



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 8 / 2016



# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	17
4 Prix et coûts	23
5 Monnaie et crédit	28
6 Évolutions budgétaires	35
<b>Encadrés</b>	<b>38</b>
1 Impact sur le marché du pétrole de l'accord conclu par l'OPEP en novembre 2016	38
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 juillet au 25 octobre 2016	41
3 Indicateurs structurels du climat des affaires dans la zone euro	46
4 Évaluation de l'impact des coûts du logement sur la hausse de l'IPCH	51
5 Examen des projets de plans budgétaires pour 2017 et situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble	56
<b>Articles</b>	<b>61</b>
1 L'impact de l'incertitude sur l'activité dans la zone euro	61
2 Le bilan des réformes des marchés de produits dérivés de gré à gré : objectifs, progrès et lacunes	84
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Lors de sa réunion de politique monétaire du 8 décembre 2016, dans le cadre de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des perspectives économiques et d'inflation ainsi que de l'orientation de la politique monétaire.**

L'évaluation a confirmé la nécessité d'étendre le programme d'achats d'actifs au-delà de mars 2017 afin de maintenir le soutien monétaire très significatif qui est indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

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

**L'activité mondiale s'est améliorée au second semestre de l'année et devrait continuer de s'affermir, bien qu'à un rythme inférieur à celui d'avant la crise.**

Le maintien de politiques accommodantes et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail ont soutenu l'activité aux États-Unis, mais l'incertitude entourant les perspectives dans ce pays et à l'échelle mondiale s'est accrue depuis l'élection américaine. Au Japon, le rythme d'expansion devrait rester modéré, tandis que les perspectives de croissance à moyen terme du Royaume-Uni devraient être freinées par le regain d'incertitude lié aux futures relations du pays avec l'UE. En outre, même si le ralentissement graduel actuel de la croissance chinoise est susceptible de peser sur d'autres économies de marché émergentes, l'atténuation progressive des profondes récessions dans certains des plus grands pays exportateurs de matières premières soutient de plus en plus la croissance mondiale. Les prix du pétrole ont augmenté à la suite de l'accord conclu par l'OPEP le 30 novembre et les effets des baisses antérieures des cours sur l'inflation mondiale totale s'atténuent lentement. Toutefois, le volant encore important de capacités de production inutilisées au plan mondial freine l'inflation sous-jacente.

**Les rendements souverains de la zone euro ont augmenté récemment et la pente de la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est accentuée.**

L'augmentation des rendements nominaux observée depuis début octobre reflète en partie la tendance mondiale à la hausse des taux d'intérêt à long terme, l'augmentation la plus prononcée ayant été observée aux États-Unis. La hausse des rendements nominaux s'est traduite par une augmentation du niveau et de la pente de la courbe des taux anticipés de l'Eonia. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont faiblement augmenté, mais demeurent inférieurs à ceux constatés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a été annoncé. Tandis que les cours boursiers ont globalement légèrement augmenté dans la zone euro, les actions bancaires ont affiché des résultats supérieurs à l'indice large.

**La reprise économique se poursuit dans la zone euro.** Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2016, après avoir enregistré une croissance comparable au deuxième trimestre. Les données devenues disponibles, en particulier les résultats des enquêtes, indiquent une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2016.

**Par la suite, le Conseil des gouverneurs s'attend à ce que l'expansion économique se poursuive à un rythme modéré, mais devenant plus soutenu.**

Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle soutiennent la demande intérieure et ont facilité le désendettement. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. Dans le même temps, des signes montrent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs.

**Les projections macroéconomiques de décembre 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019.** Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

**Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est poursuivie, pour s'établir à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre.** Cette évolution traduit dans une large mesure l'augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent.

**Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait continuer de s'accélérer sensiblement au tournant de l'année,** pour atteindre des taux supérieurs à 1 %, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives, les taux d'inflation devraient poursuivre leur hausse en 2018 et 2019.

**Les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.** Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'inflation totale mesurée par l'IPCH demeurent dans l'ensemble inchangées.

### **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.**

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée stable au troisième trimestre 2016 mais s'est légèrement ralentie en octobre. Dans le même temps, la croissance des prêts au secteur privé s'est accélérée en octobre. Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la croissance de la monnaie et du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables, ce qui a entraîné une baisse des taux débiteurs et une amélioration de l'offre de crédit, contribuant ainsi au redressement progressif de la dynamique des prêts. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des sociétés non financières a continué de se renforcer au troisième trimestre 2016.

## **Les décisions de politique monétaire**

### **Dans le contexte de la poursuite de son objectif de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes :**

- En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème continuera d'effectuer des achats au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient se poursuivre à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, entre-temps, les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs envisage d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP.
- Afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse des achats d'actifs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajuster les paramètres de l'APP à compter de janvier 2017 de la manière suivante. Premièrement, la gamme d'échéances du programme d'achats de titres du secteur public sera élargie à travers la réduction de la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an. Deuxièmement, les achats, dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE seront autorisés dans la mesure nécessaire.
- Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été laissés inchangés et le Conseil des gouverneurs continue de penser qu'ils devraient rester à leurs niveaux

actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

**L'extension de l'APP a été calibrée afin de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.** Elle garantit, avec le volume important des achats passés et les réinvestissements à venir, que les conditions financières au sein de la zone euro demeurent très favorables, ce qui reste crucial en vue d'atteindre l'objectif de la BCE. L'extension des achats de l'Eurosystème sur un horizon plus long, notamment, permet une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien de la BCE. Ce calibrage reflète la reprise modérée mais en phase de raffermissement de l'économie de la zone euro ainsi que des tensions inflationnistes sous-jacentes toujours faibles. Le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et agira, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

# 1 Environnement extérieur

*L'activité mondiale s'est améliorée au second semestre de cette année et devrait continuer de se renforcer, tout en restant inférieure à son rythme d'avant la crise. L'inflation mondiale est encore modérée par les effets des baisses passées des prix du pétrole, et les importantes capacités de production inutilisées au plan mondial devraient peser sur l'inflation sous-jacente à moyen terme.*

## Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

**L'activité mondiale s'est améliorée au second semestre de cette année.** Les données publiées au cours des derniers mois suggèrent une expansion relativement stable dans les économies avancées et une légère amélioration dans les économies émergentes (EME). Les perspectives d'évolution de l'activité mondiale à moyen terme demeurent celles d'un renforcement continu de la croissance, qui devrait toutefois être inférieure à son rythme d'avant la crise. Les perspectives mondiales continuent d'être assombries par plusieurs facteurs, notamment l'effet défavorable des faibles cours des matières premières sur les pays exportateurs, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise et la hausse de l'incertitude aux États-Unis.

**Les marchés financiers font preuve d'une bonne résistance dans les économies avancées, tandis que des signes de tensions semblent apparaître dans certaines EME.** Les rendements des obligations à long terme aux États-Unis ont sensiblement augmenté, en partie en raison des anticipations par le marché d'une hausse de l'inflation liée à une éventuelle relance budgétaire. La volatilité sur les marchés boursiers a diminué au cours des dernières semaines et les marchés boursiers des économies avancées se sont légèrement renforcés. Les économies de marché émergentes ont bénéficié d'une amélioration des conditions de financement lors des trimestres récents, mais depuis l'élection de novembre aux États-Unis, le retour des flux de capitaux vers ces économies a commencé à s'atténuer, les écarts de rendement des emprunts publics des EME ont augmenté et les tensions sur leurs monnaies se sont intensifiées.

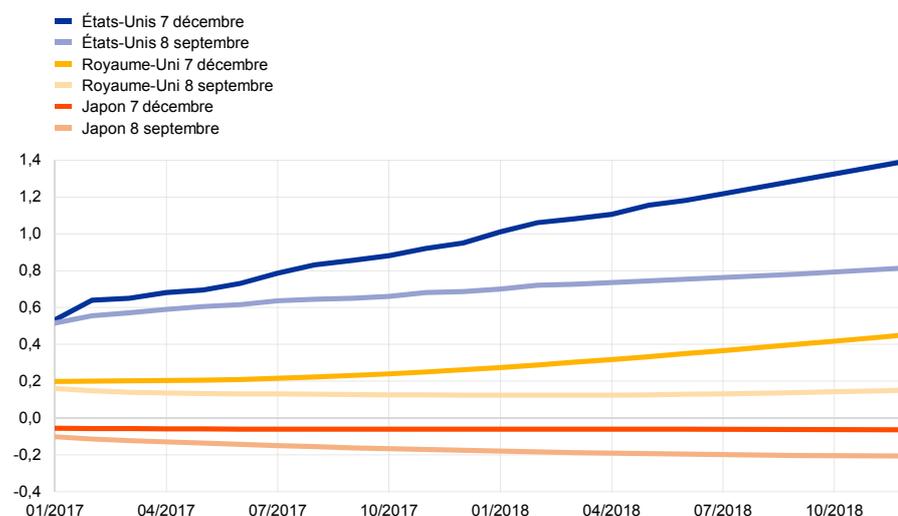
**Les politiques monétaires restent accommodantes.** La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux s'est déplacée vers le haut au cours des derniers mois, reflétant en partie l'anticipation de politiques budgétaires plus expansionnistes aux États-Unis (cf. graphique 1). En revanche, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur et annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif lors de sa réunion du mois d'août, et la Banque du Japon a introduit quelques modifications au cadre de sa politique monétaire en septembre, à savoir le contrôle de la courbe des rendements et l'engagement de dépasser sa cible d'inflation.

**Les récentes publications de données font état d'un renforcement de l'activité économique mondiale au second semestre de l'année.** Hors zone euro, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale est resté inchangé en novembre, à 53,3, indiquant une croissance mondiale vigoureuse au dernier

trimestre de l'année (cf. graphique 2). Les évolutions observées en novembre ont été positives dans la plupart des économies avancées et des économies de marché émergentes. De même, les indicateurs coïncidents et avancés de l'OCDE vont dans le sens d'une stabilité du rythme de croissance dans les économies avancées, mais d'une amélioration dans les principales économies émergentes. Dans l'ensemble, la croissance semble se maintenir dans les économies avancées et avoir atteint un point bas dans les économies émergentes.

### Graphique 1 Anticipations des taux directeurs

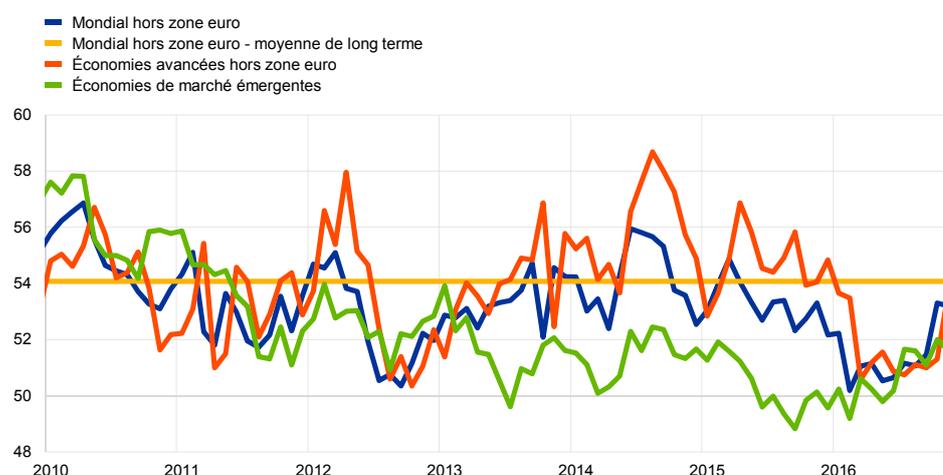
(pourcentage)



Sources : Bloomberg et Banque d'Angleterre.

### Graphique 2 Indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale

(indice de diffusion)



Sources : Haver Analytics et calculs effectués par les services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2016. Les économies de marché émergentes sont constituées de la Chine, de la Russie, du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Les économies avancées comprennent les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La moyenne à long terme fait référence à la période allant de janvier 1999 à novembre 2016.

**L'activité économique aux États-Unis s'est sensiblement améliorée au troisième trimestre 2016, après la croissance modérée observée au premier semestre.** Les exportations nettes et la constitution de stocks se sont fortement redressées et ont apporté une contribution importante à la croissance du PIB en volume au troisième trimestre, tandis que la FBCF est restée faible et que les dépenses de consommation se sont ralenties. À l'avenir, la croissance devrait progresser à un rythme modéré, soutenue par l'amélioration des fondamentaux économiques. L'incertitude résultant de l'élection présidentielle américaine s'est accentuée. La hausse des anticipations de relance budgétaire a entraîné un certain resserrement des conditions financières, notamment des taux à long terme.

**Au Royaume-Uni, en dépit d'une incertitude accrue immédiatement après le référendum sur son appartenance à l'UE, l'activité économique a bien résisté au troisième trimestre.** La croissance du PIB au troisième trimestre a été soutenue par la vigueur de la consommation et par une contribution importante des exportations nettes, tandis que l'investissement a bien résisté. Toutefois, l'incertitude concernant les futures relations commerciales entre l'Union européenne et le Royaume-Uni devrait ralentir l'investissement, tandis que la récente dépréciation de la livre pèsera sur la consommation.

**Au Japon, même si le PIB en volume a progressé à un rythme vigoureux au troisième trimestre, l'activité économique sous-jacente continue d'augmenter de façon modérée.** Les facteurs défavorables liés à la mollesse de la demande étrangère et à la faiblesse de la consommation privée persistent. À l'avenir, le caractère accommodant des conditions financières et les résultats positifs des entreprises devraient stimuler l'investissement. Les exportations devraient se redresser progressivement en liaison avec la hausse de la demande étrangère, malgré l'appréciation passée du yen. En revanche, la consommation privée devrait se poursuivre à un rythme modéré. Des mesures de relance budgétaire devraient soutenir la demande intérieure au cours des prochaines années.

**En Chine, la croissance s'est stabilisée au troisième trimestre, soutenue par la vigueur de la consommation et des dépenses en infrastructures.** Tandis que les perspectives à court terme sont dominées par l'ampleur de la politique de relance, la croissance économique devrait poursuivre sa tendance à un ralentissement progressif à moyen terme. La croissance de l'investissement devrait continuer à ralentir à mesure que les surcapacités sont progressivement réduites. La consommation devrait être le principal moteur de la croissance.

**L'activité économique réelle en Europe centrale et orientale devrait demeurer relativement résistante dans la plupart des pays de la région.** Elle devrait bénéficier de la vigueur de l'investissement, soutenu par les fonds structurels de l'Union européenne, et du dynamisme de la consommation privée, sous l'effet de la hausse du revenu réel disponible et de l'amélioration des marchés du travail dans un environnement de faible inflation.

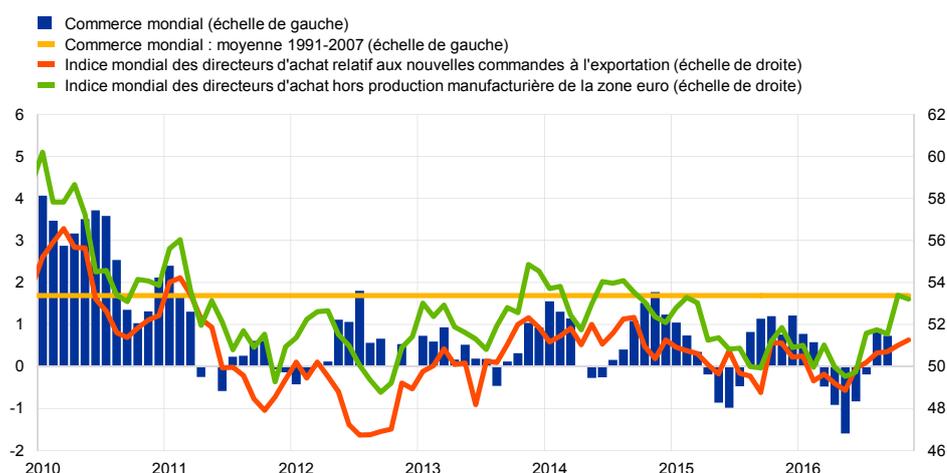
**La production des grands pays exportateurs de matières premières montre des signes de rebond, après les profondes récessions observées antérieurement.** Les données disponibles indiquent une certaine amélioration de

l'activité économique en Russie. Les conditions financières se sont assouplies, la banque centrale ayant réduit ses taux directeurs en raison du processus actuel de désinflation, mais l'incertitude reste élevée et la confiance des consommateurs est faible. Même si le redressement des prix du pétrole apporte un certain répit, la nécessité d'un assainissement budgétaire pèsera sur l'environnement économique. Au Brésil, la récession profonde et prolongée devrait lentement atteindre un point bas au second semestre, dans un contexte d'atténuation de l'incertitude politique et d'assouplissement des conditions financières. Cela étant, la nécessité d'un assainissement budgétaire de grande ampleur devrait peser sur les perspectives à moyen terme.

