jouer un rôle plus important, constant et plus durable, également dans les pays où les mesures temporaires de relance budgétaire ont contribué à stimuler encore davantage la création d'emplois au cours de la reprise ⁵⁷. Les modifications sectorielles en cours (notamment le rôle croissant des services dans la production nationale de la plupart des économies de la zone euro) et les effets de composition conduisant à une main-d'œuvre de plus en plus flexible ⁵⁸ devraient entraîner une réaction durablement plus forte de l'emploi aux variations de

⁵⁶ En Italie, par exemple, on n'a observé que cinq trimestres de redressement du PIB (du premier trimestre 2015 au premier trimestre 2016).

⁵⁷ Cf. également Sestito (P.) et Viviano (E.), « *Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market* », Banca d'Italia, *Occasional Paper* n° 325, mars 2016.

⁵⁸ En raison des parts croissantes de l'emploi à temps partiel et de l'emploi indépendant et, dans certaines économies, de l'emploi temporaire.

la production dans la plupart des économies de la zone euro au cours de la période postérieure à la crise.

Encadré 3

La dynamique récente de l'emploi et les réformes structurelles

Les réformes structurelles peuvent modifier la réaction de la croissance de l'emploi à la croissance de la production⁵⁹. Cela peut impliquer une modification directe des élasticités implicites qui retracent la réponse de l'emploi à la croissance du PIB durant la reprise en cours, mais qui est difficile à isoler de façon économétrique, compte tenu des décalages entre l'introduction des réformes et leurs effets. Cet encadré présente des résultats préliminaires s'agissant de l'incidence des réformes structurelles sur la dynamique de l'emploi dans les pays de la zone euro, en mettant particulièrement l'accent sur les pays qui ont mis en œuvre d'importantes réformes des marchés des biens et services et du travail⁶⁰.

Les mesures structurelles peuvent avoir contribué à un accroissement de la réactivité de l'emploi au PIB durant la reprise dans plusieurs pays de la zone euro. Il s'agit notamment des mesures qui améliorent la flexibilité du marché du travail en allégeant la protection excessive dont bénéficie l'emploi, en réduisant par exemple les indemnités de licenciement ou en rendant les salaires plus flexibles. En conséquence, les entreprises des économies en difficulté peuvent à présent estimer qu'il est plus facile d'ajuster l'emploi (cf. graphique A). En Grèce et en Espagne, les entreprises attribuent principalement l'ajustement plus facile de l'emploi aux réformes du marché du travail⁶¹. Parallèlement, les réformes du marché des biens et services, notamment celles qui visent à alléger les contraintes administratives ou à faciliter l'entrée sur le marché de nouvelles entreprises, ainsi que celles qui réduisent la protection des entreprises ou des professions déjà en place, peuvent également contribuer à accroître la vitesse ou l'ampleur de l'ajustement des entreprises en termes d'emploi. Toutes ces réformes se reflètent au moins en partie dans les évolutions des indicateurs relatifs à la réglementation des marchés des biens et services et à la législation sur la protection de l'emploi qui sont mises en regard avec les évolutions récentes des

⁵⁹ Pour une description des principaux canaux de transmission des réformes structurelles, cf. l'article intitulé « Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2015.

⁶⁰ Dans le même temps, des rigidités salariales semblent également exister dans plusieurs économies et secteurs de la zone euro, laissant penser que la capacité des entreprises à s'ajuster aux chocs macroéconomiques peut être limitée sur différentes dimensions. Pour des données récentes sur les rigidités des salaires, cf. l'encadré intitulé « Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015, ou Anderton (R.), Hantzsche (A.), Savsek (S.) et Tóth (M.), « *Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area* », *CFCM Discussion paper*, 2016/01, Nottingham University, 2016.

⁶¹ Pour plus de détails, cf. les résultats de la dernière enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network – WDN*) dans 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) » dans 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. Cf. également l'encadré intitulé « Épisodes de baisse du chômage dans la zone euro et rôle des réformes structurelles » 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, 2016, qui montre que les épisodes de résorption du chômage sont souvent associés à une période préalable de réformes structurelles.

élasticités de l'emploi ⁶² dans le graphique B. Globalement, nous constatons que les pays qui ont mis en œuvre des réformes structurelles plus poussées ont également enregistré une augmentation de la réactivité de l'emploi au PIB au cours de la reprise ⁶³.

Dans les pays où des réformes de grande ampleur ont été entreprises plus rapidement en réponse à la crise, on constate déjà des effets positifs sur la dynamique de l'emploi. Par exemple, la réforme du marché du travail mise en œuvre en 2012 en Espagne semble responsable, au moins en partie, de la forte croissance de l'emploi enregistrée récemment dans ce pays ⁶⁴. Dans le même temps, d'autres facteurs, tels que les disparités sectorielles en termes de taux de croissance et de création d'emplois, ainsi qu'un rebond plus prononcé en raison des pertes d'emplois importantes enregistrées antérieurement en Espagne, pourraient également avoir joué un rôle. En Irlande, un ensemble de mesures actives efficaces sur le marché du travail ont contribué à réduire significativement le taux de chômage et à redonner un travail aux personnes sans emploi ⁶⁵. En Grèce, les réformes structurelles des marchés des biens et services et du travail ⁶⁶ semblent avoir renforcé la relation entre emploi et PIB dans un contexte d'assainissement budgétaire, de durcissement des conditions de financement et d'incertitude élevée. Le gouvernement chypriote a introduit des réformes pour favoriser l'emploi des jeunes et des chômeurs de longue durée et encourager les jeunes entrepreneurs, ainsi que des dispositifs visant à rendre le marché du travail plus attrayant *via* des formes d'emploi flexibles. Les réformes mises en œuvre au Portugal s'agissant de la protection de l'emploi, de l'assurance-chômage et des conventions collectives ont eu des effets bénéfiques sur la productivité et l'emploi et ont également eu une incidence sur la réactivité de l'emploi au PIB ⁶⁷. En revanche, dans les pays où des réformes importantes du

⁶² Les élasticités sont tirées d'un modèle de référence qui procède à une régression de la croissance trimestrielle de l'emploi sur la croissance trimestrielle du PIB (instantanée et jusqu'à quatre retards, conformément aux structures des retards par pays les mieux adaptées suggérées par les données). Toutes les équations incluent un terme d'interaction pour rendre compte des asymétries caractéristiques associées aux récessions (interaction entre une variable muette, qui prend la valeur de 1 quand le pays concerné était en récession, et le taux de croissance trimestriel du PIB), des variables dépendantes décalées (pour tenir compte du degré élevé typique de persistance de la croissance de l'emploi dans de nombreux pays) et une constante. Les modèles par pays ont été choisis en fonction de leur pouvoir explicatif (F-stat, R^2) et de la signification statistique des variables d'intérêt (coefficients estimés sur le PIB). Les valeurs présentées dans le graphique A sont des valeurs à long terme corrigées (c'est-à-dire corrigées des variables dépendantes décalées).