**Les échanges internationaux se sont légèrement renforcés au second semestre de cette année.** Hors zone euro, les importations mondiales ont été légèrement révisées à la hausse au premier semestre 2016 et les indicateurs disponibles font état de signaux positifs concernant les perspectives à court terme. Selon les données du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), après deux trimestres de croissance négative, les importations mondiales de biens en volume ont augmenté de 0,7 % au troisième trimestre (cf. graphique 3). L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a encore augmenté en novembre, indiquant une amélioration de la dynamique des échanges internationaux au dernier trimestre de l'année. À plus long terme, le commerce mondial devrait se renforcer, en phase avec le redressement de l'activité mondiale. Le ralentissement des échanges au cours des dernières années est essentiellement structurel et devrait persister <sup>1</sup>. On suppose donc que l'élasticité à moyen terme des importations mondiales par rapport à la croissance du PIB reste à un niveau considérablement inférieur à celui qui prévalait avant la crise.

### Graphique 3 Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

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

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. « *Understanding the weakness in global trade : What is the new normal ?* » ECB Occasional Paper n° 178, septembre 2016.

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

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer progressivement pour passer de 3,0 % en 2016 à 3,5 % en 2017, 3,7 % en 2018 et 3,8 % en 2019. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de 1,5 % en 2016 à 2,4 % en 2017, 3,4 % en 2018 et 3,6 % en 2019. Par rapport aux projections de septembre 2016, la croissance mondiale demeure globalement inchangée, tandis que la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été légèrement révisée à la baisse, en raison essentiellement du ralentissement de la croissance des importations dans certaines économies avancées.

**L'incertitude entourant les projections de référence pour l'activité mondiale a augmenté récemment, mais la balance des risques reste orientée à la baisse, notamment pour les économies émergentes.**

À la hausse, l'adoption éventuelle d'une orientation plus expansionniste de la politique budgétaire américaine pourrait soutenir les économies américaine et mondiale. Les risques à la baisse comprennent une éventuelle augmentation du protectionnisme et un durcissement des conditions financières mondiales, ce qui pourrait exposer les pays soumis à des déséquilibres internes ou externes à une intensification des tensions sur les marchés financiers. Une correction de l'excès d'endettement dans les économies émergentes, notamment en Chine, pourrait également entraîner un ralentissement de la croissance de la demande intérieure, accroître les préoccupations relatives à la stabilité financière et déclencher des sorties de capitaux. Enfin, il subsiste des risques géopolitiques.

## Évolution des prix au plan mondial

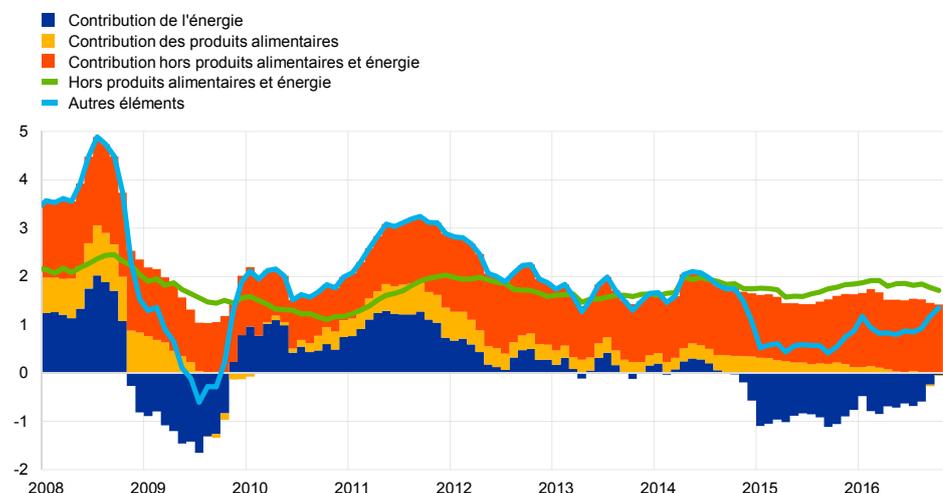
**Les effets des baisses passées des prix du pétrole continuent de peser sur l'inflation mondiale globale, bien que leur impact diminue lentement.**

Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint 1,4 % en octobre, contre 1,2 % le mois précédent, en raison d'une croissance moins négative des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Tout en restant à de faibles niveaux, cette progression représente une hausse significative par rapport au premier semestre de l'année, lorsque l'augmentation de l'IPC était, en moyenne, de 0,9 %. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de l'OCDE a légèrement diminué en octobre, ressortant à 1,7 % (cf. graphique 4). Parmi les économies avancées, l'inflation globale a augmenté aux États-Unis, au Japon et au Canada, tandis qu'elle a légèrement diminué au Royaume-Uni. Parmi les principales économies hors OCDE, l'inflation a diminué en Inde, au Brésil et en Russie, tandis qu'elle a augmenté en Chine.

## Graphique 4

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

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



Source: OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2016.

**Le prix du pétrole a sensiblement augmenté à la suite de la réunion de l'OPEP du 30 novembre.** Auparavant, l'annonce faite par l'OPEP de son intention de rétablir un quota de production a favorisé l'incertitude sur le marché. À la suite de la décision coordonnée de l'OPEP et de quelques producteurs extérieurs à l'OPEP de réduire la production du premier semestre 2017 de 1,2 et 0,6 million de barils par jour respectivement, le prix du *Brent* s'est envolé de plus de 10 %, atteignant 52 dollars le baril le 7 décembre (contre 46 dollars le 29 novembre). Pour l'avenir, le niveau record des stocks représente encore un amortisseur contre d'importantes hausses de prix, mais la restriction coordonnée de l'offre favorisera une réduction sans heurt des stocks. L'encadré 1 examine la nouvelle stratégie d'offre de l'OPEP et analyse les perspectives des prix du pétrole à court et à moyen terme en fonction de scénarios alternatifs d'offre. Les prix agrégés des matières premières hors pétrole ont sensiblement augmenté, entraînés par la réaction des prix des métaux à la nouvelle de la persistance de la vigueur de la demande en Chine et, plus récemment, à l'annonce de nouveaux investissements d'infrastructures aux États-Unis.

**À l'avenir, l'inflation mondiale devrait légèrement se renforcer.** Les effets des baisses passées des prix du pétrole et des autres matières premières devraient continuer de diminuer, atténuant le frein pesant sur l'inflation globale. 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. Cela étant, la persistance d'importantes capacités de production non utilisées dans le monde devrait peser sur l'inflation sous-jacente pour un certain temps.

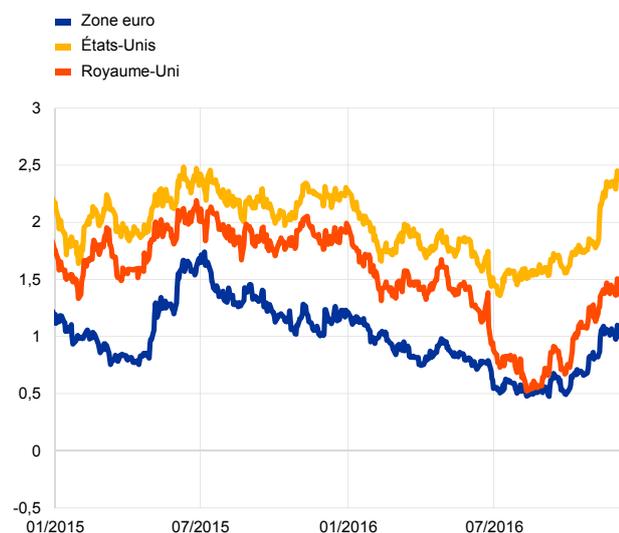
## 2 Évolutions financières

Depuis la réunion de politique monétaire de septembre du Conseil des gouverneurs, les rendements souverains de la zone euro ont augmenté et la pente de la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est accentuée. L'augmentation des rendements nominaux résulte essentiellement de la hausse des anticipations d'inflation. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont légèrement augmenté, mais restent inférieurs à ceux de début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé. Les cours boursiers ont, dans l'ensemble, légèrement augmenté dans la zone euro, tandis que les cours des actions bancaires ont affiché des résultats supérieurs à l'indice large.

### Graphique 5

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

(en pourcentage annuel)



Source : Bloomberg et BCE.

Note : Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines à dix ans qui est calculé.

### Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont augmenté depuis début septembre.

Au cours de la période sous revue (du 8 septembre au 7 décembre 2016), le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro a augmenté de quelque 50 points de base pour s'établir à 0,35 %. Au cours de la même période, le rendement, pondéré du PIB, des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a également augmenté de 50 points de base pour ressortir juste au-dessus de 1 % (cf. graphique 5). La hausse des taux d'intérêt a commencé début octobre et s'est inversée autour de la moitié de la baisse importante des rendements des OIS de la zone euro observée depuis le début de l'année. Le taux des OIS à dix ans est ainsi revenu à son niveau de mi-février. Dans l'ensemble des pays, les rendements souverains à dix ans ont également progressé de 40 à 90 points de base, tandis que les écarts des rendements souverains vis-à-vis du taux du *Bund* allemand à dix ans se sont creusés de 5 à 50 points de base, à l'exception de la Grèce, où ils se sont resserrés de plus de 200 points de base. La plus

forte hausse des écarts de rendement souverains s'est produite en Italie et a été principalement associée à l'incertitude politique découlant du référendum constitutionnel organisé le 4 décembre.

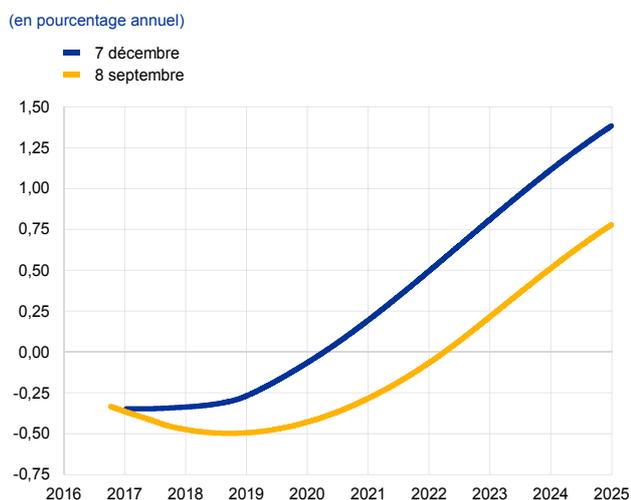
### L'augmentation du taux des OIS et des rendements souverains dans la zone euro depuis début octobre reflète en partie la tendance mondiale à la hausse des taux d'intérêt à long terme.

Cette tendance a été plus prononcée aux États-Unis, où les rendements ont augmenté essentiellement sous l'effet de la hausse des anticipations par le marché d'une remontée de l'inflation associée à l'éventualité d'une relance budgétaire et de mesures protectionnistes, avec des conséquences probables sur l'orientation future de la politique monétaire. Dans la zone euro, les rendements plus élevés ont d'abord reflété principalement une hausse des taux d'intérêt réels. Après l'élection présidentielle américaine, toutefois,

les anticipations d'inflation ont joué un rôle essentiel dans la hausse des rendements nominaux.

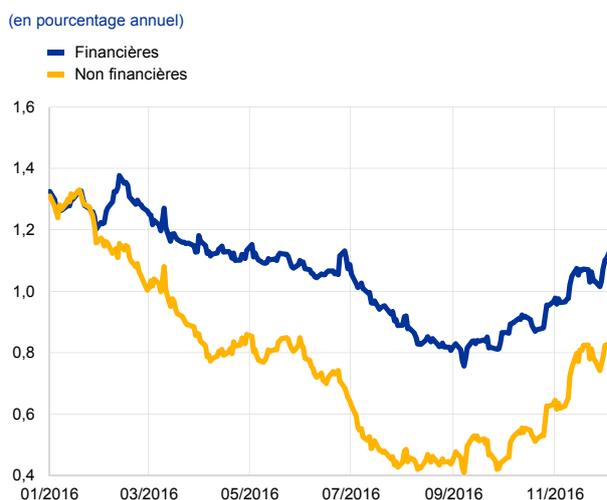
**L'augmentation des rendements nominaux s'est traduite par une hausse importante du niveau et une forte pentification de la courbe des taux anticipés de l'Eonia.** Le profil et la position de la courbe des taux anticipés de l'Eonia ont beaucoup changé depuis début octobre, sa pente s'étant accentuée de quelque 60 points de base au cours de la période sous revue (cf. graphique 6). Les modifications du profil de la courbe laissent penser que l'augmentation des rendements nominaux au cours de la période sous revue résulte également de la baisse des anticipations d'une politique accommodante de la BCE. On peut le constater au vu de la disparition de la pente descendante du segment à court terme de la courbe, qui est devenu plat, indiquant que les intervenants de marché ne s'attendent pas à de nouvelles baisses du taux de la facilité de dépôt. L'Eonia est demeuré stable au cours de la période sous revue, à – 35 points de base environ. Conformément à son profil habituel, l'Eonia est temporairement remonté à – 32 points de base vers la fin du troisième trimestre 2016. Durant la période sous revue, l'excédent de liquidité du secteur bancaire <sup>2</sup> a augmenté de quelque 147 milliards d'euros, à 1 185 milliards, essentiellement sous l'effet des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du programme étendu d'achats d'actifs. L'encadré 2 apporte des informations plus détaillées sur les évolutions des conditions de la liquidité et des opérations de politique monétaire dans la zone euro.

**Graphique 6**  
Taux anticipés de l'Eonia



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique 7**  
Rendements des obligations du secteur des entreprises de la zone euro



Source : Thomson Reuters.  
Note : Rendement moyen des classes de notation comprises entre AAA et BBB.

<sup>2</sup> L'excédent de liquidité est défini comme les dépôts constitués dans le cadre de la facilité de dépôt, auxquels est ajouté l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires.

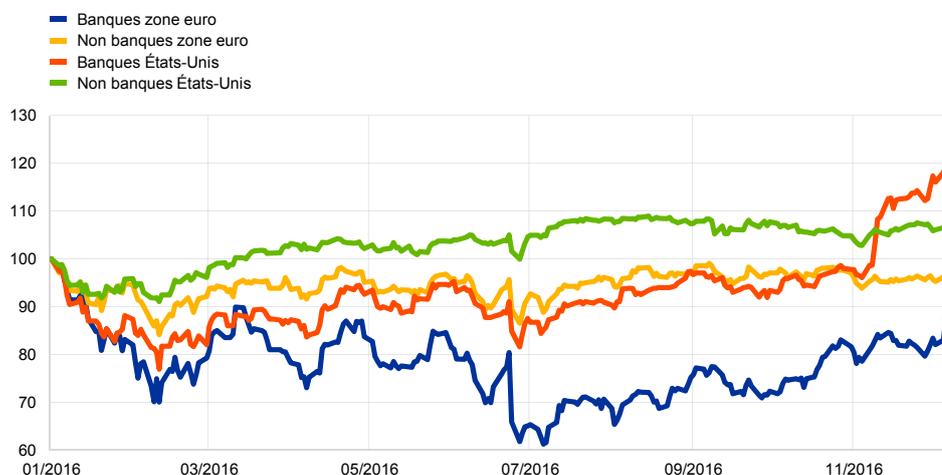
**La tendance à la baisse des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF), observée depuis l'annonce du CSPP par le Conseil des gouverneurs en mars, s'est interrompue.** Après une phase de baisse des rendements qui s'est amorcée vers la mi-février, incluant une inversion de tendance de courte durée en juin sous l'effet des tensions suscitées par le référendum au Royaume-Uni, les rendements des obligations émises par les SNF de la zone euro ont augmenté pour toutes les classes de notation depuis début septembre (cf. graphique 7). Toutefois, ces hausses ont été globalement faibles (d'environ 35 points de base en moyenne pour l'ensemble des classes de notation) et les écarts de rendement vis-à-vis des taux des placements sans risque n'ont que légèrement augmenté. Les rendements plus élevés des obligations du secteur des entreprises n'indiquent pas actuellement de forte hausse de la perception par le marché des risques du secteur privé. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises vis-à-vis de la courbe des notations AAA correspondantes de la zone euro se sont creusés de 10 à 20 points de base environ en fonction de la notation des obligations des SNF. Malgré les hausses récentes, le 7 décembre, les écarts de rendement des obligations des SNF notées AA, A et BBB étaient encore inférieurs de 10 à 35 points de base à leurs niveaux de début mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du CSPP. Dans le secteur financier, les écarts de rendement des obligations ont aussi légèrement augmenté pour toutes les classes de notation au cours de la période sous revue, de 2 à 20 points de base.

**Dans l'ensemble, les cours boursiers de la zone euro ont légèrement augmenté depuis début septembre, tandis que les valorisations ont fortement progressé dans le secteur bancaire.** L'indice large EuroStoxx a augmenté de 1,3 % au cours de la période sous revue, tandis que les actions bancaires de la zone euro ont progressé de quelque 16 % (cf. graphique 8). Après des variations indécises en septembre, les cours des actions bancaires ont nettement augmenté. Cette évolution est principalement associée à deux facteurs : la perception par les intervenants de marché d'une finalisation moins rigoureuse du dispositif Bâle III, qui pourrait s'être accentuée après le résultat de l'élection américaine, et la pentification de la courbe des rendements, reflétant des améliorations des perspectives de croissance et d'inflation mondiales, ce qui soutient les bénéfices attendus par les banques. Dans une perspective de plus long terme, et par rapport aux points bas qui ont suivi le résultat du référendum organisé fin juin par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, les cours des actions bancaires ont augmenté de quelque 35 %. Cependant, l'incertitude sur les marchés – mesurée par les anticipations de volatilité des cours boursiers – est restée globalement stable au cours de la période sous revue. Début décembre, la volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro est ressortie à 15 % en rythme annuel, tandis qu'elle dépassait à peine 11 % aux États-Unis.

## Graphique 8

### Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 2016)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

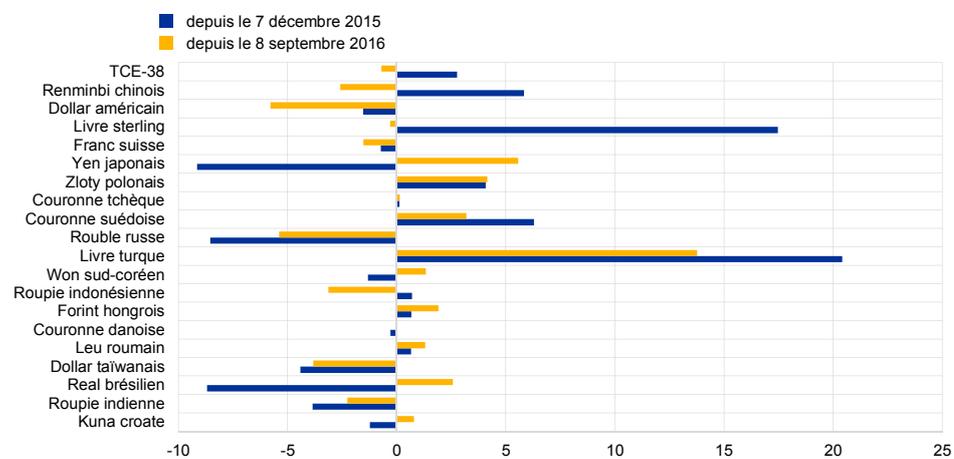
#### Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

En termes bilatéraux, depuis le 8 septembre, l'euro s'est déprécié de 5 % vis-à-vis du dollar, reflétant un élargissement des écarts de rendement après début novembre. L'euro s'est également déprécié contre le renminbi chinois (de 1,9 %), ainsi que contre les devises des autres économies émergentes asiatiques. En revanche, la dépréciation généralisée du yen japonais s'est reflétée dans une appréciation de 6,6 % de l'euro vis-à-vis de la devise nipponne. L'euro est demeuré globalement stable par rapport aux autres grandes devises, y compris la livre sterling (+ 0,6 %), sur fond d'incertitude persistante à la suite du résultat du référendum organisé au Royaume-Uni, ainsi que vis-à-vis du franc suisse (– 0,8 %), tandis qu'il s'est apprécié contre les devises de nombreux autres pays de l'UE (cf. graphique 9).

## Graphique 9

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les évolutions sont calculées par rapport aux taux de change enregistrés le 7 décembre 2016.

## 3 Activité économique

*L'expansion économique se poursuit à un rythme toujours modéré mais qui tend à se raffermir. Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle soutiennent la demande intérieure et facilitent le désendettement.*

*L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent d'encourager un rebond 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 devraient apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la consommation privée. Les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une progression du PIB annuel en volume de la zone euro de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.*

**L'activité économique dans la zone euro a poursuivi son expansion au troisième trimestre 2016.** Le PIB en volume a augmenté de 0,3 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre de l'année, en ligne avec la dynamique de croissance observée au cours des trois dernières années et demie. Globalement, la croissance du PIB en volume de la zone euro a été soutenue par les améliorations de la demande intérieure, tandis que la contribution du solde des échanges extérieurs nets a été négative (cf. graphique 10). La dynamique de croissance a ainsi affiché une certaine résistance face à la faiblesse des échanges mondiaux et à l'envolée récente des mesures de l'incertitude politique <sup>3</sup>.

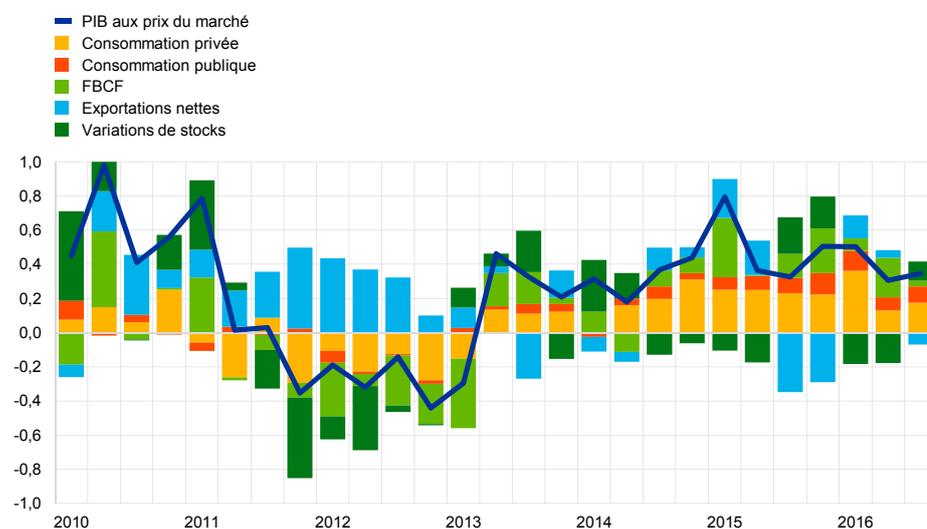
---

<sup>3</sup> L'article intitulé « L'impact de l'incertitude sur l'activité dans la zone euro » de cette édition du *Bulletin économique* examine plus attentivement les différentes mesures de l'incertitude et leurs répercussions possibles sur l'activité économique de la zone.

## Graphique 10

### PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



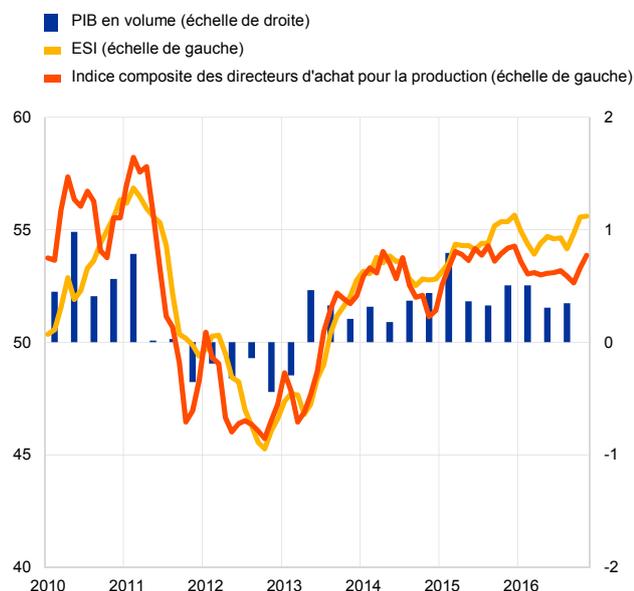
Source : Eurostat.

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

## Graphique 11

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

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



Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016 et à novembre 2016 pour l'ESI et le PMI, respectivement.

**S'agissant du volet production, la valeur ajoutée a progressé de 0,3 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2016 et cette hausse est due à l'industrie (hors construction) et aux services ainsi qu'à la construction.** Si la valeur ajoutée dans

l'industrie et les services s'est redressée depuis 2013, le secteur de la construction a affiché un certain retard et n'a que récemment commencé à montrer les signes d'une stabilisation et d'une reprise naissante. La généralisation de la reprise est encourageante, les périodes de faible dispersion de la croissance entre les secteurs s'accompagnant généralement d'une croissance globalement plus élevée.

**Les indicateurs vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2016.**

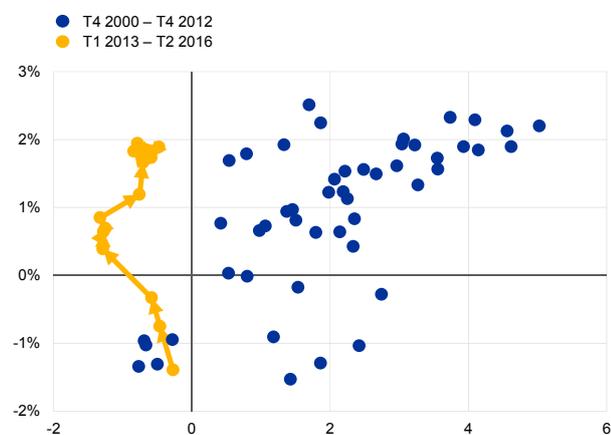
L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) ainsi que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ont affiché des améliorations généralisées à l'ensemble des secteurs et des pays en octobre et novembre. L'amélioration du climat reflète une évaluation plus positive de la situation actuelle et des anticipations relatives à l'activité économique plus

optimistes. Le chiffre moyen obtenu pour les deux enquêtes d'octobre et novembre était supérieur aux niveaux du troisième trimestre et se situait au-dessus de leurs moyennes respectives à long terme (cf. graphique 11).

## Graphique 12

### Endettement des ménages et consommation privée

(axe des abscisses : variation de l'endettement des ménages (en points de pourcentage, rythme annuel) ; axe des ordonnées : croissance de la consommation (en pourcentage, rythme annuel))



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : L'endettement des ménages est défini comme la part des prêts par rapport au revenu disponible brut, corrigé de la variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016.

### La résilience de l'expansion économique reste essentiellement soutenue par la consommation privée, qui s'est accrue de 0,3 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2016.

Cette légère accélération par rapport au deuxième trimestre a été alimentée par une dynamique solide du revenu des ménages à la faveur de l'amélioration des marchés du travail de la zone euro. Contrairement à la période qui a précédé la crise, pendant laquelle elle s'accompagnait en général d'une hausse des ratios de dette, la croissance de la consommation a récemment été associée à une baisse graduelle du ratio de dette des ménages (cf. graphique 12). Cette évolution souligne encore la solidité et la résilience de la consommation privée en tant que principal moteur de l'expansion économique en cours, en particulier avec la poursuite du redressement des marchés du travail et le degré toujours élevé de confiance des consommateurs.

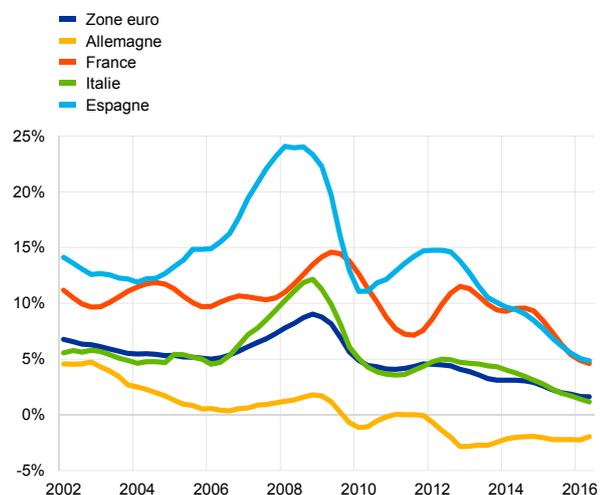
### L'amélioration des marchés du travail de la zone

**euro continue de soutenir la consommation privée.** Le chômage dans la zone euro a poursuivi sa tendance baissière initiée début 2013. Le taux de chômage s'est établi à 10 % au troisième trimestre 2016, soit le taux le plus bas depuis mi-2011, avant de continuer à diminuer en octobre, ressortant à 9,8 %. Les mesures élargies des capacités excédentaires sur le marché du travail, qui incluent également des catégories de population en temps partiel subi ou qui se sont retirées du marché du travail, restent élevées et diminuent à un rythme plus lent que le chômage agrégé. L'emploi a continué de progresser au deuxième trimestre et, en conséquence, le niveau d'emploi dans la zone euro a enregistré une hausse de 2,3 millions par rapport à un an auparavant. Il est cependant inférieur de 1 % au pic enregistré avant la crise, au deuxième trimestre 2008. Des informations plus récentes, telles que celles tirées d'enquêtes, continuent de faire état d'une amélioration des marchés du travail de la zone euro pour l'avenir.

## Graphique 13

### Paiements d'intérêt nets des sociétés non financières

(en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les pourcentages sont établis à partir de moyennes mobiles sur quatre trimestres. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.

### L'investissement a continué de s'inscrire en hausse au troisième trimestre, en raison principalement d'un redressement de l'activité dans la construction.

Alors que la production de biens d'équipement n'a progressé que modestement au troisième trimestre 2016, la production dans la construction a augmenté plus fortement. La hausse de l'investissement dans la construction est essentiellement imputable à l'amélioration des marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro et a concerné l'ensemble des pays. Selon l'enquête de la Commission européenne réalisée au quatrième trimestre 2016, la demande perçue comme une contrainte pesant sur la production de biens d'équipement est ressortie à son niveau le plus bas depuis le début de la Grande récession. L'amélioration des conditions financières, un accroissement de la confiance dans le secteur de la construction et une augmentation du nombre de permis de construire délivrés vont également dans le sens d'un

redressement de la croissance de l'investissement au quatrième trimestre.

### Avec la poursuite de la reprise de la demande, soutenue par l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, l'activité et l'investissement dans la construction devraient continuer de se renforcer.

Les paiements d'intérêt nets des sociétés non financières se sont inscrits en baisse continue depuis 2013 (cf. graphique 13) et la hausse des bénéfices en résultant devrait encourager l'investissement et ce, également au vu de la nécessité de remplacer le capital après des années d'atonie de la FBCF. Toutefois, la lenteur de la mise en œuvre des réformes, notamment dans certains pays, ainsi que la faiblesse des perspectives de croissance potentielle, pourraient freiner la croissance de l'investissement. À cet égard, l'environnement des affaires dans plusieurs pays reste relativement défavorable et des mesures devraient être prises pour remédier à ce problème (cf. également l'encadré 3 intitulé « Indicateurs structurels du climat des affaires dans la zone euro » pour plus de détails).

### L'environnement extérieur a continué de peser sur l'activité de la zone euro au troisième trimestre 2016 et la croissance totale des exportations est demeurée atone.

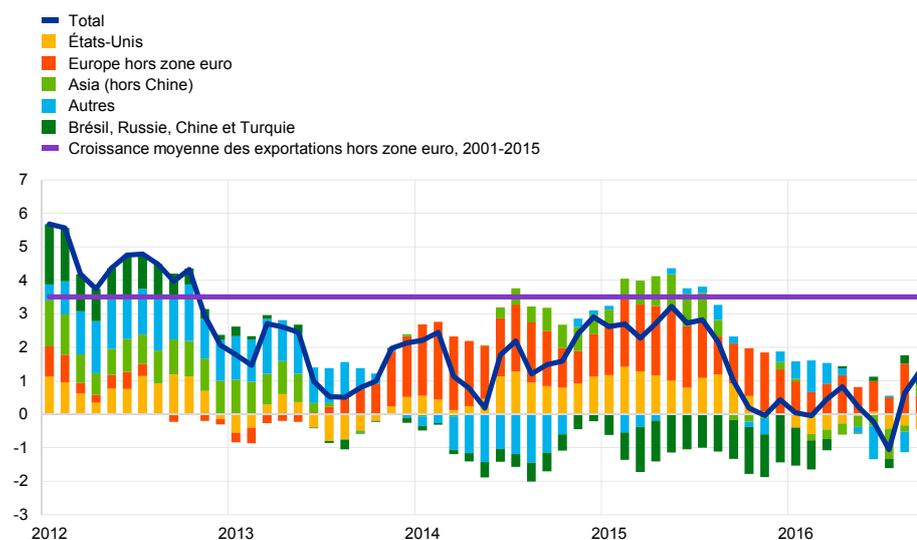
Malgré un léger redressement au cours des derniers mois, la croissance des exportations hors zone euro est demeurée atone (cf. graphique 14). La faible dynamique des exportations au troisième trimestre s'explique principalement par un recul des exportations à destination des États-Unis et des pays de l'OPEP. La contribution de la Russie et de l'Amérique latine à la croissance des exportations de biens a été globalement neutre, tandis que celle de l'Asie (Chine comprise) et de l'Europe hors zone euro a été positive. Les parts de marché à l'exportation pour les biens de la zone euro ont été globalement stables au troisième trimestre, ce qui suggère que les effets positifs décalés de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro se dissipent. Les enquêtes couvrant le quatrième trimestre 2016 et les

commandes à l'exportation hors zone euro indiquent pour le court terme une dynamique des exportations atone, quoique s'améliorant. À plus long terme, les exportations hors zone euro devraient progresser à la suite du redressement graduel du commerce mondial. Toutefois, des risques pesant sur les perspectives en matière d'échanges commerciaux ont trait à d'éventuels effets défavorables découlant d'une incertitude accrue relative aux politiques commerciales.