⁶³ Cette réactivité accrue apparaît particulièrement remarquable, dans la mesure où les niveaux élevés de l'emploi à temps partiel involontaire durant la crise auraient pu entraîner un affaiblissement de la relation entre l'emploi et la production durant la reprise si les heures travaillées supplémentaires des travailleurs à temps partiel avaient augmenté de même manière que l'emploi (cf., par exemple, « *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets* », *Occasional Paper Series*, op. cit., section 2.4).

⁶⁴ Cf. Izquierdo (M.), Lacuesta (A.) et Puente (S.), « *The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market* », *Economic Bulletin*, Banco de España, septembre 2013, ou Font (P.), Izquierdo (M.) et Puente (S.), « *Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle* », *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 4(13), juin 2015.

⁶⁵ Dans le même temps, l'Irlande était déjà considérée comme une économie flexible avant la crise. Une quantification de l'incidence des réformes figure dans « *Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland* », *IGEES Working Paper*, juillet 2014.

⁶⁶ Concernant l'impact des réformes en Grèce, cf., par exemple, *IMF Country Report n° 13/155, Selected Issues paper*, juin 2013 ou « *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece* », Fondation pour la recherche économique et industrielle, mars 2014.

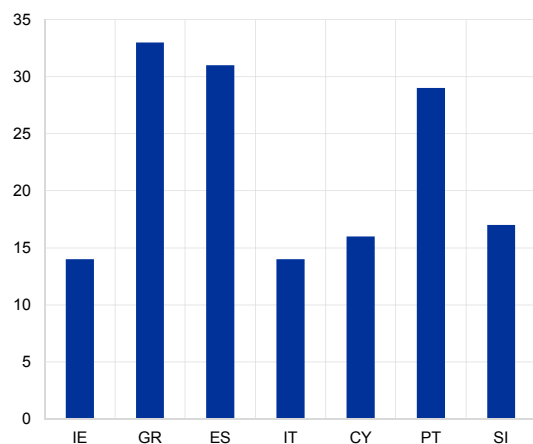
⁶⁷ Cf. « *Portugal: Reforming the State to promote growth* », *Better Policies Series*, Éditions OCDE, mai 2013 et, pour plus d'informations sur les types spécifiques de réformes du marché du travail réalisées dans plusieurs pays de la zone euro, cf. l'encadré intitulé « Les réformes du marché du travail en Irlande, en Espagne et au Portugal » dans l'article intitulé « Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, 2015, op. cit.

marché du travail ont été mises en œuvre plus récemment⁶⁸, les avantages en termes d'emploi pourraient apparaître légèrement plus tardivement⁶⁹.

Graphique A

Pourcentage d'entreprises qui ont jugé plus facile d'ajuster l'emploi (2013 comparé à 2010)

(moyenne entre les différents canaux d'ajustement ; pourcentage d'entreprises ; valeurs pondérées des entreprises)

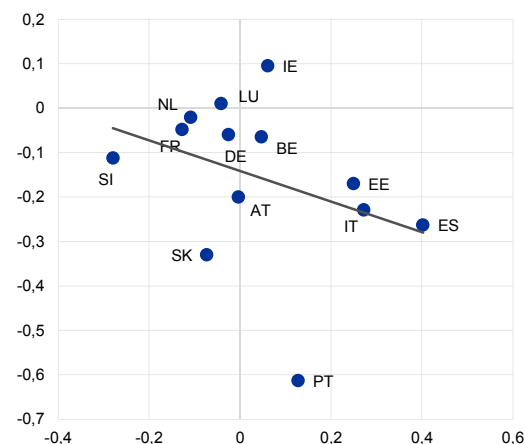


Source : Calculs de la BCE d'après la troisième enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires.
Notes : Le réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network*) est un réseau de recherche du SEBC. La troisième enquête sur les entreprises européennes a été réalisée en 2014. (cf. : https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html). Les entreprises de moins de cinq salariés sont exclues des calculs. Les chiffres sont pondérés pour refléter la population totale des entreprises et réajustés pour exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les canaux d'ajustement recouvrent les licenciements collectifs et individuels de salariés pour raisons économiques, les licenciements disciplinaires, les licenciements temporaires, les embauches de salariés, l'ajustement des heures travaillées et la réaffectation des salariés.

Graphique B

Évolution des élasticités de l'emploi et des indicateurs structurels

(axe des abscisses : variation de l'élasticité de l'emploi par rapport au PIB ; axe des ordonnées : modification des réglementations)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.
Notes : Les évolutions des indicateurs synthétiques relatifs à la rigueur de la réglementation du marché des biens et services (PMR) et de la législation sur la protection de l'emploi (EPL) sont pondérées de manière égale. Les variations des indicateurs EPL et PMR sont représentées pour les pays pour lesquels les deux indicateurs sont disponibles pour 2008 et 2013.

En résumé, les données laissent penser que les réformes récentes ont contribué à accroître l'emploi. En pratique, il y a eu plusieurs exemples de réformes réussies des marchés du travail dans les pays de la zone euro, qui ont probablement contribué à une création d'emplois plus forte que prévu compte tenu de la relation historique entre l'emploi et le PIB. Néanmoins, au vu de la persistance d'un chômage structurel élevé et de la faiblesse de la croissance potentielle dans la zone euro, le rythme des réformes doit être accéléré dans toutes les économies de la zone. La poursuite des réformes sur les marchés des biens et services et du travail favorisera la croissance de la production et de l'emploi, tout en améliorant la capacité des entreprises de la zone euro à s'ajuster et en accroissant ainsi la résistance de la zone euro aux chocs.

⁶⁸ Par exemple, une réforme importante du marché du travail a été introduite en Italie en 2015. La croissance de l'emploi s'est accélérée cette année-là, au moins en partie sous l'effet de la réforme. Cf., par exemple, Sestito (P.) et Viviano (E.), 2016, *op. cit.*

⁶⁹ Pour plus d'informations sur les réformes spécifiques des marchés du travail mises en œuvre, cf. la base de données LABREF, disponible à l'adresse suivante : <https://webgate.ec.europa.eu/labref/public/>.

La reprise de l'activité dans la zone euro s'est accompagnée d'importantes créations d'emplois. Toutefois, douze trimestres seulement après le rebond enregistré par le PIB de la zone euro après la crise, il est encore trop tôt pour dire si la forte croissance de l'emploi observée récemment demeurera une caractéristique à long terme des marchés du travail de la zone euro. Néanmoins, il convient de noter que les deux pays où la croissance de la production et de l'emploi a été la plus forte depuis le début de la reprise, à savoir l'Allemagne et l'Espagne, sont parmi ceux qui ont réalisé les réformes les plus ambitieuses de leur marché du travail depuis le milieu des années deux mille ⁷⁰. La réforme du marché du travail réalisée en 2015 en Italie a également contribué à favoriser un regain de dynamisme de l'emploi dans le pays au cours des derniers trimestres. Ces observations peuvent encourager d'autres pays de la zone euro à poursuivre leurs réformes.

Dans une certaine mesure, la forte croissance de l'emploi observée récemment dans la zone euro a été en quelque sorte une bonne surprise, pour les prévisionnistes comme pour les responsables de la politique économique. Avec le début de la Grande Récession en 2008, nombreux sont ceux qui ont considéré rétrospectivement la forte croissance de l'emploi dans la zone euro avant la crise comme le résultat de déséquilibres sectoriels non soutenables dans certains pays, et donc peu susceptible de se reproduire. Toutefois, au cours de la reprise post-crise, qui a débuté en 2013, la réaction de l'emploi de la zone euro à la croissance du PIB a été au moins aussi forte qu'avant la crise, tant au niveau agrégé que dans de nombreux pays de la zone euro. Cet article laisse penser que la forte croissance récente de l'emploi par rapport aux évolutions du PIB résulte en partie des changements structurels en cours dans la zone euro, notamment les mutations sectorielles observées actuellement et les modifications de la composition de la population active, qui ont abouti à un marché du travail plus flexible et plus sensible à la dynamique conjoncturelle.

⁷⁰ En Allemagne, des réformes du marché du travail de grande ampleur ont été adoptées quelques années avant la Grande Récession. La réorientation du marché du travail allemand a été largement attribuée à ces réformes Hartz (cf. Dustmann (C.), Fitzenberger (B.), Schönberg (U.), Spitz-Oener (A.), « *From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 1, 2014). En Espagne, des réformes ont été introduites pour la première fois en 2010, suivies par une nouvelle série plus ambitieuse en 2012. Cf. « *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment* », OCDE, décembre 2013.

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
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 T3	0,8	0,5	0,4	0,5	1,8	0,4	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
T4	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 T1	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
T2	.	0,3	0,6	0,0	1,8	0,3	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,4	2,1	-0,1
2016 Mars	—	—	—	—	—	—	0,8	1,9	0,9	0,5	0,0	2,3	0,0
Avril	—	—	—	—	—	—	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai	—	—	—	—	—	—	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
Juin	—	—	—	—	—	—	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
Juillet	—	—	—	—	—	—	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Août ⁴⁾	—	—	—	—	—	—	.	.	.	.	.	.	0,2

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

4) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires, qui couvrent habituellement 95 % environ de la zone euro, et sur des informations rapides relatives aux prix de l'énergie.

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,2	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,9	3,9	2,2
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,8	3,9	-1,4
2015 T3	53,0	55,4	55,2	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,8	0,8	0,4	1,1
T4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,8	0,5	1,0
2016 T1	51,2	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,1
T2	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,4	0,2	-1,0
2016 Mars	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-1,0	0,5	-2,1
Avril	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,0	0,8	-2,5
Mai	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,2	-0,5	-1,8
Juin	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,4	0,2	-1,0
Juillet	51,2	51,8	47,6	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	.	.	.
Août	51,3	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	51,1	50,3	.	.	.

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
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
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 Février	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
Mars	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
Avril	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
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

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
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
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 Février	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
Mars	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
Avril	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
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

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
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
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 Février	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0
Mars	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3
Avril	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5
Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7
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

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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2015	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26	
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25	
	Octobre	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26	
	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27	
	Décembre	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	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	2,22	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	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19	
	Mars	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11	
	Avril	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	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	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02	
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97	
	Juillet ^(p)	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,04	5,97	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,32	1,92	

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	Août	0,17	0,24	0,92	3,14	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,45	1,53	2,03	2,16
	Septembre	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23
	Octobre	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16
	Novembre	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
	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	2,10
2016	Janvier	0,13	0,27	0,77	2,97	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	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
	Mars	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05
	Avril	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
	Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
	Juillet ^(p)	0,09	0,17	0,42	2,71	2,72	3,07	2,48	1,86	1,91	1,82	1,28	1,58	1,69	1,87

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	1 318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016														
Janvier	1 284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Février	1 302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
Mars	1 283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
Avril	1 285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
Mai	1 295	530	123	.	79	495	68	333	153	37	.	34	75	34
Juin	1 279	526	123	.	67	494	69	307	136	37	.	28	80	27
Long terme														
2013	15 113	4 403	3 092	.	921	6 069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 132	4 046	3 164	.	995	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 244	3 784	3 276	.	1 066	6 481	637	214	67	44	.	13	81	9
2016														
Janvier	15 218	3 753	3 256	.	1 053	6 521	634	207	75	25	.	7	93	8
Février	15 155	3 751	3 175	.	1 047	6 549	633	209	66	42	.	4	88	10
Mars	15 156	3 728	3 128	.	1 057	6 604	639	248	72	39	.	26	94	17
Avril	15 120	3 724	3 142	.	1 073	6 548	633	219	61	35	.	25	91	7
Mai	15 231	3 732	3 157	.	1 097	6 611	634	238	59	49	.	34	88	8
Juin	15 272	3 733	3 141	.	1 096	6 663	638	214	72	41	.	13	79	10

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	16 367,8	4 886,3	3 215,9	.	987,4	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4	
2014	16 450,2	4 588,1	3 292,9	.	1 053,3	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3	
2015	16 505,9	4 301,4	3 416,2	.	1 127,2	6 959,3	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0	
2016												
Janvier	16 502,3	4 277,8	3 397,7	.	1 120,9	7 004,9	701,1	6 343,7	490,7	858,0	4 995,0	
Février	16 457,0	4 286,8	3 317,5	.	1 117,3	7 036,4	698,9	6 240,5	471,7	877,4	4 891,5	
Mars	16 438,9	4 243,5	3 263,2	.	1 128,3	7 096,7	707,2	6 419,6	483,4	902,0	5 034,2	
Avril	16 404,8	4 243,3	3 268,1	.	1 150,7	7 042,5	700,2	6 462,3	505,5	917,5	5 039,4	
Mai	16 525,9	4 262,2	3 279,1	.	1 176,3	7 106,6	701,6	6 552,4	491,5	923,2	5 137,7	
Juin	16 550,7	4 258,9	3 264,4	.	1 163,6	7 156,4	707,3	6 204,6	395,0	861,7	4 948,0	
Taux de croissance												
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2	
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7	
2015	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016												
Janvier	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,7	1,0	3,3	1,5	0,7	
Février	-0,7	-7,1	1,2	.	2,8	2,0	-0,4	1,0	3,3	1,2	0,7	
Mars	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,3	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6	
Avril	-0,9	-6,8	-0,3	.	4,0	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,8	0,6	
Mai	-0,7	-5,9	-0,9	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,6	0,6	
Juin	-0,2	-4,6	-1,8	.	6,0	2,2	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6	