### Graphique 14

#### 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 : Les dernières observations se rapportent à septembre 2016, sauf pour les catégories « Europe hors zone euro » et « Divers », pour lesquelles elles se rapportent à août 2016. Les exportations de biens hors zone euro sont exprimées en volume.

**Globalement, la croissance économique devrait se poursuivre dans la zone euro à un rythme toujours modéré, mais tendant à se raffermir.** Les mesures de politique monétaire continuent de faire sentir leurs effets sur l'économie réelle, soutenant ainsi la demande intérieure tout en facilitant le désendettement. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. La poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. Dans le même temps, on observe les signes d'une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs.

## Graphique 15

### PIB en volume dans la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et les Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème.

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

Les projections macroéconomiques de décembre 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019 (cf. graphique 15). Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

## 4 Prix et coûts

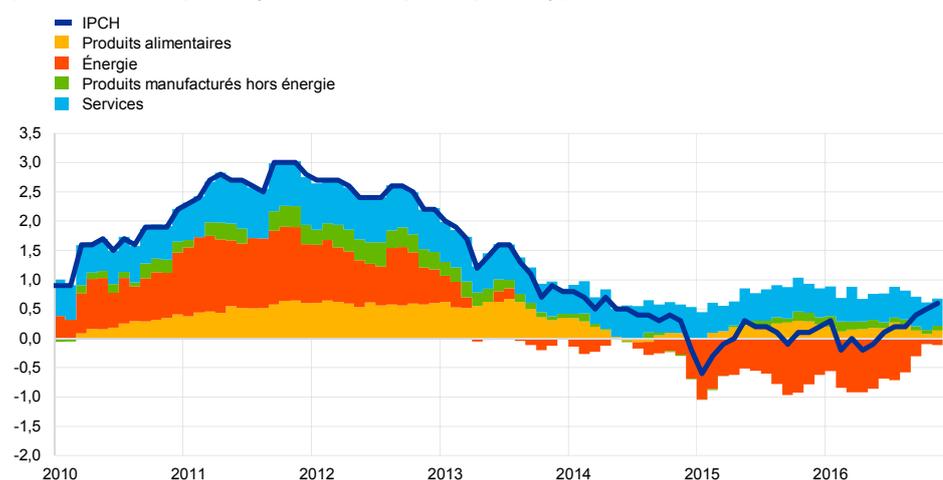
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,6 % en novembre 2016, après le récent point bas à - 0,2 % enregistré en avril. En revanche, la dynamique sous-jacente des prix continue de ne donner aucune indication nette d'une tendance haussière. Les taux d'inflation devraient continuer de se redresser au tournant de l'année, pour atteindre un niveau supérieur à 1 %, dans une large mesure en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer d'augmenter en 2017, en 2018 et en 2019. Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

**L'inflation totale a poursuivi son mouvement haussier en novembre.** Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est encore accentuée en novembre, à 0,6%, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre (cf. graphique 16). La hausse constatée en novembre résulte essentiellement d'une plus forte augmentation des prix des produits alimentaires, alors qu'au cours des mois précédents, elle était due principalement à une plus forte hausse des prix de l'énergie. Toutefois, la contribution des prix des produits alimentaires à l'inflation totale est demeurée relativement faible au regard des évolutions passées.

### Graphique 16

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2016.

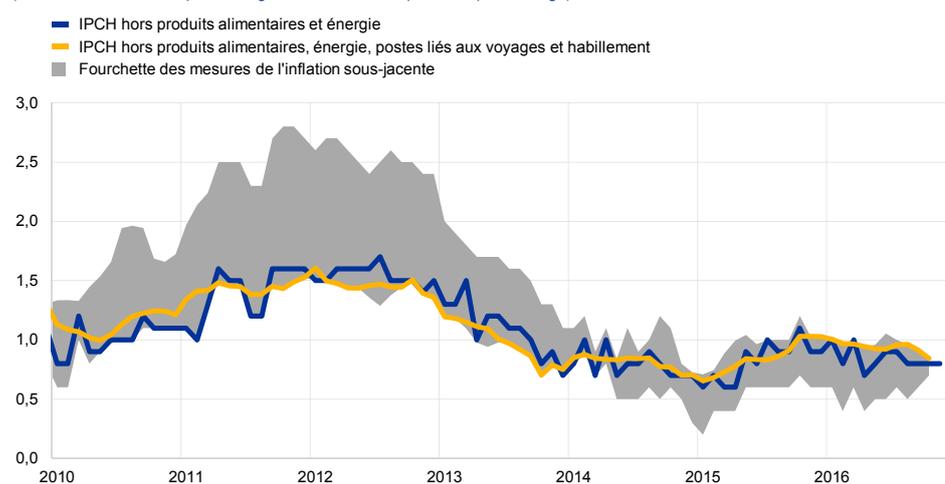
**L'évolution des prix de l'énergie a continué de déterminer celle de l'inflation totale.** En raison des nouvelles baisses des prix du pétrole observées en décembre 2015 et en janvier 2016, qui influent sur l'évolution des prix de l'énergie, notamment par l'intermédiaire des prix des transports et du fioul domestique, la variation de la composante énergie de l'IPCH a atteint un point bas de - 8,7 % en

avril 2016. Par la suite, le taux annuel de variation de la composante énergie de l'IPCH a enregistré un fort mouvement haussier, s'établissant à - 0,9 % en octobre 2016, sous l'effet essentiellement d'effets de base à la hausse, avant de diminuer légèrement de nouveau, à - 1,1 % en novembre. En dépit de ce léger recul, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, la variation de la composante énergie de l'IPCH devrait de nouveau augmenter fortement au cours des prochains mois. La tendance à la hausse de la variation des prix de l'énergie, observée depuis avril, explique l'essentiel du rebond de 0,8 point de pourcentage, enregistré entre avril et novembre 2016, de l'inflation mesurée par l'IPCH total.

**La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ne font toujours pas apparaître de signes d'une tendance haussière.** La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie oscille entre 0,7 % et 1,0 % depuis début 2016, demeurant inchangée à 0,8 % depuis août. De même, d'autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont montré aucun signe clair d'une dynamique haussière (cf. graphique 17). L'absence d'une dynamique haussière de l'inflation sous-jacente est probablement due, en partie, aux effets baissiers indirects exercés par les fortes baisses antérieures des prix du pétrole et des autres matières premières, qui se font sentir avec un décalage. Plus fondamentalement, les tensions d'origine interne sur les coûts – en particulier la croissance des salaires – sont également restées modérées. La faible augmentation des loyers, qui représentent une part importante de la composante Services de l'ICPH, pèse également sur l'inflation sous-jacente, la hausse des loyers demeurant très inférieure à sa moyenne historique (cf. encadré 4).

**Graphique 17**  
Mesures de l'inflation sous-jacente

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



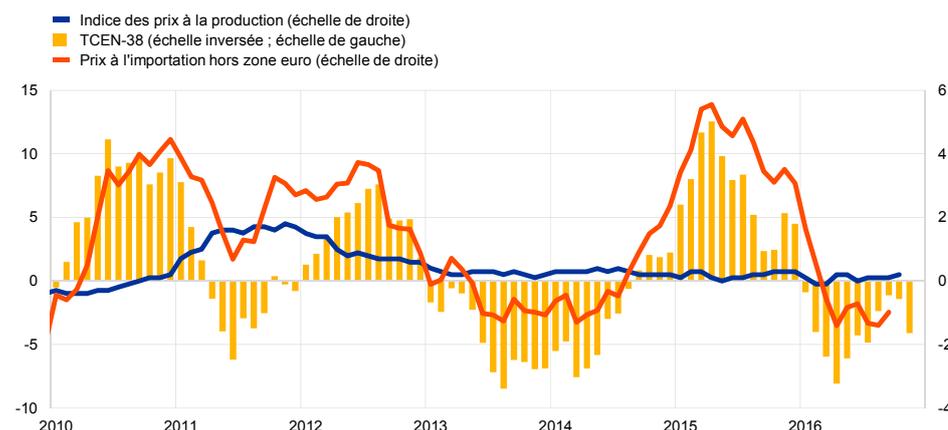
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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 novembre 2016 pour la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie et à octobre 2016 pour toutes les autres mesures.

**La variation des prix à l'importation est restée négative, tandis que celle des prix à la production est demeurée relativement stable.** Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement redressé, passant de - 1,4 % en août à - 1,0 % en septembre et - 0,6 % en octobre. Depuis mars 2016, les prix à l'importation n'ont pas contribué aux tensions à la hausse sur les prix, reflétant principalement l'impact de l'appréciation du taux de change effectif de l'euro depuis le début de l'année (cf. graphique 18). Plus en aval de la chaîne des prix, les prix à la production pour les ventes domestiques de biens de consommations non alimentaires sont restés globalement stables, leur taux de croissance annuel s'établissant à 0,2 % en octobre. Même si les améliorations de la situation économique ont probablement exercé des tensions à la hausse sur les prix à la production, ces dernières ont pu être compensées par les prix bas des consommations intermédiaires liées aux matières premières et, plus généralement, par les pressions désinflationnistes mondiales.

**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 octobre 2016 pour les prix à l'importation, et pour les prix à la production et à novembre 2016 pour le TCEN-38 (taux de change effectif nominal de l'euro). L'échelle est inversée pour le TCEN-38. Les valeurs négatives/positives reflètent une appréciation/dépréciation de l'euro.

**La croissance des salaires est demeurée atone.** La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,1 % au deuxième trimestre 2016, après 1,2 % au trimestre précédent. Au troisième trimestre 2016, la croissance annuelle des salaires négociés est ressortie à 1,4 %, sans changement pratiquement par rapport aux deux trimestres précédents. La persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité, le bas niveau de l'inflation et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise ont continué de peser sur la croissance des salaires<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

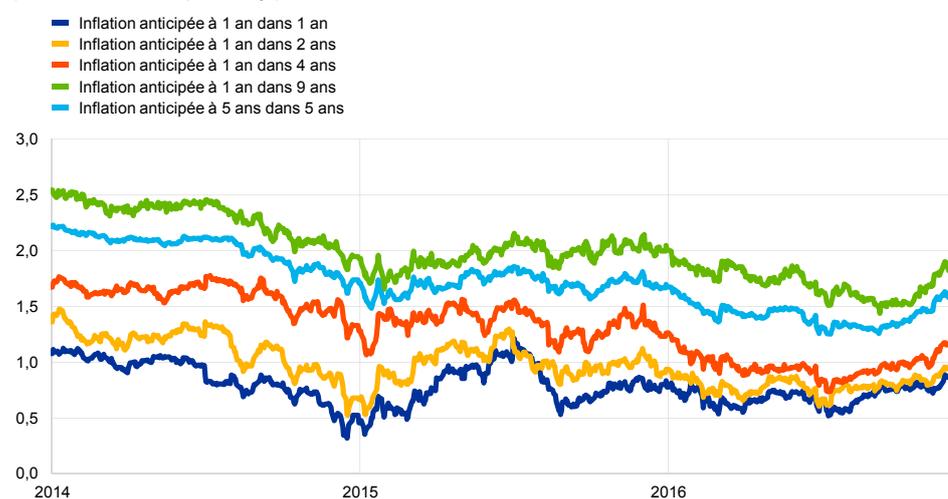
**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté, mais demeurent à de bas niveaux, et nettement en deçà des mesures tirées d'enquêtes.**

Depuis mi-octobre, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont légèrement redressées sur l'ensemble des échéances, mais à partir de niveaux historiquement bas (cf. graphique 19). Le bas niveau de ces mesures reflète en partie la faible demande de protection contre l'inflation dans un environnement où celle-ci est faible. Contrairement aux mesures extraites des instruments de marché, les dernières mesures des anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro tirées d'enquêtes sont demeurées globalement stables depuis octobre, à 1,8 % environ.

**Graphique 19**

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



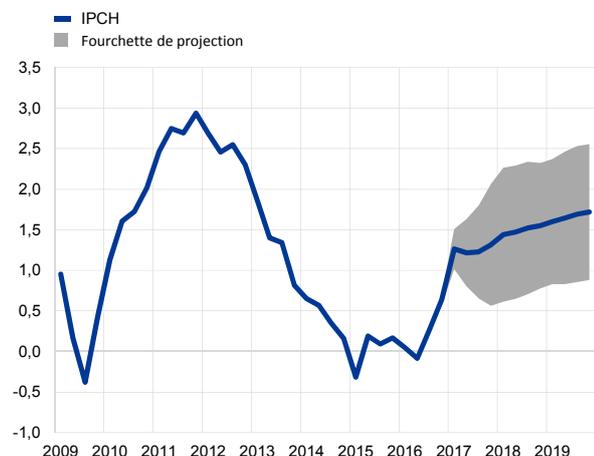
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

## Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

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

### La hausse de l'IPCH pour la zone euro devrait se redresser nettement vers la fin de l'année et poursuivre sa tendance haussière de 2017 à 2019.

Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait continuer de s'accélérer au tournant de l'année et dépasser 1 %, dans une large mesure en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer en 2017, en 2018 et en 2019. Sur la base des informations disponibles mi-novembre, les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse de l'IPCH de 0,2 % en 2016, s'accroissant à 1,3 % en 2017, à 1,5 % en 2018 et à 1,7 % en 2019 (cf. graphique 20)<sup>5</sup>. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression

de l'inflation mesurée par l'IPCH demeurent dans l'ensemble inchangées.

### L'inflation sous-jacente devrait s'accroître 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 dopper 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 prix 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'accroissement des tensions sur les prix au niveau mondial. Globalement, un redressement progressif de l'inflation sous-jacente devrait favoriser des hausses de l'inflation totale de 2017 à 2019.

<sup>5</sup> Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, décembre 2016 » publié le 8 décembre 2016 sur le site internet de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée stable au troisième trimestre 2016 mais s'est légèrement ralentie en octobre. Dans le même temps, la croissance des prêts au secteur privé s'est accélérée en octobre. 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. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des sociétés non financières (SNF) a continué de se renforcer au troisième trimestre 2016.

**La croissance de la monnaie au sens large s'est ralentie en octobre, après une période de relative stabilité.** Le taux de croissance annuel de M3 a fléchi en octobre 2016, ressortant à 4,4 %, après avoir oscillé autour de 5,0 % depuis avril 2015 (cf. graphique 21). Le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas et de profil plat de la courbe des rendements, ainsi que l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE, ont continué de soutenir la croissance de la monnaie. En outre, la croissance annuelle de M1 s'est ralentie au troisième trimestre 2016 et a encore fléchi en octobre.

**Graphique 21**  
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

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

**Malgré un ralentissement de la croissance annuelle des dépôts à vue au troisième trimestre 2016, ces dépôts ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3.** En particulier, si le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages est demeuré globalement inchangé au troisième trimestre et en octobre, celui des dépôts à vue des sociétés non financières (SNF) a fléchi durant ces périodes. La croissance des billets et pièces en circulation est restée contenue, n'indiquant pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance générale à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2–M1) ont poursuivi leur contraction au troisième trimestre 2016 et en octobre. Le taux de croissance des instruments négociables (M3–M2), qui représentent une faible part de M3, s'est renforcé au troisième trimestre, soutenu principalement par la croissance vigoureuse des parts de fonds d'investissement monétaires, mais il s'est ralenti en octobre.

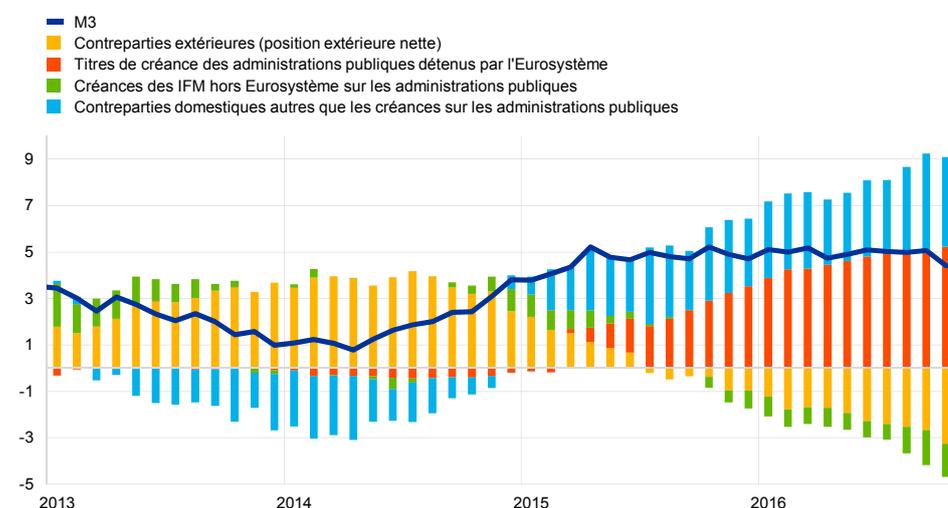
**Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 22).** Parmi les contreparties contribuant positivement à la croissance de M3 figurent les achats de titres de créance sur les administrations publiques par l'Eurosystème (cf. la partie en rouge des barres du graphique 22), principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE. De plus, la croissance de M3

continue d'être soutenue par les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques (cf. la partie en bleu des barres du graphique 22). Ce phénomène s'explique par la reprise en cours des crédits au secteur privé, ainsi que par la contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM. Ces ressources non monétaires (hors capital et réserves), dont le rythme annuel de variation est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, ont encore fléchi au troisième trimestre 2016 et en octobre, notamment en raison de l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-II) de la BCE. Les TLTRO font office de substitut au financement de marché à long terme des banques et réduisent l'intérêt pour les investisseurs de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires.