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
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8
2015 T3	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,5
T4	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,3
2016 T1	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1
T2	94,9	90,3	91,5	.	.	.	110,8	90,4
2016 Mars	94,1	89,5	90,8	—	—	—	110,0	89,9
Avril	94,8	90,1	91,4	—	—	—	110,6	90,2
Mai	95,1	90,5	91,7	—	—	—	111,1	90,7
Juin	94,7	90,2	91,3	—	—	—	110,5	90,3
Juillet	94,9	90,3	91,6	—	—	—	110,2	89,8
Août	95,2	90,6	92,0	—	—	—	110,6	90,1
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2016 Août	0,3	0,3	0,4	—	—	—	0,4	0,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2016 Août	2,3	1,8	2,4	—	—	—	2,4	1,3

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
2013	8 165	7 579	25 980	7 458	296 873	129 663	4 197	0 849	4 4190	8 652	1 231	1 328
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
2015 T3	7 008	7 578	27 075	7 462	312 095	135 863	4 188	0 717	4 4290	9 429	1 072	1 112
T4	7 000	7 623	27 057	7 460	312 652	132 952	4 264	0 722	4 4573	9 302	1 085	1 095
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
2016 Mars	7 222	7 559	27 051	7 457	311 154	125 385	4 293	0 780	4 4666	9 285	1 092	1 110
Avril	7 346	7 495	27 031	7 443	311 462	124 287	4 311	0 792	4 4724	9 203	1 093	1 134
Mai	7 386	7 498	27 026	7 439	314 581	123 214	4 404	0 778	4 4991	9 295	1 106	1 131
Juin	7 402	7 520	27 061	7 437	313 984	118 453	4 400	0 790	4 5230	9 334	1 089	1 123
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
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2016 Août	0,8	-0,1	-0,1	0,0	-1,3	-1,5	-2,2	1,7	-0,6	0,2	0,1	1,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2016 Août	5,5	-0,9	-0,1	-0,3	-0,5	-17,2	2,5	19,7	0,8	-0,3	1,0	0,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2015	T2	22 097,0	23 303,8	-1 206,8	9 376,5	7 521,5	7 195,1	10 684,5	-29,3	4 896,2	5 097,9	658,5	13 264,2
	T3	21 671,7	22 842,6	-1 170,9	9 391,6	7 625,3	6 854,1	10 158,7	-36,3	4 818,1	5 058,6	644,2	13 116,6
	T4	22 191,1	23 156,8	-965,7	9 747,6	7 960,0	7 178,8	10 282,5	-28,3	4 648,8	4 914,3	644,2	12 962,3
2016	T1	22 117,4	23 375,2	-1 257,7	9 683,3	8 217,7	7 097,5	10 059,8	-28,0	4 689,4	5 097,6	675,3	13 287,1
encours en pourcentage du PIB													
2016	T1	210,1	222,1	-12,0	92,0	78,1	67,4	95,6	-0,3	44,6	48,4	6,4	126,2
Flux													
2015	T3	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
	T4	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016	T1	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
	T2	311,2	162,9	148,3	68,6	19,6	141,5	-6,2	-7,5	106,5	149,6	2,2	-
2016	Janvier	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
	Février	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
	Mars	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
	Avril	185,4	142,6	42,8	19,8	11,9	73,3	-47,8	-6,1	100,0	178,5	-1,6	-
	Mai	142,0	96,3	45,7	59,7	21,1	30,5	22,9	-0,5	49,2	52,4	3,1	-
	Juin	-16,3	-76,0	59,8	-10,9	-13,3	37,6	18,6	-0,9	-42,8	-81,3	0,7	-
flux cumulés sur 12 mois													
2016	Juin	941,3	515,8	425,5	529,6	408,2	407,4	-98,8	64,1	-70,2	206,4	10,4	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2016	Juin	8,9	4,9	4,0	5,0	3,8	3,8	-0,9	0,6	-0,7	1,9	0,1	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	9 938,2	9 607,0	5 561,7	2 093,9	1 951,3	1 004,3	573,1	366,7	0,1	331,2	4 373,9	4 042,7
2014	10 127,6	9 768,4	5 634,1	2 124,5	1 991,7	1 007,4	595,7	376,3	18,1	359,2	4 533,1	4 173,9
2015	10 454,6	9 976,3	5 741,1	2 163,8	2 069,1	1 022,2	630,9	398,3	2,3	478,3	4 826,5	4 348,2
2015 T3	2 619,3	2 498,2	1 440,8	542,4	516,9	254,2	156,7	101,4	-2,0	121,1	1 210,4	1 089,3
T4	2 643,3	2 521,8	1 447,0	546,1	526,8	257,9	162,9	100,6	1,9	121,5	1 214,6	1 093,0
2016 T1	2 659,7	2 532,3	1 451,6	551,2	528,3	260,9	164,4	101,8	1,1	127,4	1 196,4	1 069,0
T2	2 674,4	2 540,7	1 459,7	553,7	528,7	.	.	.	-1,3	133,8	1 209,9	1 076,1
en pourcentage du PIB												
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,0	3,8	0,0	4,6	–	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T3	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4	1,2
T4	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7	1,4
2016 T1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	1,1	0,7	-	-	0,0	-0,1
T2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	.	.	.	-	-	1,1	0,4
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,6	-2,5	0,1	–	–	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,5	4,1	2,1	–	–	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,0	5,1	4,6	–	–	6,3	6,3
2015 T3	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	0,7	3,2	6,6	–	–	5,7	5,9
T4	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	1,8	6,1	4,1	–	–	4,8	5,8
2016 T1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,3	5,1	3,6	–	–	2,3	3,2
T2	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	.	.	.	–	–	2,2	2,8
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2015 T3	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	–	–
T4	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	–	–
2016 T1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	–	–
T2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	.	.	.	-0,2	0,4	–	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	–	–
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	–	–
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	–	–
2015 T3	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	–	–
T4	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	–	–
2016 T1	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	–	–
T2	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	.	.	.	0,0	-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	8 933,9	156,5	1 736,6	459,1	1 680,3	409,1	445,7	1 035,5	945,7	1 748,8	316,5	1 004,3
2014	9 094,9	150,3	1 768,0	462,7	1 719,1	415,3	459,4	1 047,2	971,2	1 778,7	323,0	1 032,7
2015	9 383,2	149,7	1 868,4	470,4	1 781,2	429,1	455,6	1 068,8	1 011,8	1 817,9	330,3	1 071,4
2015 T3	2 348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8	270,7
T4	2 370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6	272,6
2016 T1	2 386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6	272,8
T2	2 400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0	274,4
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T3	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,2
T4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	1,3
2016 T1	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8	0,1
T2	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,1
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0	-1,1
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9	0,8
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9	2,8
2015 T3	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8	3,0
T4	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3	3,1
2016 T1	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8	2,8
T2	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1	1,7
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2015 T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T4	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 T1	0,6	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	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 T3	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
T4	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 T1	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
T2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	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													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 T2	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
T3	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
T4	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 T1	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 T2	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
T3	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
T4	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 T1	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 T2	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
T3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
T4	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 T1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2013														
	100,0				81,3				18,7		53,6		46,4	
2013	159,334	4,6	19,227	12,0	5,9	15,629	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,641	11,6	6,1	15,221	10,4	3,420	23,7	9,936	11,5	8,705	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,451	10,9	5,6	14,301	9,8	3,150	22,3	9,259	10,7	8,192	11,0	1,6
2015 T3	160,589	4,4	17,212	10,7	5,3	14,094	9,6	3,118	22,2	9,138	10,6	8,074	10,9	1,5
T4	161,081	4,5	16,917	10,5	5,4	13,836	9,4	3,080	22,0	8,948	10,3	7,969	10,7	1,6
2016 T1	161,003	4,5	16,645	10,3	5,2	13,624	9,2	3,020	21,6	8,733	10,1	7,912	10,6	1,7
T2	.	.	16,356	10,1	.	13,375	9,1	2,980	21,1	8,503	9,8	7,853	10,5	.
2016 Février	—	—	16,702	10,4	—	13,664	9,3	3,038	21,7	8,767	10,1	7,936	10,6	—
Mars	—	—	16,482	10,2	—	13,496	9,2	2,986	21,3	8,631	9,9	7,851	10,5	—
Avril	—	—	16,392	10,1	—	13,407	9,1	2,985	21,1	8,531	9,8	7,861	10,5	—
Mai	—	—	16,326	10,1	—	13,342	9,0	2,983	21,1	8,478	9,8	7,848	10,5	—
Juin	—	—	16,350	10,1	—	13,377	9,1	2,973	21,1	8,500	9,8	7,850	10,5	—
Juillet	—	—	16,307	10,1	—	13,339	9,0	2,969	21,1	8,466	9,7	7,841	10,5	—

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													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,5	2,7	1,7	3,6	2,2	8,8
2015 T3	2,5	2,8	1,0	4,4	3,1	0,9	-1,1	2,9	3,3	2,6	4,1	2,5	9,4
T4	1,8	2,3	1,6	3,4	1,9	-1,9	0,7	2,5	2,5	1,2	3,4	1,8	10,0
2016 T1	1,2	1,9	1,8	2,9	1,0	-3,5	2,7	0,5	2,1	1,8	2,6	0,9	9,5
T2	0,8	1,0	0,9	1,2	0,9	-0,8	-0,1	-3,4	1,5	0,7	2,2	1,8	8,5
2016 Février	0,6	1,7	2,3	2,5	0,7	-6,7	3,7	0,8	2,6	2,6	3,1	1,1	10,4
Mars	-0,2	-0,2	0,6	0,9	-3,2	-0,4	-0,2	-0,7	1,6	1,5	1,5	1,9	7,7
Avril	1,9	2,0	1,4	3,0	1,5	2,0	-0,9	-2,7	1,3	0,3	2,1	2,1	8,5
Mai	0,3	0,3	0,8	-0,4	0,3	-1,2	-0,4	-2,3	1,5	0,8	1,8	3,5	10,4
Juin	0,4	0,7	0,4	1,1	0,9	-3,5	0,6	-5,3	1,7	0,9	2,8	-0,1	6,9
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	2,9	1,8	3,2	2,2	.
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Février	-1,3	-1,2	0,0	-1,8	-2,1	-1,8	-0,6	-0,6	0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,5
Mars	-0,9	-1,4	-1,0	-1,2	-3,0	3,2	-1,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,3	-1,5
Avril	1,2	1,3	0,4	2,0	2,7	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,7	0,6	0,9
Mai	-1,2	-1,1	-0,3	-2,3	-0,6	-2,6	0,0	-0,1	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,4
Juin	0,6	0,8	-0,2	1,3	0,8	-0,6	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	0,7	-3,2	-1,0
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,1	0,4	1,8	.

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur 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	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
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
2015 T3	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
T4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
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
2016 Mars	103,0	-4,1	—	-9,7	-20,4	1,8	9,8	—	51,6	53,1	53,1	53,1
Avril	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,6	-3,7	—	-7,0	-17,7	3,3	11,3	—	51,5	52,4	53,3	53,1
Juin	104,4	-2,8	—	-7,2	-18,2	0,8	10,9	—	52,8	53,9	52,8	53,1
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	-4,4	—	-8,5	-16,1	-1,0	10,0	—	51,7	53,3	52,8	52,9

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
2012	12,3	96,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,0	1,6	-6,5	1,3
2013	12,5	95,4	-0,5	1,2	-4,5	0,6	-1,9	32,6	4,0	130,0	2,4	-0,8	1,1
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	1,8	2,7	1,1	32,8	4,8	131,1	1,7	3,5	0,9
2015 T2	12,5	94,2	1,8	1,9	0,2	2,9	1,7	33,5	5,5	134,7	2,5	5,4	1,4
T3	12,4	94,2	1,6	2,0	1,6	2,7	2,2	33,6	5,7	133,4	2,8	2,1	1,7
T4	12,5	94,0	2,3	2,2	3,8	3,5	2,9	33,9	5,8	133,3	3,5	7,2	2,0
2016 T1	12,5	93,3	2,0	2,0	4,5	2,4	3,7	33,6	5,6	133,1	3,5	5,2	2,0

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	T3	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
	T4	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016	T1	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
	T2	867,9	771,3	96,5	513,9	416,5	186,9	168,7	141,7	132,0	25,3	54,1	7,3	6,0
2016	Janvier	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
	Février	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
	Mars	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
	Avril	293,6	257,1	36,5	172,8	139,4	62,3	55,9	50,0	43,4	8,5	18,4	2,1	1,9
	Mai	289,1	257,3	31,8	170,5	139,4	62,7	56,2	47,1	44,0	8,7	17,6	1,9	1,9
	Juin	285,1	256,9	28,2	170,6	137,6	61,9	56,6	44,6	44,5	8,1	18,2	3,2	2,2
flux cumulés sur 12 mois														
2016	Juin	3 544,7	3 196,9	347,8	2 079,2	1 710,8	767,7	705,2	597,2	556,8	100,6	224,0	43,0	31,1
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2016	Juin	33,5	30,2	3,3	19,6	16,1	7,2	6,7	5,6	5,3	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 :		
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T3	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	152,9	423,5	444,5	252,4	70,7	112,6	317,7	50,3
	T4	3,6	2,2	509,1	236,7	105,6	153,7	426,3	443,3	246,8	73,1	114,3	324,4	44,6
2016	T1	-1,1	-2,6	502,5	233,5	104,0	151,1	422,0	437,4	240,9	71,3	116,4	325,8	37,3
	T2	-0,4	-4,2	501,3	.	.	.	431,1	428,0	.	.	.	322,0	.
2016	Janvier	-2,1	-0,9	167,4	78,1	34,2	50,6	141,1	147,0	81,5	23,3	38,9	109,6	12,6
	Février	1,2	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,0	80,4	24,0	39,0	110,0	12,1
	Mars	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,8	50,1	140,8	143,4	79,0	23,9	38,5	106,1	12,6
	Avril	-0,9	-5,3	168,7	77,7	35,7	51,0	146,1	143,4	78,1	23,9	38,4	109,1	13,3
	Mai	2,0	-2,2	165,8	75,8	34,7	50,6	140,9	141,2	77,9	22,6	38,0	105,7	14,2
	Juin	-2,2	-5,0	166,7	.	.	.	144,1	143,3	.	.	.	107,2	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T3	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,6	116,9	105,9	105,3	106,1	106,4	107,9	98,6
	T4	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,5	117,4	107,3	107,3	107,2	107,7	110,1	101,3
2016	T1	-1,1	2,4	118,4	116,0	117,3	121,7	117,0	109,7	110,8	105,4	109,6	111,1	110,6
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015	Décembre	0,8	4,4	119,0	116,2	118,4	123,6	116,6	107,7	108,3	102,0	109,3	108,9	106,8
2016	Janvier	-3,7	1,2	117,9	115,8	115,6	121,8	116,8	109,8	111,2	104,1	108,9	111,5	110,8
	Février	1,2	7,0	118,2	116,6	115,2	121,7	116,7	110,7	111,5	106,4	109,8	112,3	114,2
	Mars	-0,9	-0,7	119,1	115,7	121,1	121,4	117,5	108,6	109,6	105,8	110,0	109,4	106,7
	Avril	1,4	3,0	119,4	115,5	121,2	124,1	121,9	107,8	106,8	105,9	109,6	112,6	104,7
	Mai	4,9	6,8	117,1	112,6	117,3	122,5	117,5	106,0	105,9	100,2	110,0	109,9	100,9