## Graphique 22

### M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2016.

**En revanche, la position extérieure nette des IFM continue d'exercer de fortes pressions à la baisse sur la croissance annuelle de M3**, en raison de la persistance de sorties de capitaux de la zone euro (cf. la partie en jaune des barres du graphique 22). Les cessions dans le cadre du PSPP d'obligations d'État de la zone euro par les non-résidents apportent une contribution importante à cette tendance, le produit des ventes étant investi principalement en instruments hors zone euro. De plus, les IFM hors Eurosystème ont accru leurs cessions de titres de créance sur les administrations publiques, ce qui pèse sur la croissance de M3 (cf. la partie en vert des barres du graphique 22).

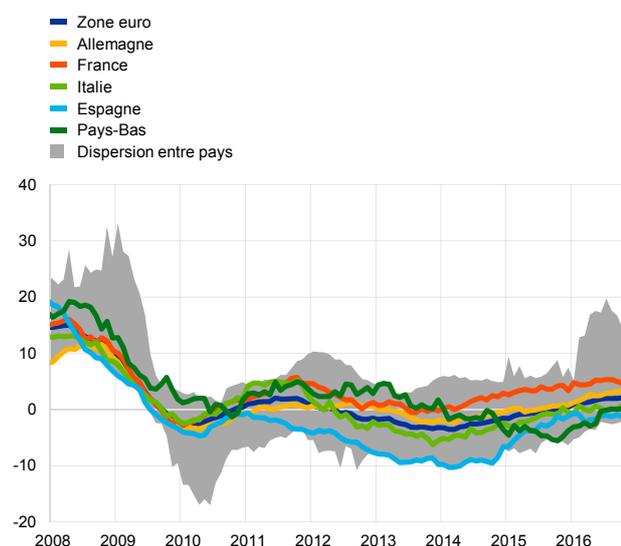
**La croissance des prêts a poursuivi sa reprise graduelle.** Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a augmenté au troisième trimestre 2016 et en octobre (cf. graphique 21). Dans tous les secteurs, le redressement des prêts aux SNF, après avoir perdu de sa vigueur au troisième trimestre, a redémarré en octobre (cf. graphique 23). Dans l'ensemble, la croissance

des prêts aux SNF s'est considérablement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette évolution est largement commune aux principaux pays, même si les taux de variation des prêts sont encore négatifs dans certaines juridictions. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé au troisième trimestre 2016 et en octobre (cf. graphique 24). 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. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur la production de crédits.

### Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



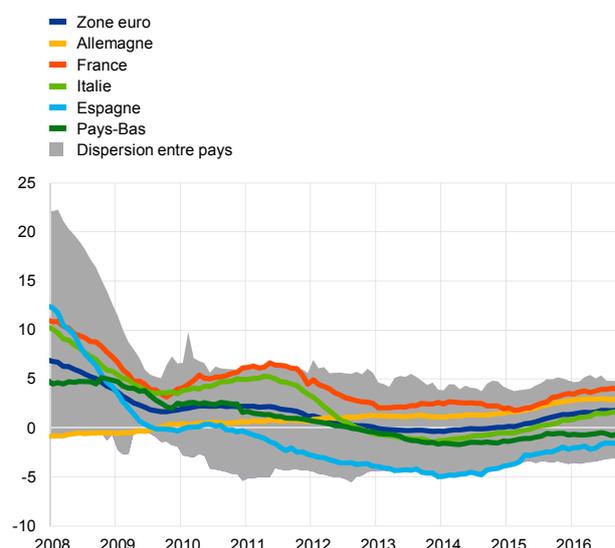
Source : BCE.

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

### Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

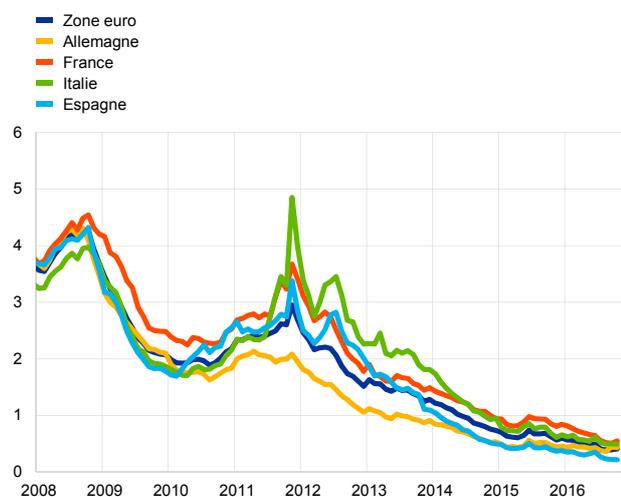
**Au troisième trimestre 2016, la croissance des prêts a encore été soutenue par la hausse de la demande pour toutes les catégories de prêts, tandis que les critères d'octroi sont demeurés inchangés pour les prêts aux entreprises (après un assouplissement net au cours des deux dernières années) mais se sont assouplis pour les prêts aux ménages.** Selon l'enquête d'octobre 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les pressions concurrentielles et, dans une moindre mesure, la perception d'un risque moins élevé ont continué d'avoir un effet d'assouplissement sur les critères d'attribution des prêts aux entreprises et aux ménages. En outre, le redressement de la demande de prêts s'explique principalement par la faiblesse générale des taux d'intérêt, l'augmentation des 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

taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE exerce un impact positif sur les volumes de prêts, tout en ayant une incidence négative sur les produits nets d'intérêt et les marges sur prêts des banques. De plus, le programme d'achats d'actifs de la BCE a eu un effet positif sur l'offre de crédit par le biais d'un assouplissement des modalités et conditions attachées aux crédits, mais une incidence négative sur les marges nettes d'intérêt des banques, selon les établissements interrogés.

### Graphique 25

#### Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

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

#### Les conditions de financement des banques demeurent favorables.

Le coût composite du financement par endettement des banques a légèrement augmenté en octobre, après être resté globalement stable au troisième trimestre 2016 (cf. graphique 25). La légère augmentation d'octobre s'explique par une hausse des rendements des obligations bancaires, tandis que le coût des dépôts a encore diminué de façon marginale. Sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, du remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, du renforcement des bilans des banques et de la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers, le coût composite du financement par endettement des banques est revenu à des niveaux très bas. Conformément à ces évolutions, les banques ont fait état, lors de l'enquête d'octobre 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, d'une amélioration de leur accès au financement par le biais des titres de créance au troisième trimestre, mais s'attendent à un accès pratiquement inchangé au quatrième trimestre.

#### Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux très favorables au troisième trimestre 2016 et en octobre (cf. graphiques 26 et 27).

Le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement accordés aux ménages a poursuivi son recul au troisième trimestre 2016 et en octobre, atteignant un nouveau point bas historique. Au cours de la même période, le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires aux SNF a oscillé autour des bas niveaux atteints précédemment. Depuis l'annonce par la BCE de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse sensiblement plus forte que les taux de référence du marché, indiquant ainsi une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et octobre 2016, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de 110 points de base. La réduction des taux débiteurs bancaires a été particulièrement forte dans les pays vulnérables, contribuant ainsi à réduire les asymétries constatées antérieurement dans la transmission de la politique monétaire

dans les différents pays. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est considérablement réduit et globalement stabilisé au troisième trimestre 2016 et en octobre. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs.

**Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro a continué de se renforcer au troisième trimestre 2016.**

Le financement externe des SNF s'établit désormais aux niveaux observés début 2005 (avant la période de croissance excessive du crédit). Le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire, le coût très faible de l'endettement de marché et, plus récemment, un nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record de trésorerie détenue par les SNF, ainsi que les inquiétudes concernant la vigueur de la reprise mondiale et la perception d'une rareté des opportunités de FBCF rentables qui y est associée ont pesé sur le financement externe.

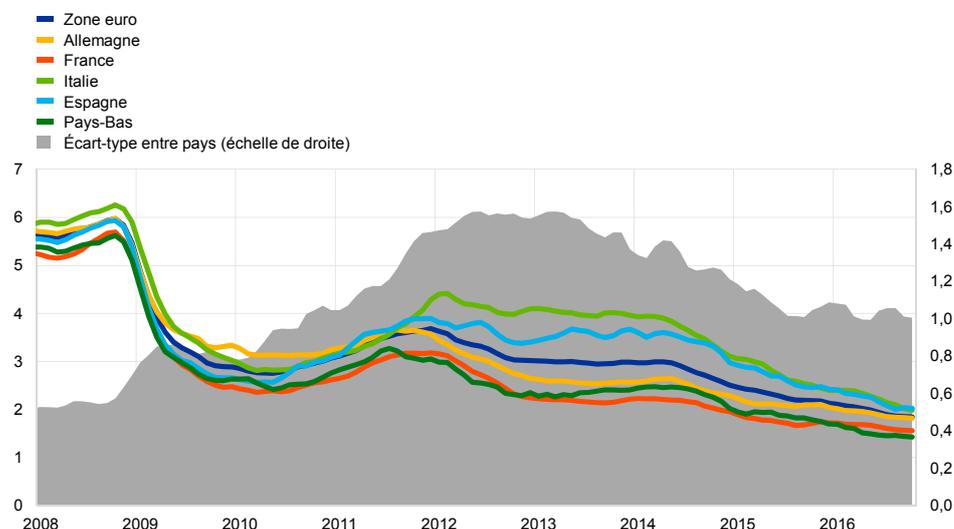
**Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro sont restées soutenues en octobre 2016, avant de se ralentir en novembre.**

Les dernières données officielles de la BCE montrent que l'activité d'émission s'est nettement renforcée en septembre. Cet accroissement a concerné l'ensemble des pays et s'est réalisé à la faveur, entre autres facteurs, des achats d'obligations d'entreprises par la BCE. Les données provisoires indiquent que l'activité d'émission est restée soutenue en octobre, avant de se ralentir en novembre. Le ralentissement observé en novembre pourrait refléter un report par les émetteurs des opérations prévues. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont demeurées relativement faibles ces derniers mois.

## Graphique 26

### Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(variation annuelle en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



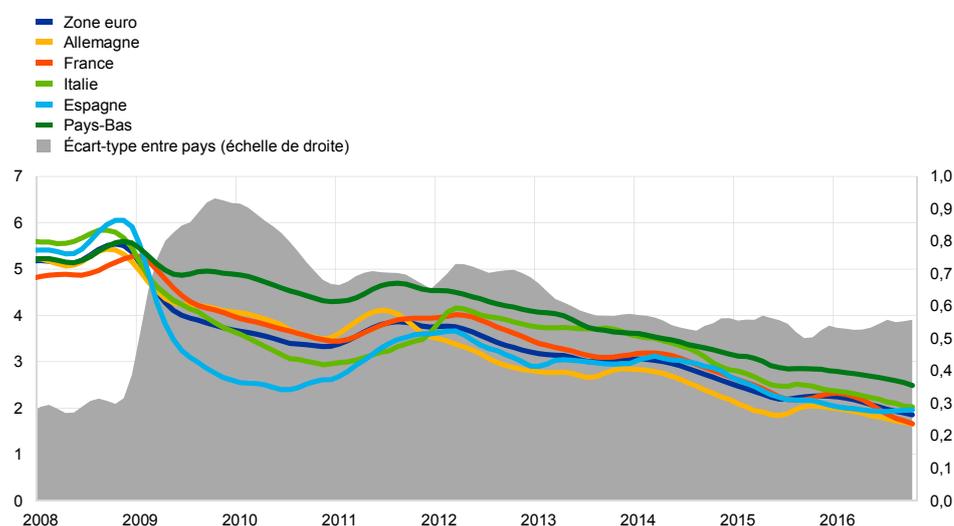
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2016.

## Graphique 27

### Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(variation annuelle en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2016.

### Les coûts de financement des SNF de la zone euro demeurent très favorables.

Le coût nominal total du financement externe des SNF a enregistré une légère baisse en septembre et en octobre 2016, après une légère augmentation en août, par rapport aux niveaux historiquement bas atteints en juillet. Plus récemment, le coût du financement par endettement a présenté les signes d'un possible

retournement dans un contexte de hausse des rendements obligataires mondiaux. Dans le même temps, le financement par émission d'actions est resté onéreux en raison de primes de risque élevées.

## 6 Évolutions budgétaires

*Tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios d'endettement de la zone euro devraient continuer à décliner au cours de la période 2016-2019. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être expansionniste en 2016 et prendre un tour globalement neutre au cours de la période 2017-2019. La réduction de la dette publique sera essentiellement soutenue par un écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt, alimenté par une situation conjoncturelle plus clémente et la faiblesse des taux d'intérêt. Certains pays bénéficient d'une marge budgétaire qui pourrait être mise à profit pour soutenir la croissance. Les pays fortement endettés devront, pour respecter les exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), consentir de nouveaux efforts d'assainissement afin d'imprimer résolument une trajectoire baissière à leurs ratios d'endettement public.*

**Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait poursuivre sa baisse au cours de la période de projection.** Selon les prévisions macroéconomiques établies en décembre 2016 par les services de l'Eurosystème<sup>6</sup>, le déficit budgétaire devrait être ramené de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,2 % du PIB en 2019 (cf. le tableau ci-dessous). Selon les estimations pour 2016, une diminution des paiements d'intérêts et des circonstances conjoncturelles propices agissent comme principaux moteurs de la réduction du déficit. L'abaissement du déficit se poursuivra au cours de la période 2017-2019, toujours grâce au fléchissement des paiements d'intérêts, à des conditions conjoncturelles bénignes et à un solde budgétaire primaire excédentaire. Les perspectives budgétaires sont globalement inchangées par rapport aux projections de septembre 2016<sup>7</sup>.

**L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être expansionniste en 2016 et prendre un tour globalement neutre au cours de la période 2017-2019<sup>8</sup>.**

En 2016, l'orientation expansionniste des politiques budgétaires est principalement le résultat de mesures budgétaires discrétionnaires au niveau des recettes, telles que l'allègement de la fiscalité directe dans plusieurs États de la zone euro. De 2017 à 2019, l'orientation budgétaire devrait être globalement neutre, étant donné que les mesures de nature à accroître le déficit du côté des recettes seront probablement compensées par une croissance moins dynamique des dépenses publiques. Parmi ceux-ci, l'on retrouve en particulier la rémunération des fonctionnaires et la consommation intermédiaire, qui devraient croître à un rythme moins élevé que la croissance nominale tendancielle du PIB, tandis que d'autres postes, comme les

<sup>6</sup> Cf. les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201612.fr.pdf>).

<sup>7</sup> Tandis que les projets de plans budgétaires pour 2017, soumis par les États de la zone euro à la mi-octobre, prévoyaient des efforts d'assainissement supplémentaires pour certains États, ceux-ci ne sont pas nécessairement totalement reflétés dans les projections des services de l'Eurosystème étant donné que ces dernières ne tiennent compte que des mesures déjà adoptées par le parlement ou du moins proches de l'être. Le projet actualisé de plan budgétaire de l'Espagne a été soumis après la date butoir.

<sup>8</sup> L'orientation budgétaire est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le solde primaire ajusté du cycle, déduction faite de mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour une présentation du concept d'orientation budgétaire de la zone euro, le lecteur se référera à l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2016.

investissements publics, devraient progresser au-delà du potentiel. Compte tenu de la nécessité de parvenir à un équilibre entre, d'une part, les impératifs de stabilisation économique et, d'autre part, l'assainissement indispensable pour assurer la soutenabilité des finances publiques dans plusieurs États de la zone euro, une orientation budgétaire neutre en 2017 et par la suite paraît globalement s'imposer. Les révisions apportées aux projections de septembre 2016 sont limitées. Toutefois, du fait essentiellement d'allègements fiscaux déjà annoncés et de recettes exceptionnelles dans plusieurs pays, l'orientation budgétaire en 2016 devrait être légèrement moins expansionniste que prévu.

## Tableau

### Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Recettes totales	46,8	46,5	46,2	46,0	45,8	45,7
b. Dépenses totales	49,4	48,5	47,9	47,5	47,3	47,0
dont :						
c. Paiements d'intérêts	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Dépenses primaires (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,5	45,4	45,2
Solde budgétaire (a - b)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Solde budgétaire primaire (a - d)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Solde budgétaire corrigé du cycle	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Solde budgétaire structurel	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Endettement brut	92,0	90,4	89,4	88,5	87,3	85,7
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. Tout écart éventuel par rapport aux dernières données Eurostat validées résulte de la prise en compte dans les projections de récentes révisions de données.