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
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
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
2015 T3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-2,5	0,3	0,0	0,9
T4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 T1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
T2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,1
2016 Mars	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4
Avril	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1
Mai	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1
Juin	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,3
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	0,4
Août ³⁾	100,2	0,2	0,8	.	1,1	0,0	0,1	0,6	0,0	-1,1	0,0	.	.

	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
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
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
2015 T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	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
2016 Mars	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
Avril	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
Mai	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
Juin	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3
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 ³⁾	1,3	0,5	2,5	.	0,3	-5,7	.	.	.	.	.	.

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/Eurosystème_et_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.pdf).

3) Estimation basée sur des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur des informations rapides relatives aux prix de l'énergie.

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel 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	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,5
2015 T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,6	3,2
T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,3	2,2	4,7
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,2	2,9	.
T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,8	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,6	.	.	.
2016 Février	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	—	—	—
Mars	100,6	-4,1	-3,1	-1,2	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	—	—	—
Avril	100,2	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	—	—	—
Mai	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	—	—	—
Juin	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,6	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,6	—	—	—
Juillet	101,7	-2,8	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,2	-0,3	0,0	-8,4	—	—	—

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

1) 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
En % du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 T3	105,9	1,2	0,1	0,2	0,4	0,7	0,1	-2,3	46,1	-2,5	4,2	-9,3	0,0	5,9	-7,8
T4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 T1	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
T2	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
2016 Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	-11,0	-8,4	-13,9	-12,5	-11,7	-13,7
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	42,3	0,3	-1,9	2,9	-5,2	-10,4	2,8

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Thomson Reuters (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
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
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
2015 T3	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
T4	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	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
2016 Mars	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
Avril	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
Mai	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
Juin	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
Juillet	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
Août	-0,8	1,3	4,2	-7,6	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5

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	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 T3	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,6
T4	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 T1	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4
T2	.	.	.	.	.	.	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	-2,2	2,2	0,9	0,6	-0,4	0,7	-2,8	1,4	1,7	2,8
2014	104,6	0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,4	-0,3	1,9	1,1	1,7	1,4	0,8
2015	104,9	0,3	0,9	-1,7	0,5	0,6	0,6	0,4	3,5	1,8	0,9	1,2
2015 T2	104,8	0,4	1,3	-1,0	1,1	0,2	0,9	0,1	3,3	1,3	0,8	1,5
T3	105,0	0,4	1,4	-1,8	0,5	0,7	1,2	0,9	3,7	2,1	0,9	1,3
T4	105,4	0,6	0,9	-1,8	-0,4	1,6	1,7	0,9	4,0	1,8	1,2	1,2
2016 T1	105,4	0,9	1,6	0,6	-0,3	1,1	0,1	1,6	2,5	1,8	1,2	1,1
Rémunération par tête												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 T2	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
T3	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
T4	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 T1	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Productivité par personne employée												
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,4	0,3	1,2	1,1	2,9	-0,1	-0,1	-0,8
2014	101,9	0,5	0,8	2,2	1,0	0,6	2,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
2015	102,9	1,0	0,1	3,5	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,5	-0,2	0,2	0,1
2015 T2	102,8	1,0	-0,9	3,1	-0,3	1,3	1,9	0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0
T3	102,9	0,9	-0,9	3,4	0,8	0,7	1,2	-0,3	-0,7	-0,3	0,1	0,2
T4	103,0	0,7	0,9	3,1	1,5	0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	-0,1
2016 T1	103,2	0,3	0,1	0,7	1,9	0,4	-0,2	0,2	-0,9	-0,4	0,1	-0,1
Rémunération par heure travaillée												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 T2	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
T3	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
T4	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 T1	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Productivité horaire du travail												
2013	103,5	1,2	4,5	0,6	2,0	1,1	1,6	1,6	4,3	1,1	0,5	0,5
2014	104,0	0,5	2,3	1,8	0,9	0,8	2,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,4
2015	104,8	0,8	-0,8	3,0	-0,2	1,0	0,8	0,2	-0,9	-0,4	0,0	-0,1
2015 T2	104,8	0,8	-1,3	2,4	-0,8	1,7	0,8	0,6	-1,6	-0,2	0,1	0,0
T3	104,7	0,6	-1,6	2,8	0,1	1,0	-0,2	-0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,1
T4	104,7	0,4	-0,4	2,3	0,4	0,2	-0,3	-0,6	0,2	-0,5	0,1	-0,2
2016 T1	105,0	0,1	-1,5	0,5	1,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,5	-1,0	0,2	0,8