**Le niveau élevé de la dette publique de la zone euro devrait rester orienté à la baisse.** Après avoir culminé en 2014, le ratio dette/PIB de la zone euro devrait progressivement décroître de 90,4 % en 2015 à 85,7 % d'ici la fin de 2019. La réduction de la dette est essentiellement soutenue par un écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt, alimenté par une situation conjoncturelle plus clémente et la faiblesse des taux d'intérêt. De légers excédents primaires ont également une incidence favorable sur la trajectoire prévue de la dette. En 2017 et 2018, le ratio dette/PIB de la zone euro devrait être légèrement plus élevé que prévu dans les projections de septembre 2016. Plus de la moitié des États de la zone euro devraient dépasser la valeur de référence de 60 % du PIB d'ici la fin de l'horizon de projection. Par ailleurs, dans plusieurs pays, le ratio de la dette publique devrait continuer à augmenter au cours de la période couverte par les projections.

**Les efforts d'assainissement doivent être poursuivis, en particulier dans les pays affichant des ratios dette/PIB élevés.** Étant particulièrement vulnérables à un regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un rebond des taux d'intérêt, les pays lourdement endettés doivent résolument imprimer une tendance baissière à leurs ratios d'endettement public. Respecter pleinement le PSC permettrait de corriger des déséquilibres budgétaires et de parvenir à installer la dette sur une

trajectoire soutenable. Les États de la zone euro dégagant une marge budgétaire ont toute latitude d'utiliser ces moyens disponibles, par exemple en accroissant les investissements publics. Tous les pays gagneraient à s'efforcer de composer des budgets gouvernementaux plus favorables à la croissance.

**À la suite de la présentation des projets de plans budgétaires à la mi-octobre, la Commission européenne a relevé qu'un certain nombre de pays risquaient de ne pas se conformer au PSC.** Un risque de non-conformité avec les exigences du PSC a été décelé dans six des États relevant du volet préventif du PSC, à savoir la Belgique, l'Italie, Chypre, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande. Parmi les pays auxquels s'applique le volet correctif du PSC, seule l'Espagne risquait de ne pas respecter le PSC. Cependant, bien que certains plans budgétaires s'écartent largement des prescriptions du PSC, la Commission n'a exigé d'aucun État membre une actualisation de son plan budgétaire. Pour un examen plus détaillé des projets de plans budgétaires, le lecteur se référera à l'encadré 5 du présent numéro du *Bulletin économique*.

# Encadrés

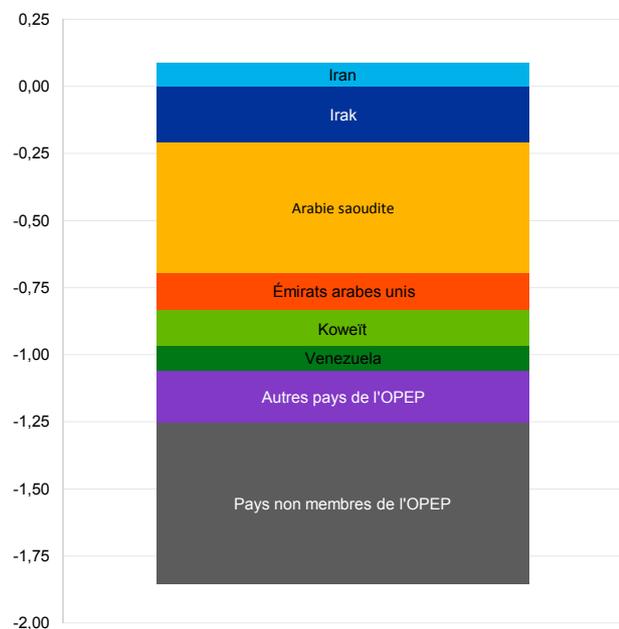
## 1 Impact sur le marché du pétrole de l'accord conclu par l'OPEP en novembre 2016

**Lors de sa conférence ministérielle du 30 novembre 2016, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a défini les conditions de la réintroduction d'un objectif de production de pétrole fixé à 32,5 millions de barils par jour.** L'accord prévoit une réduction de la production de 1,2 million de barils par jour, qui sera mise en œuvre par le biais d'une diminution uniforme de 4,5 % de l'offre de chacun des membres, de janvier à juin 2017 (cf. graphique A). En fonction des conditions du marché et des perspectives d'évolution, l'accord visant à réduire l'offre de pétrole pourrait être prolongé jusqu'à fin 2017. La Libye et le Nigeria en ont toutefois été dispensés, leur offre étant imprévisible et sujette à des perturbations récurrentes liées à l'instabilité politique. Un traitement particulier a été accordé à l'Iran, qui se redresse après les sanctions occidentales, et un objectif de 4 millions de barils par jour lui a été alloué, soit nettement plus que sa production actuelle. La stratégie de réduction de la production de pétrole prônée par l'OPEP est soutenue par les producteurs non membres de cette organisation, qui prévoient de diminuer la production de 0,6 million de barils par jour. L'offre globale sera réduite de 1,9 %, contre une progression de 2,6 % sur la période 2015-2016.

## Graphique A

Réductions de la production convenues lors de la réunion de l'OPEP du 30 novembre

(en millions de barils par jour)



Source : OPEP

Notes : Iran : 0,09 mb/j, Irak : -0,21 mb/j, Koweït : -0,13 mb/j, Arabie saoudite : -0,49 mb/j, Émirats arabes unis : -0,14 mb/j, Venezuela : -0,1 mb/j, pays non membres de l'OPEP : -0,6 mb/j ; la rubrique « Autres pays de l'OPEP » recouvre l'Algérie (-0,05 mb/j), l'Angola (-0,08 mb/j), l'Équateur (-0,03 mb/j), le Gabon (-0,01 mb/j) et le Qatar (-0,03 mb/j).

**Le présent encadré examine la nouvelle stratégie de l'OPEP en matière d'offre et fournit une évaluation de l'impact potentiel sur le prix du pétrole.**

Depuis l'annonce par l'OPEP, le 28 septembre, de son intention de réintroduire des quotas de production, les prix du pétrole ont fluctué au sein d'une fourchette comprise entre 44 et 54 dollars le baril, entraînant un léger regain de volatilité mais pas d'augmentation significative des prix du pétrole, en raison du caractère changeant du sentiment du marché quant à la probabilité d'une réintroduction de quotas de production. À la suite de l'accord, le prix du baril de *Brent* a augmenté de 6 dollars (passant de 45,9 dollars le 29 novembre à 52,0 dollars le 7 décembre). Toutefois, certaines des considérations qui avaient généré une incertitude sur le marché sont toujours d'actualité.

**C'est la première fois que l'OPEP et les producteurs non membres se sont mis d'accord sur une réduction coordonnée de l'offre.**

Cette collaboration est motivée par la volonté commune des différents pays d'améliorer la situation financière de leur économie. La contribution de l'OPEP est plus modeste que lors des précédentes occasions (représentant approximativement la moitié de la réduction appliquée

durant la crise asiatique ou la Grande récession), mais la participation des producteurs n'appartenant pas à l'OPEP a contribué à assurer une diminution substantielle de l'offre de pétrole. Toutefois, la réduction effective pourrait s'avérer moindre qu'annoncé, car il reste à voir si la Russie et les autres producteurs non membres de l'OPEP tiendront leurs engagements.

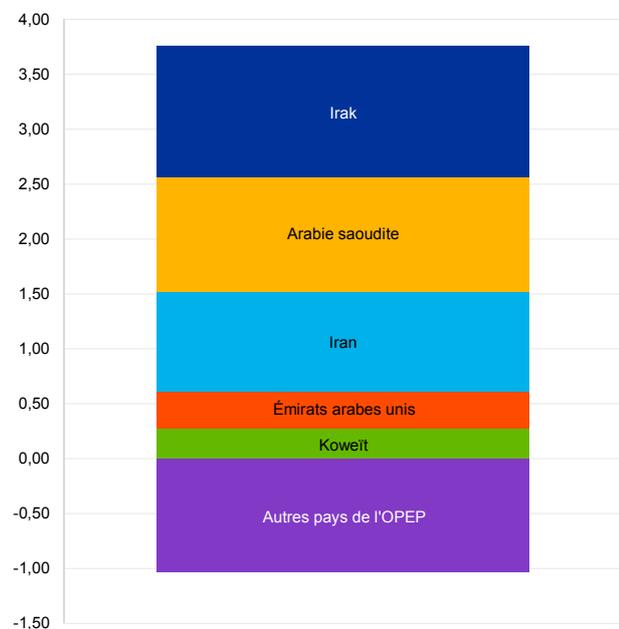
**Avec cet accord, l'Arabie saoudite renonce à la stratégie qu'elle avait adoptée en novembre 2014 et qui consistait à préserver sa part de marché.**

Elle s'était alors opposée à une initiative présentée par les membres moins importants visant à limiter la production pour enrayer une nouvelle chute du prix du pétrole. En conséquence, depuis début 2015, l'offre totale de l'OPEP a augmenté de 2,7 millions de barils par jour, l'essentiel provenant d'Irak, d'Arabie saoudite et plus tard d'Iran, mais les taux de production de certains membres ont diminué en raison de la faiblesse des prix du pétrole (cf. graphique B).

## Graphique B

Variations de l'offre des membres de l'OPEP au cours des deux dernières années

(en millions de barils par jour)



Source : Agence internationale de l'énergie

Notes : Iran : 0,91 mb/j, Irak : 1,19 mb/j, Koweït : 0,28 mb/j, Arabie saoudite : 1,04 mb/j, Émirats arabes unis : 0,34 mb/j, la rubrique « Autres pays de l'OPEP » recouvre l'Algérie (- 0,01 mb/j), l'Angola (- 0,17 mb/j), le Gabon (- 0,03 mb/j), la Libye (- 0,18 mb/j), le Nigeria (- 0,32 mb/j), le Qatar (- 0,06 mb/j), le Venezuela (- 0,32 mb/j), l'Équateur (0,01 mb/j), l'Indonésie (0,04 mb/j).

## L'impact de la décision de l'OPEP sur les futurs prix du pétrole peut être évalué à l'aide d'un grand nombre de modèles.

Par exemple, la réduction de l'offre a été analysée au travers des modèles utilisés par les services de l'Eurosystème<sup>9</sup> et à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) du marché du pétrole avec des restrictions de signes, comparable à celui proposé par Kilian et Murphy<sup>10</sup>. D'après ces modèles, le prix du pétrole devrait enregistrer d'ici fin 2017 une hausse comprise entre 19 % et 25 % par rapport au scénario de référence des projections fondé sur les prix des contrats à terme sur le pétrole à fin 2017<sup>11</sup>.

## Ce scénario d'une hausse est toutefois entouré de risques à la baisse.

Premièrement, l'existence de stocks importants accumulés durant plus de deux années d'offre excédentaire peut agir comme un coussin supplémentaire amortissant toute réaction soudaine et de grande ampleur des prix du pétrole. Deuxièmement, les évolutions de la production dans les pays exemptés par l'accord peuvent compenser en partie l'offre. Troisièmement, la réaction endogène potentielle de l'offre hors OPEP peut limiter la réponse du prix du pétrole. En particulier, les modifications structurelles apportées par la révolution du gaz de

schiste aux États-Unis ont fait baisser les coûts d'extraction de ce gaz à des niveaux inférieurs à ceux des autres producteurs de pétrole non conventionnel, une évolution susceptible d'affecter l'équilibre du prix du pétrole.

## À long terme, le prix du pétrole demeure entravé par le coût marginal de production.

Les conditions de marché structurelles n'ont pas évolué entre-temps. Le marché du pétrole est même devenu plus concurrentiel aujourd'hui qu'il ne l'était deux ans auparavant, la restructuration efficace en termes de coûts du secteur pétrolier aux États-Unis et les nouveaux progrès technologiques ayant encore réduit le seuil de rentabilité à la tête du puits de plus d'un cinquième sur trois ans<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> Cf. la combinaison de quatre modèles présentée dans l'article intitulé « Prévoir le prix du pétrole », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

<sup>10</sup> « *The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 9, 2014, p. 454-478.

<sup>11</sup> Le scénario de référence des projections prévoit que le prix du baril de pétrole atteindra 55 dollars fin 2019. L'analyse réalisée dans cet encadré est globalement conforme à une trajectoire d'évolution différente du prix du pétrole utilisée pour conduire une analyse de sensibilité autour des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, qui étaient conditionnées, entre autres, par les prix des contrats à terme sur le pétrole avant l'accord de l'OPEP. Les résultats de cette analyse de sensibilité sont présentés dans l'encadré 3 intitulé « Analyses de sensibilité et de scénarios » dans l'article « Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro » du présent *Bulletin économique*, disponible sur le site internet de la BCE.

<sup>12</sup> Rystad Energy, « *North American Shale Report – NASReport* », 2016.

## 2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 juillet au 25 octobre 2016

**Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2016, comprises entre le 27 juillet et le 13 septembre et entre le 14 septembre et le 25 octobre 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 septembre est intervenu le règlement de la deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II) pour un montant de 45,3 milliards d'euros. L'apport de liquidité par le biais de cette opération a été partiellement contrebalancé par des remboursements obligatoires de la première série de TLTRO (TLTRO I) et par des remboursements volontaires de la première opération TLTRO I pour un montant total de 11,0 milliards d'euros. Cet apport net de liquidité de 34,2 milliards d'euros a porté l'encours total des deux programmes de TLTRO à 497,2 milliards d'euros à la fin de la période sous revue. En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* - APP), qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 80 milliards d'euros en moyenne.

### Besoin de refinancement

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 908,0 milliards d'euros, soit une hausse de 65,0 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les troisième et quatrième périodes de constitution de 2016).**

Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable aux facteurs autonomes nets, qui ont augmenté en moyenne de 63,2 milliards d'euros pour s'établir à un niveau record de 790,8 milliards, tandis que les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté (cf. tableau).

## Tableau

### Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Période sous revue (du 27 juillet au 25 octobre 2016)		Période précédente (du 27 avril au 26 juillet 2016)		Sixième période de constitution (du 14 septembre au 25 octobre 2016)		Cinquième période de constitution (du 27 juillet au 13 septembre 2016)	
<b>Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)</b>								
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 916,7</b>	<b>(+65,0)</b>	<b>1 851,7</b>	<b>1 938,4</b>	<b>(+40,3)</b>	<b>1 898,0</b>	<b>(+0,3)</b>	
Billets en circulation	1 095,5	(+13,3)	1 082,3	1 094,7	(-1,5)	1 096,2	(+9,1)	
Dépôts des administrations publiques	151,9	(+0,2)	151,6	168,3	(+30,5)	137,8	(-37,7)	
Autres facteurs autonomes	669,3	(+51,5)	617,7	675,3	(+11,3)	664,0	(+28,9)	
<b>Instruments de politique monétaire</b>								
Comptes courants	762,0	(+120,1)	641,9	777,4	(+28,6)	748,8	(+91,4)	
Réserves obligatoires	117,2	(+1,7)	115,5	117,8	(+1,1)	116,7	(+0,8)	
Facilité de dépôt	369,9	(+53,3)	316,6	387,3	(+32,2)	355,1	(+32,0)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)	
<b>Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>								
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 126,2</b>	<b>(+1,7)</b>	<b>1 124,5</b>	<b>1 115,5</b>	<b>(-19,8)</b>	<b>1 135,3</b>	<b>(+3,0)</b>	
Réserves nettes de change	686,3	(+32,1)	654,2	687,8	(+2,8)	685,0	(+18,9)	
Actifs nets libellés en euros	439,9	(-30,4)	470,3	427,8	(-22,6)	450,3	(-15,9)	
<b>Instruments de politique monétaire</b>								
Opération d' <i>open market</i>	1 922,7	(+236,8)	1 685,9	1 987,9	(+121,0)	1 866,9	(+120,6)	
Opérations d'appels d'offres	533,5	(+18,4)	515,0	540,9	(+13,7)	527,2	(+8,0)	
Opérations principales de refinancement	40,6	(-9,8)	50,5	37,4	(-6,1)	43,5	(-4,1)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	19,3	(-8,2)	27,6	17,7	(-3,0)	20,7	(-3,8)	
Opérations TLTRO I	60,3	(-253,9)	314,1	56,3	(-7,4)	63,7	(-155,2)	
Opérations TLTRO II	413,2	(+290,4)	122,9	429,5	(+30,2)	399,3	(+171,1)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres	1 389,2	(+218,4)	1 170,9	1 447,0	(+107,3)	1 339,7	(+112,6)	
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	15,9	(-2,4)	18,3	15,2	(-1,3)	16,5	(-1,3)	
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	7,4	(-0,7)	8,0	7,2	(-0,3)	7,5	(-0,2)	
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	191,6	(+11,8)	179,7	194,7	(+5,9)	188,8	(+5,6)	
Programme pour les marchés de titres	107,1	(-4,0)	111,1	105,4	(-3,1)	108,5	(-2,4)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	20,5	(+1,0)	19,5	20,7	(+0,4)	20,3	(+0,4)	
Programme d'achats de titres du secteur public	1 023,0	(+192,3)	830,7	1 072,9	(+92,6)	980,3	(+99,1)	
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	23,9	(+20,4)	3,5	30,8	(+12,9)	17,9	(+11,4)	
Facilité de prêt marginal	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,1)	
<b>Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>								
Besoin global de refinancement	908,0	(+65,0)	843,1	941,1	(+61,4)	879,7	(-2,0)	
Facteurs autonomes <sup>1</sup>	790,8	(+63,2)	727,6	823,3	(+60,3)	763,0	(-2,9)	
Excédent de liquidité	1 014,7	(+171,9)	842,8	1 046,8	(+59,6)	987,2	(+122,6)	
<b>Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)</b>								
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,342	(-0,008)	-0,333	-0,345	(-0,006)	-0,339	(-0,009)	

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 ».