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			Pensions	Parts de fonds d'investis- sement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2013		909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014		968,5	4 981,3	5 949,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10 350,5
2015		1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2015	T3	1 028,2	5 434,8	6 463,0	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 076,7	98,4	452,8	75,0	626,2	10 703,0
	T4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016	T1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,6	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
	T2	1 053,4	5 812,9	6 866,3	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11 114,8
2016	Février	1 046,9	5 669,4	6 716,2	1 430,2	2 165,1	3 595,2	10 311,4	92,6	468,1	88,9	649,5	10 960,9
	Mars	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,6	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
	Avril	1 047,5	5 747,8	6 795,4	1 408,6	2 162,6	3 571,2	10 366,6	88,4	470,4	98,4	657,2	11 023,7
	Mai	1 051,2	5 789,7	6 840,9	1 407,5	2 172,2	3 579,7	10 420,6	88,3	474,7	88,6	651,5	11 072,1
	Juin	1 053,4	5 812,9	6 866,3	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,7	657,6	11 114,8
	Juillet ^(p)	1 056,2	5 869,8	6 926,0	1 406,7	2 174,6	3 581,3	10 507,3	82,4	486,6	98,1	667,1	11 174,4
	Flux												
2013		45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014		58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,5	24,4	374,2
2015		64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015	T3	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	10,2	18,3	-18,5	10,0	122,7
	T4	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-21,5	21,4	-2,5	-2,6	124,4
2016	T1	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,4
	T2	1,8	92,9	94,7	-12,2	10,1	-2,1	92,6	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,3
2016	Février	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	9,1	9,5	45,0
	Mars	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	49,9
	Avril	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
	Mai	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,6	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
	Juin	2,2	23,9	26,1	9,1	1,6	10,8	36,8	-5,0	6,5	2,2	3,7	40,6
	Juillet ^(p)	2,9	56,3	59,2	-9,9	1,0	-9,0	50,2	-0,9	5,1	4,9	9,1	59,3
Taux de croissance													
2013		5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014		6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,4	3,9	3,8
2015		6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015	T3	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-23,0	9,0	-1,0	0,6	4,7
	T4	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,3	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016	T1	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
	T2	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016	Février	5,7	11,1	10,2	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-27,1	7,6	-10,2	-1,8	5,0
	Mars	5,9	11,0	10,2	-6,8	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
	Avril	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
	Mai	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
	Juin	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
	Juillet ^(p)	3,5	9,3	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,8	-16,9	8,1	14,8	4,9	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	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 842,1	1 346,8	365,3	111,6	18,4	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1 927,1	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 T3	1 910,3	1 460,7	324,0	115,8	9,9	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,9	218,1	356,2
T4	1 986,2	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 T1	2 011,3	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
T2	1 976,7	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 Février	1 986,2	1 530,6	320,7	116,0	9,4	5 795,2	3 102,9	693,4	1 996,0	2,9	979,7	232,1	373,5
Mars	2 009,0	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,4	220,2	374,8
Avril	2 010,9	1 561,8	322,9	115,7	8,6	5 849,1	3 158,9	692,9	1 994,0	3,3	958,0	213,8	377,5
Mai	2 011,3	1 567,7	318,9	116,4	7,9	5 878,4	3 184,6	691,1	1 999,0	3,7	975,7	214,7	378,0
Juin	2 032,6	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
Juillet ^(p)	2 011,3	1 593,6	312,5	118,0	8,5	5 931,0	3 240,8	685,5	2 001,8	2,8	969,3	215,5	385,1
Flux													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 T3	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	12,7	-10,1	13,4
T4	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,1	4,0	6,1
2016 T1	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
T2	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,3	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,2	-10,1	0,9
2016 Février	10,6	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7
Mars	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,9	-11,4	0,9
Avril	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
Mai	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
Juin	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,3	-4,3	-2,1
Juillet ^(p)	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	22,0	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	9,2
Taux de croissance													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 T3	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,1	-4,9	5,8
T4	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 T1	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
T2	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 Février	6,4	10,3	-7,4	4,6	-28,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	7,0	1,8	7,8
Mars	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
Avril	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
Mai	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
Juin	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
Juillet ^(p)	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	10,8

Source : BCE.

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

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

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

4) 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	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 973,3	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014	3 608,3	1 132,4	2 473,8	12 590,7	10 538,6	10 817,3	4 300,6	5 200,4	908,6	129,0	1 277,4	774,8
2015	3 896,5	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,0	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2015 T3	3 819,0	1 127,6	2 689,0	12 661,3	10 573,0	10 860,7	4 284,4	5 277,6	889,7	121,3	1 310,9	777,4
	3 896,5	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,0	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2016 T1	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,4	4 287,3	5 338,5	906,5	108,6	1 312,3	751,4
	4 194,6	1 112,4	3 069,0	12 739,4	10 640,9	10 944,8	4 300,5	5 349,8	887,2	103,4	1 347,3	751,2
2016 Février	4 007,1	1 117,3	2 887,4	12 726,8	10 657,0	10 921,4	4 301,9	5 330,2	898,6	126,4	1 308,9	760,9
	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,4	4 287,3	5 338,5	906,5	108,6	1 312,3	751,4
	4 096,3	1 125,7	2 957,4	12 704,2	10 638,3	10 905,7	4 290,1	5 343,7	890,9	113,6	1 317,9	747,9
	4 146,7	1 127,2	3 006,5	12 742,1	10 655,6	10 930,4	4 307,7	5 346,8	889,8	111,2	1 330,5	756,1
	4 194,6	1 112,4	3 069,0	12 739,4	10 640,9	10 944,8	4 300,5	5 349,8	887,2	103,4	1 347,3	751,2
	4 257,6	1 109,1	3 135,4	12 797,5	10 668,7	10 975,1	4 304,9	5 356,1	897,3	110,3	1 365,5	763,3
Flux												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,5	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3
2015 T3	112,6	-10,2	122,7	58,7	-4,1	21,2	-4,3	24,7	-10,0	-14,4	64,4	-1,6
	73,5	-16,3	89,8	6,7	22,3	30,6	-1,6	22,7	-1,2	2,4	-22,4	6,8
2016 T1	125,8	5,4	120,4	64,7	81,4	50,9	35,8	36,1	24,4	-14,9	14,2	-30,9
	123,8	-10,6	134,4	59,7	21,9	57,6	23,6	16,7	-13,2	-5,2	35,8	2,0
2016 Février	36,2	0,0	36,1	45,0	44,7	31,0	15,6	18,4	9,9	0,8	3,9	-3,6
	28,5	0,3	28,3	-5,1	2,3	0,9	-2,0	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7
	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3
	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0
	37,2	-15,2	52,4	15,1	-1,7	28,9	0,9	7,2	-2,1	-7,8	19,6	-2,7
	54,4	-3,3	57,7	61,8	35,1	37,4	10,5	7,0	10,9	6,8	16,2	10,6
Taux de croissance												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2015 T3	7,2	0,5	10,2	0,6	0,5	0,4	-0,3	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2016 T1	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 Février	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	1,1	0,7	2,2	-1,3	-7,0	3,1	-1,6
	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5
	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4
	11,7	-2,8	18,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
	12,3	-2,7	18,8	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,7	-2,7