**Les facteurs autonomes ont contribué à un léger élargissement de la liquidité 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 avoirs extérieurs nets.** Les actifs nets libellés en euros ont diminué pour ressortir en moyenne à 439,9 milliards d'euros, soit 30,4 milliards de moins que durant la précédente période sous revue, en raison de la baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et d'une augmentation des dépôts des institutions officielles étrangères auprès des banques centrales nationales. Ces institutions ont renforcé leurs avoirs, peut-être en raison de la pénurie d'autres opportunités d'investissement intéressantes sur le marché. Les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 32,1 milliards d'euros pour s'établir à 686,3 milliards, principalement sous l'effet de réévaluations trimestrielles des portefeuilles reflétant l'affaiblissement de l'euro (évolution contrebalancée, en définitive, par des évolutions équivalentes de l'ensemble des autres facteurs autonomes exerçant une incidence restrictive sur la liquidité).

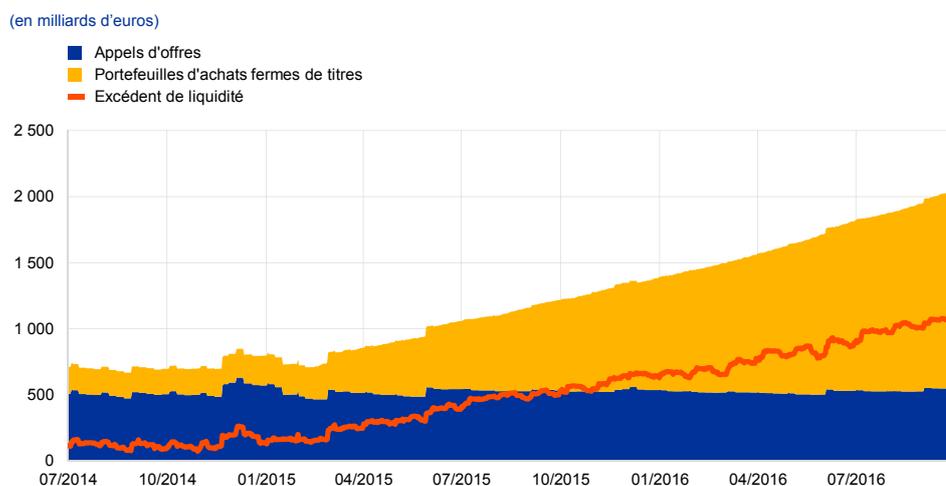
**La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée, pratiquement sans changement par rapport à la précédente période de constitution.** Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et, dans une bien moindre mesure, la réévaluation trimestrielle des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros. Dans le même temps, l'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires de l'Eurosystème relatives aux facteurs autonomes a augmenté de 5,1 milliards d'euros, à 11,3 milliards au cours de la période sous revue.

## 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 236,8 milliards d'euros pour s'établir à 1 922,7 milliards (cf. graphique).** Cette hausse résulte essentiellement du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE.

## Graphique

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



Source : BCE.

#### **Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 18,4 milliards d'euros pour s'établir à 533,5 milliards.**

L'augmentation de la liquidité fournie par le biais des TLTRO a plus que compensé la baisse de la liquidité fournie par les opérations régulières. 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 9,8 milliards d'euros et de 8,2 milliards, respectivement, alors que l'encours des opérations TLTRO a augmenté de 36,5 milliards en moyenne sous l'effet, en termes nets, du règlement de la deuxième opération TLTRO II, des remboursements obligatoires des opérations TLTRO I et des remboursements volontaires de la première opération TLTRO I.

#### **La liquidité moyenne fournie par le biais du programme étendu d'achats d'actifs a augmenté de 218,4 milliards d'euros pour s'établir à 1 389,2 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 192,3 milliards d'euros, de 11,8 milliards, de 1,0 milliard et de 20,4 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées s'est élevé au total à 7,1 milliards d'euros.

## Excédent de liquidité

**Par suite des évolutions précédemment examinées en détail, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 171,9 milliards d'euros, pour s'établir à 1 014,7 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique).** Cet accroissement est intervenu pour l'essentiel durant la cinquième période de constitution, au cours de laquelle l'excédent de liquidité a augmenté de 122,6 milliards d'euros sous l'effet de l'apport de liquidité résultant du programme étendu d'achats d'actifs, les facteurs autonomes demeurant pratiquement stables. La plus faible hausse (59,6 milliards d'euros) enregistrée au cours de la sixième période de constitution résulte principalement d'une augmentation des facteurs autonomes, qui a absorbé en partie l'apport de liquidité résultant du programme étendu d'achats d'actifs.

**Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée surtout dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 120,1 milliards d'euros pour s'établir à 762,0 milliards au cours de la période sous revue.** Le recours moyen à la facilité de dépôt s'est accru de 53,3 milliards d'euros pour s'établir à 369,9 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, voire en deçà, 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  $-0,342\%$ , en légère baisse par rapport à une moyenne de  $-0,333\%$  lors de la précédente période de référence. L'Eonia a oscillé au sein d'une fourchette étroite, avec un point haut à  $-0,321\%$  et un point bas à  $-0,354\%$ . En outre, les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché *GC Pooling* sont revenus à  $-0,401\%$  et à  $-0,395\%$ , respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,005 et 0,008 point de pourcentage, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue. Ces taux ont également oscillé au sein d'une fourchette étroite, excepté à la fin du troisième trimestre, où le taux au jour le jour des opérations de pension sur le marché *GC Pooling* pour le panier de garantie standard s'est inscrit en forte baisse pour ressortir à  $-0,457\%$ . Cette évolution reflète l'offre moins importante de garanties de bonne qualité sur le marché des pensions autour de la période d'obligation réglementaire de déclaration, comme la fin de trimestre.

### 3 Indicateurs structurels du climat des affaires dans la zone euro

**Les pratiques commerciales demeurent très hétérogènes dans les pays de la zone euro et généralement éloignées de celles des pays les plus performants au niveau mondial.** Un climat des affaires favorable peut faciliter la création de nouvelles entreprises, soutenir l'activité économique, stimuler l'emploi et accroître la capacité de résistance des économies à des chocs négatifs<sup>13</sup>. Plusieurs institutions<sup>14</sup>, y compris la BCE<sup>15</sup>, ont appelé à une réforme du climat des affaires afin d'encourager le dynamisme économique et l'esprit d'entreprise dans la zone euro. Cet encadré utilise des indicateurs structurels pour présenter une vue d'ensemble, des faits stylisés et des exemples intuitifs concernant l'état du climat des affaires dans les pays de la zone euro par rapport aux pays les plus performants du monde, et montrer comment cette situation a pu évoluer durant la crise.

#### **Les indicateurs structurels confirment que l'environnement reste relativement défavorable aux entreprises dans la majorité des pays de la zone euro.**

L'indicateur pour la facilité de faire des affaires (*ease of doing business*) de la Banque mondiale<sup>16</sup> met en évidence les principaux aspects de l'environnement des affaires ; il est présenté dans le graphique A, l'axe horizontal indiquant le classement mondial des pays et les barres de l'histogramme le niveau de l'indicateur. Les points jaunes retracent l'évolution des indicateurs entre 2008 et 2013, et les triangles rouges celle de 2013 à 2016. Le classement issu du rapport *Doing Business* 2017 indique qu'aucun pays de la zone euro ne figure parmi les dix premiers au niveau mondial<sup>17</sup>. L'Estonie (12), la Finlande (13) et la Lettonie (14) sont les pays de la zone euro qui occupent le meilleur classement, tandis que le Luxembourg (59), la Grèce (61) et Malte (76) sont les pays les moins bien classés. S'agissant de la mise en œuvre des réformes, la Lettonie, le Portugal et la Slovénie sont des pays qui ont enregistré des progrès significatifs vers un environnement des affaires plus favorable durant la crise sur la période 2008-2013 (points jaunes). Toutefois, le rythme des réformes sur la période 2013-2016 s'est nettement ralenti dans la majorité des pays de la zone euro (triangles rouges). En effet, depuis 2013, les progrès dans les principaux domaines de l'environnement des affaires se sont accélérés uniquement en Irlande, en Autriche, aux Pays-Bas, en France, en Espagne, en Belgique et à

<sup>13</sup> Pour un exemple récent, cf. Sondermann (D.), « *Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures* », *Working Paper Series* n° 1984, BCE, novembre 2016.

<sup>14</sup> Cf., par exemple, la Commission européenne, « *Recommandation de Recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro* », COM (2016) 726, 16 novembre 2016.

<sup>15</sup> Cf., par exemple, les récents discours des membres du Directoire ou la déclaration introductive du président de la BCE, y compris Draghi (M.), « *The productivity challenge for Europe* », à l'occasion du 100<sup>e</sup> anniversaire de Deusto Business School, Madrid, 30 novembre 2016, ou Draghi (M.), « *Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015* », Strasbourg, 21 novembre 2016.

<sup>16</sup> L'indicateur global *Doing Business* est une agrégation de dix indicateurs : création d'entreprise, octroi de permis de construire, raccordement à l'électricité, transfert de propriété, obtention de prêts, protection des investisseurs minoritaires, paiement des taxes et des impôts, commerce transfrontalier, exécution des contrats et fermeture d'entreprise. Les dix indicateurs sont eux-mêmes une agrégation de plusieurs indicateurs.

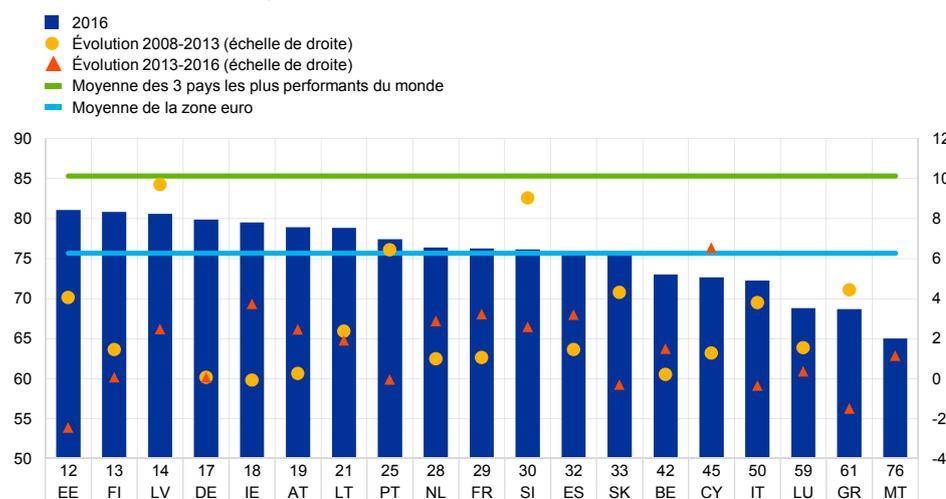
<sup>17</sup> Cf. le rapport *Doing Business* 2017, disponible à l'adresse suivante : <http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB17-Report.pdf>

Chypre. Dans le même temps, certains pays de la zone euro se sont encore plus éloignés des meilleures pratiques durant la période 2013-2016 (la Grèce, l'Italie, la Slovaquie et l'Estonie, par exemple). En outre, la moyenne pour la zone euro (ligne bleu clair) est très éloignée de celle des pays les plus performants au niveau mondial (ligne verte), le classement global de certains pays de la zone figurant parmi les économies avancées les moins performantes.

## Graphique A

### Classement général pour la facilité de faire des affaires

(distance de la frontière (échelle de gauche) ; mise en œuvre des réformes (échelle de droite))



Sources : Banque mondiale, *Doing Business* et calculs de la BCE.

Notes : L'échelle de gauche correspond à la distance de la frontière. Plus la valeur est élevée, plus le pays est proche de la frontière (frontière = 100). Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite montre l'évolution de la distance de la frontière pour les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation positive (négative) de la mise en œuvre des réformes signifie qu'un pays se rapproche (s'éloigne) de la frontière. Le chiffre figurant sur l'axe horizontal correspond au classement mondial actuel du pays. Concernant Malte, aucun chiffre n'est disponible pour 2008.

### La majorité des pays de la zone euro demeurent également éloignés de la frontière en matière de compétitivité (cf. graphique B).

C'est ce que confirme l'indice de compétitivité mondial<sup>18</sup>, selon lequel de nombreux pays de la zone euro sont encore en proie à d'importants problèmes de compétitivité. Tandis que les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande figurent parmi les dix économies les plus compétitives au monde, plusieurs pays de la zone euro font encore partie des économies avancées les moins compétitives. Selon l'indice, la compétitivité s'est détériorée durant la période 2008-2013 dans plusieurs pays (notamment en France, en Espagne, en Slovaquie, à Chypre et en Grèce), avant de s'améliorer légèrement entre 2013 et 2016<sup>19</sup> dans la majorité des pays de la zone euro, à l'exception de la Finlande et de Chypre. Compte tenu de la faible croissance de la

<sup>18</sup> L'indice de compétitivité mondial évalue le paysage de 138 économies en termes de compétitivité, sur une échelle allant de 1 (classement le plus bas) à 7 (meilleur classement), fournissant ainsi des indications sur leurs moteurs de productivité et de prospérité. L'indice regroupe plus de 100 variables, qui mêlent des aspects macroéconomiques et microéconomiques de la compétitivité, au sein d'un indice unique. En outre, l'indice global est une agrégation de 12 piliers (sous-indicateurs), mais le présent encadré mentionne uniquement l'indicateur agrégé.

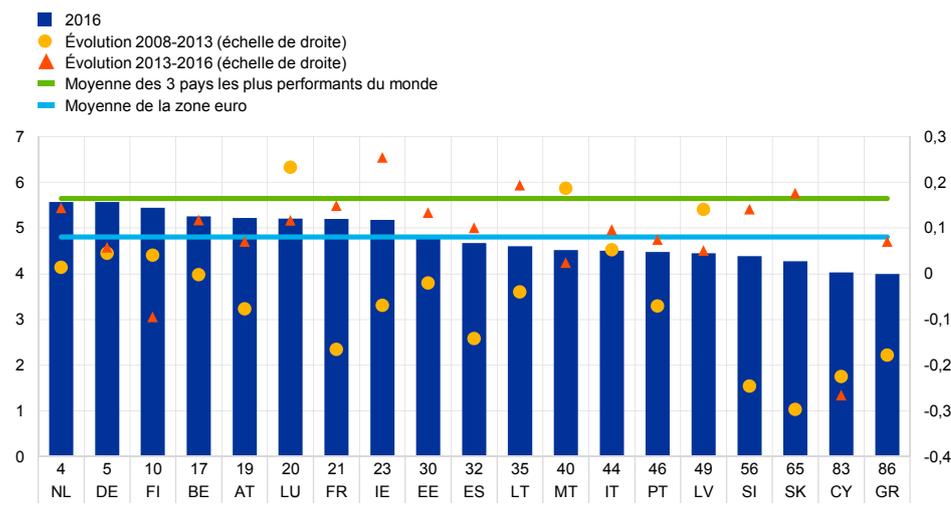
<sup>19</sup> Il convient de souligner que l'indice de compétitivité mondial est corrigé du PIB par habitant. Par conséquent, les pays dont le PIB par habitant est plus élevé devraient afficher, en moyenne, un environnement plus compétitif ; ainsi, la reprise économique permet aux pays d'atteindre un indice plus élevé.

productivité globale des facteurs (PGF) dans la zone euro au cours des vingt dernières années, conjuguée à des perspectives moroses concernant la croissance future de la productivité, une amélioration notable de la compétitivité des structures <sup>20</sup> est essentielle pour rattraper les économies les plus compétitives.

## Graphique B

### « Indice de compétitivité mondial » global

(indice (échelle de gauche) ; mise en œuvre des réformes (échelle de droite))



Sources : Forum économique mondial et calculs de la BCE.

Notes : Sur l'échelle de gauche, une valeur plus élevée correspond à une plus forte compétitivité. Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite montre l'évolution de l'indice pour les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation positive (négative) de la mise en œuvre des réformes supérieure (inférieure) à zéro signifie qu'un pays a enregistré de meilleurs (moins bons) résultats à la fin de la période qu'au départ. Le chiffre figurant sur l'axe horizontal correspond au classement mondial actuel du pays.

### Les sous-composantes de l'indicateur *Doing Business* – telles que l'« exécution des contrats » – confirment que l'écart entre les pays les plus performants et les pays de la zone euro est important.