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	4 353,6	4 450,2	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,8	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 300,6	4 255,9	1 109,9	720,6	2 470,2	5 200,4	5 546,2	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 272,8	4 256,8	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,8	595,6	3 948,0	763,6
2015 T3	4 284,4	4 251,9	1 067,7	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,7	582,4	3 926,5	768,7
T4	4 272,8	4 256,8	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,8	595,6	3 948,0	763,6
2016 T1	4 287,3	4 262,0	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,6	603,4	3 972,9	762,2
T2	4 300,5	4 279,9	1 041,8	774,4	2 484,3	5 349,8	5 684,2	604,2	3 987,0	758,6
2016 Février	4 301,9	4 272,8	1 049,5	774,5	2 477,9	5 330,2	5 652,5	601,4	3 966,8	761,9
Mars	4 287,3	4 262,0	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,6	603,4	3 972,9	762,2
Avril	4 290,1	4 264,4	1 043,5	772,7	2 473,9	5 343,7	5 665,2	604,6	3 979,9	759,2
Mai	4 307,7	4 279,9	1 051,4	771,7	2 484,7	5 346,8	5 673,0	601,8	3 986,1	758,9
Juin	4 300,5	4 279,9	1 041,8	774,4	2 484,3	5 349,8	5 684,2	604,2	3 987,0	758,6
Juillet ^(p)	4 304,9	4 286,6	1 034,4	780,7	2 489,8	5 356,1	5 691,9	604,4	3 995,2	756,5
Flux										
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,3	21,7	80,0	-3,6
2015 T3	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,8	5,2	19,8	-0,3
T4	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 T1	35,8	28,7	15,3	13,0	7,4	36,1	22,8	9,1	27,0	0,1
T2	23,6	25,2	1,3	8,4	13,9	16,7	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 Février	15,6	16,7	1,7	10,5	3,5	18,4	8,3	5,1	13,3	0,0
Mars	-2,0	-1,7	0,2	-3,8	1,5	11,2	8,1	2,7	7,4	1,0
Avril	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,1	-2,1
Mai	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
Juin	0,9	7,6	-5,6	4,3	2,3	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
Juillet ^(p)	10,5	11,8	-4,4	7,8	7,0	7,0	9,0	0,2	8,4	-1,6
Taux de croissance										
2013	-2,9	-3,2	-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	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 T3	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
T4	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
T2	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 Février	0,7	1,3	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
Mars	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Avril	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,7
Mai	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
Juin	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Juillet ^(p)	1,3	1,9	-2,8	6,3	1,7	2,0	1,8	3,3	2,3	-0,5

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	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,1	2 248,9	92,2	2 381,1	2 465,9	1 379,3	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7 066,2	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,1	1 326,6	280,1	205,9	135,6
2015 T3	287,6	7 100,9	2 223,8	83,7	2 263,6	2 529,9	1 357,4	253,8	213,6	140,8
T4	278,6	7 066,2	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,1	1 326,6	280,1	205,9	135,6
2016 T1	318,8	7 027,2	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,7	1 281,5	307,7	247,1	152,1
T2	323,5	7 075,8	2 162,4	74,6	2 176,2	2 662,5	1 285,8	294,4	238,0	144,0
2016 Février	294,6	7 073,7	2 185,8	77,6	2 193,4	2 616,9	1 290,0	305,4	246,6	142,5
Mars	318,8	7 027,2	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,7	1 281,5	307,7	247,1	152,1
Avril	316,8	7 049,7	2 184,2	75,4	2 173,2	2 616,9	1 275,6	314,3	237,0	140,0
Mai	292,1	7 057,4	2 182,6	75,3	2 186,0	2 613,5	1 239,4	293,4	226,9	138,6
Juin	323,5	7 075,8	2 162,4	74,6	2 176,2	2 662,5	1 285,8	294,4	238,0	144,0
Juillet ^(p)	331,2	7 053,8	2 154,4	73,9	2 148,7	2 676,8	1 216,4	288,0	212,9	128,2
Flux										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8
2015	7,8	-218,1	-104,0	-13,5	-202,9	102,2	-97,6	-11,5	21,4	-4,0
2015 T3	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-16,3	-8,3
T4	-11,7	-58,1	-47,5	-3,9	-42,5	35,7	-36,7	11,1	-7,7	-5,2
2016 T1	40,1	-62,4	1,4	-2,9	-49,9	-10,9	-70,4	33,0	41,3	17,3
T2	4,3	-6,4	-23,3	-1,6	-11,1	29,7	-60,6	-15,7	-9,2	-8,1
2016 Février	-11,4	-13,6	11,9	-1,0	-30,8	6,4	-73,6	12,4	31,6	0,9
Mars	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,3	0,7	9,5
Avril	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,7	-23,0	-0,6	-10,1	-12,0
Mai	-24,9	5,9	-2,7	-0,1	2,3	6,4	-26,4	-22,2	-10,2	-1,5
Juin	31,4	-23,7	-21,9	-0,6	-9,7	8,5	-11,2	7,1	11,1	5,4
Juillet ^(p)	7,7	-27,3	-8,0	-0,7	-21,9	3,2	-73,5	-3,0	-25,1	-15,8
Taux de croissance										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	—	—	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	—	—	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	—	—	11,6	-2,9
2015 T3	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	—	—	30,5	15,7
T4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	—	—	11,6	-2,9
2016 T1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	—	—	3,7	-5,9
T2	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	—	—	3,5	-2,9
2016 Février	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	—	—	7,3	-3,2
Mars	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	—	—	3,7	-5,9
Avril	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	—	—	11,0	3,2
Mai	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	—	—	0,5	-2,9
Juin	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	—	—	3,5	-2,9
Juillet ^(p)	29,2	-2,6	-3,6	-13,1	-7,0	2,6	—	—	1,8	-10,6

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	-3,7	-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	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 T2	-2,4	.	.	.	.	0,1
T3	-2,2	.	.	.	.	0,3
T4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4

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	5,4	3,0	22,6	4,5	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1	
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0	
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9	
2015	T2	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
	T3	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8
	T4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9
2016	T1	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9

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	
	IFM				8		9	10	11	12	13			14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 T2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 T1	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 T2	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
T3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,6
T4	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	1,3
2016 T1	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	1,5

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

		Service de la dette dû dans l'année ²⁾				Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾							
		Total	Principal		Intérêts		Encours					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	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015		14,9	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	T2	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
	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	14,9	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	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2016	Février	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
	Mars	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
	Avril	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
	Mai	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
	Juin	15,4	13,6	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
	Juillet	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	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 ¹⁾	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0
2015 T2	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4
T3	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9
T4	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0
2016 T1	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1
Dette des administrations publiques									
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9
2015 T2	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7
T3	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2
T4	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9
2016 T1	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3

	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	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 T2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
T3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-2,9
T4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2016 T1	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8	-2,3
Dette des administrations publiques										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 T2	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7	62,0
T3	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9	60,6
T4	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	62,6
2016 T1	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2	63,6

Source : Eurostat.

1) Des différences peuvent être constatées entre les ratios trimestriels et annuels en raison des données historiques.

Pour plus d'informations, cf. la note explicative d'Eurostat (http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf).

© Banque centrale européenne, 2016

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 et la Banque nationale de Belgique).

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 7 septembre 2016.

ISSN 2363-3425 (epub)

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-E (epub)

Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général