La longueur des procédures judiciaires et les difficultés relatives à l'exécution des contrats <sup>21</sup> peuvent être le signe de limites du système juridique national. Ces limites risquent, par exemple, de décourager les investisseurs ou de réduire l'accès des entreprises au financement externe dont elles pourraient avoir besoin. Le fait que plus de 600 jours en moyenne soient nécessaires pour exécuter un contrat dans la zone euro, contre seulement 250 jours dans les pays les plus performants au niveau mondial, est donc une autre source de préoccupation (cf. graphique C). En effet, plus de trois ans sont encore nécessaires pour exécuter un contrat en Grèce, en Slovaquie, en Italie et à Chypre, même si certains progrès ont pu être observés en Slovaquie et en Italie après 2008. Cependant, leurs efforts de réforme ne sont pas encore suffisants pour leur permettre de se rapprocher des pays les plus performants du monde. En

<sup>20</sup> Cf. également 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*, BCE, n° 5, 2016.

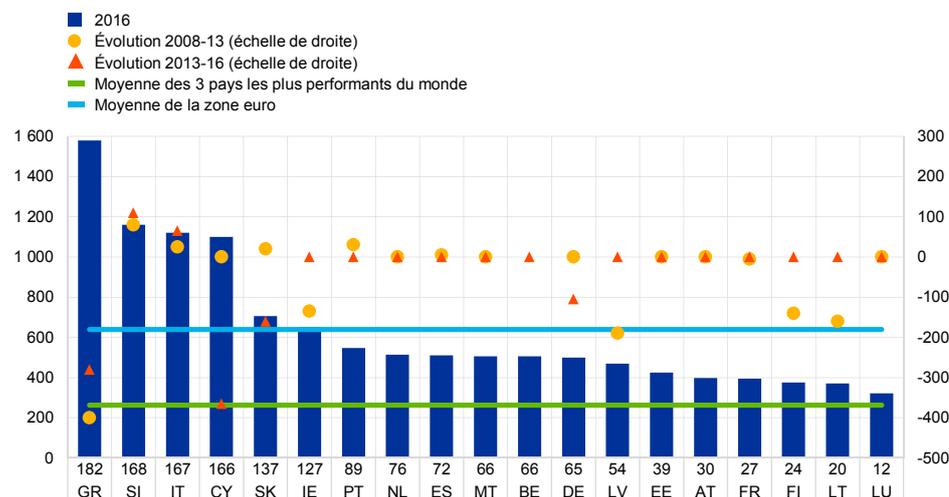
<sup>21</sup> Pour une revue détaillée de la littérature dans ce domaine, cf. Aboala (D.), Noya (N.) et Rius (A.), « *Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence* », *World Development*, vol. 64, p. 322–338, décembre 2014.

revanche, il faut un an environ pour exécuter un contrat au Luxembourg, en Lituanie et en Finlande.

### Graphique C

Indicateur du « nombre de jours nécessaires à l'exécution des contrats »

(exécution des contrats : délai (jours) (échelle de gauche) ; mise en œuvre des réformes (échelle de droite))



Sources : Banque mondiale, *Doing Business* (composante relative à la durée d'exécution des contrats), et calculs de la BCE.  
Notes : Sur l'échelle de gauche, plus la valeur est élevée, plus l'exécution des contrats est coûteuse en temps. Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite montre l'évolution du nombre de jours nécessaire pour exécuter un contrat pour les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation de la mise en œuvre des réformes supérieure (inférieure) à zéro signifie qu'un pays se rapproche (s'éloigne) des meilleures pratiques. Le chiffre figurant au-dessous du graphique correspond au classement mondial actuel du pays. Concernant Malte, aucun chiffre n'est disponible pour 2008.

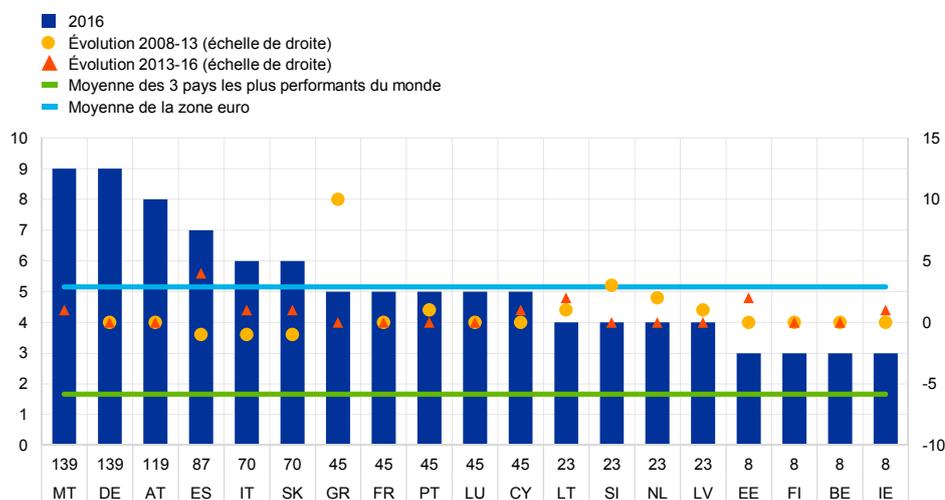
**Cinq procédures doivent être engagées pour créer une entreprise dans la zone euro, ce qui nécessite des démarches administratives beaucoup plus importantes que dans les pays les plus performants (cf. graphique D).** Ce chiffre varie de trois procédures (en Belgique, en Estonie, en Finlande et en Irlande) à neuf en Allemagne et à Malte, tandis que dans le pays le plus performant à l'échelle mondiale, une seule procédure est nécessaire. Une grande majorité de pays de la zone euro, à l'exception de la Grèce, a accompli peu d'efforts en vue de réduire les formalités administratives. Des formalités administratives contraignantes et une réglementation lourde freinent l'allocation efficace des ressources par les entreprises et sont souvent le signe d'une lourdeur de l'administration publique<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Cf., par exemple, Gust (C.) et Marquez (J.), « *International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices* », *Labour Economics*, vol. 11, n. 1, p. 33-58, février 2004.

## Graphique D

### Indicateur du « nombre de procédures nécessaires à la création d'entreprise »

(création d'entreprise : procédures (nombre) (échelle de gauche) ; mise en œuvre des réformes (échelle de droite))



Sources : Banque mondiale, *Doing Business* – création d'entreprise (nombre de procédures), et calculs de la BCE.

Notes : Sur l'échelle de gauche, plus la valeur est élevée, plus la création d'entreprise est coûteuse en termes de nombres de procédures nécessaires à l'ouverture d'une entreprise. Pour mesurer les réformes mises en œuvre, l'échelle de droite compare l'évolution du nombre de procédures nécessaires à la création d'entreprise pour les périodes 2008-2013 (points jaunes) et 2013-2016 (triangles rouges). Une variation de la mise en œuvre des réformes supérieure (inférieure) à zéro signifie qu'un pays se rapproche (s'éloigne) des meilleures pratiques. Le chiffre figurant au-dessous du graphique correspond au classement mondial actuel du pays. Concernant Malte, aucun chiffre n'est disponible pour 2008.

**Afin d'accroître l'investissement et la productivité, de stimuler la création d'emplois et de garantir une capacité d'absorption des chocs suffisante, des mesures destinées à remédier aux faiblesses de l'environnement des affaires évoquées précédemment – notamment des mesures visant à faciliter l'arrivée de nouvelles entreprises et à renforcer la compétitivité – devraient être une priorité dans la zone euro.** Plusieurs pays de la zone euro disposent d'un environnement des affaires relativement défavorable, d'après un certain nombre d'indicateurs, et ce sont eux qui bénéficieraient le plus d'importantes réformes dans ce domaine. Néanmoins, les divers indicateurs et mesures permettent globalement de constater que la zone euro est en retard par rapport aux pays les plus performants du monde. Par conséquent, les pays de la zone euro peuvent fortement bénéficier de la mise en œuvre de réformes destinées à améliorer leur environnement des affaires.

## 4 Évaluation de l'impact des coûts du logement sur la hausse de l'IPCH

**La zone euro a connu récemment une forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel, tandis que la progression de l'IPCH est restée modérée.** La hausse annuelle des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro a enregistré des accélérations successives sur plusieurs trimestres, et mi-2016 elle a renoué avec sa moyenne de long terme de 2,9 %<sup>23</sup>. Le présent encadré examine pourquoi les coûts du logement n'ont pas, dès lors, exercé des tensions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'IPCH via la composante services. Les coûts du logement sont actuellement pris en compte dans l'IPCH au travers des loyers effectifs et des réparations courantes mais dans l'idéal, l'indice devrait couvrir toutes les dépenses de consommation liées au logement. Afin d'améliorer encore la pertinence et la comparabilité de l'IPCH, le Système statistique européen développe une mesure des coûts des logements occupés par leur propriétaire (LOP)<sup>24</sup>. Dans ce contexte, le présent encadré étudie tout d'abord le lien entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers et, dans un second temps, il évalue des données expérimentales sur les LOP publiées par Eurostat plus tôt dans l'année.

**Les ralentissements de la progression des loyers ont contribué au fléchissement de la hausse de la composante Services de l'IPCH observé par le passé.** La rubrique de l'IPCH « Loyers d'habitation effectifs » représente 15 % du panier de l'IPCH Services de la zone euro et son taux de progression annuel est généralement plus stable que celui de l'ensemble des services. Après être revenue légèrement en deçà de 1,5 % en 2010, la hausse des loyers a poursuivi son ralentissement pour s'établir autour de 1,0 % en 2015, un niveau nettement inférieur à la moyenne de long terme de 1,7 % (cf. graphique A). Par conséquent, les évolutions des prix des loyers observées au cours des dernières années n'ont pas soutenu la hausse des prix des services mais ont fait partie intégrante de son ralentissement.

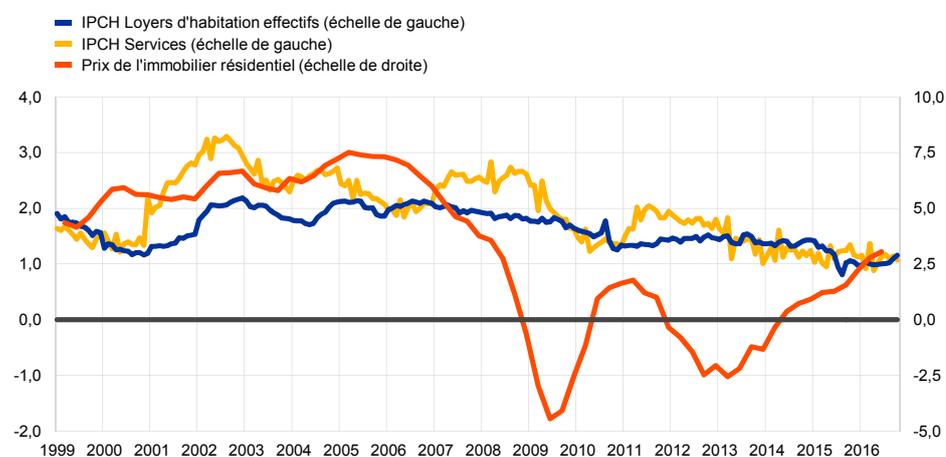
<sup>23</sup> Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016. Les moyennes sont calculées en utilisant des données remontant jusqu'à 1999.

<sup>24</sup> Pour plus d'informations, cf. le considérant 10 du [Règlement \(UE\) 2016/792 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements, et abrogeant le règlement \(CE\) n° 2494/95 du Conseil](#) (JO L 135, 24.05.2016).

## Graphique A

### Taux de variation des loyers, de l'ensemble des services et des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

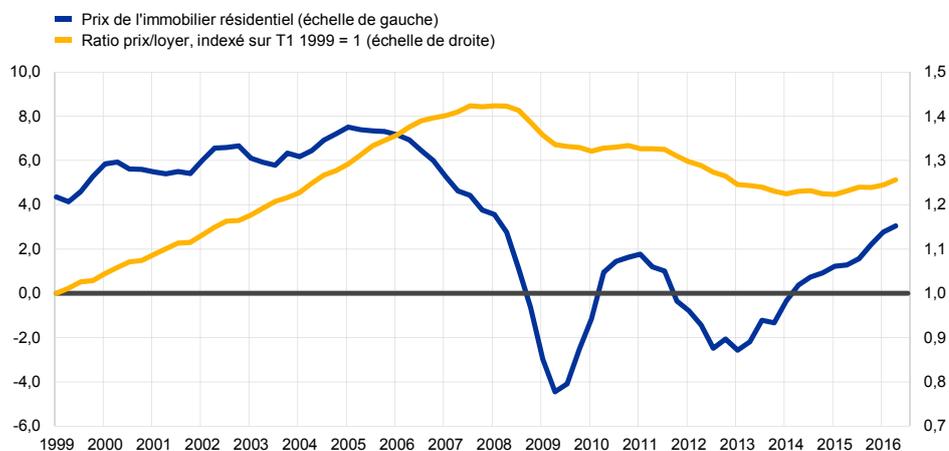
**En principe, il existe une relation à long terme entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers.** Par exemple, si les prix de l'immobilier résidentiel sont jugés élevés par rapport aux loyers, certains propriétaires pourraient alors décider de vendre et de devenir locataire, en envisageant de racheter plus tard à un prix plus bas. Cela exercerait une pression à la baisse sur les prix des logements et une pression à la hausse sur les loyers, conduisant à un ajustement.

**Dans la pratique, toutefois, plusieurs frictions peuvent entraîner un découplage prolongé entre la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel et celle des loyers.** Ces frictions, telles que les coûts de transaction, les contraintes de crédit et la durée longue de certains contrats de location, limitent la substituabilité entre louer un bien immobilier et en être propriétaire. De plus, dans certains pays de la zone euro, les contrôles des loyers, y compris l'indexation, sont importants et peuvent entraîner une divergence plus durable entre les deux séries de prix. Cela est particulièrement vrai pour les logements sociaux, qui représentent une part importante de la composante « Loyers d'habitation effectifs » de l'IPCH national de certains pays. Lorsque les loyers sont indexés sur un indice des prix à la consommation, la faible inflation de ces dernières années peut avoir exercé successivement davantage de pressions à la baisse sur la hausse des loyers.

## Graphique B

### Prix de l'immobilier résidentiel et ratio prix/loyer

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

#### Le ratio entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers dans la zone euro a varié au fil du temps (cf. graphique B)<sup>25</sup>.

En particulier, les baisses antérieures des taux d'intérêt ont probablement influencé cette relation. Les baisses des taux d'intérêt nominaux impliquent une diminution des rendements d'autres actifs de placement de référence tels que les obligations et entraînent ainsi également un recul du rendement locatif exigé de l'immobilier résidentiel<sup>26</sup>. Dans la pratique, cet ajustement à la baisse du rendement locatif est plus susceptible de se produire via une accélération des hausses des prix de l'immobilier résidentiel que par le biais d'un ralentissement de la progression des loyers. Mais les variations du ratio prix de l'immobilier résidentiel/loyer illustrent également le fait qu'au cours de la période précédant la crise, les valorisations des logements avaient atteint des limites hautes dans de nombreux pays. En conclusion, il ne faut pas s'attendre à ce que le rebond récent de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel stimule automatiquement la progression des loyers d'habitation et ainsi l'inflation mesurée par l'IPCH.

#### L'inflation mesurée par l'IPCH ne reflète que partiellement les variations des prix liés au logement, dans la mesure où elle se concentre sur les loyers effectifs et n'inclut pas l'ensemble des coûts des LOP.

Cette restriction reflète les difficultés rencontrées pour résoudre le dilemme entre deux objectifs conceptuels apparemment contradictoires. Le premier tient au fait que l'IPCH devrait rendre compte des prix à la consommation plutôt que des prix des actifs. Toutefois, il est plus naturel de considérer un bien immobilier non pas comme un bien de consommation mais plutôt comme une sorte d'actif de placement servant à la fois de réserve de richesse et rapportant un flux continu de services de logement

<sup>25</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les prix des logements dans la zone euro et la composante « loyers » de l'IPCH », *Bulletin mensuel*, BCE, août 2014.

<sup>26</sup> Le rendement du loyer est défini comme le ratio d'un loyer annuel rapporté au prix du bien immobilier, c'est-à-dire l'inverse du ratio prix/loyer ; ainsi un rendement du loyer plus bas correspond à un ratio prix/loyer plus élevé.

consommables<sup>27</sup>. Cela donne à penser que les prix des logements ne devraient pas être incorporés directement dans l'IPCH. Selon le second objectif conceptuel, l'IPCH devrait être fondé uniquement sur les prix des transactions monétaires observables. Cela plaide contre l'utilisation des loyers des biens immobiliers équivalents comme une mesure du prix du flux de dividendes des services de logement consommés par un propriétaire occupant (ce que l'on appelle l'approche de l'équivalence locative).

**La nature de cette dichotomie signifie que les instituts nationaux de statistiques ont tendance à faire un compromis entre ces deux objectifs s'agissant de leurs propres indices des prix à la consommation.** Il n'existe

cependant aucun consensus international sur la forme optimale de ce compromis ; les caractéristiques individuelles de chaque pays et les principaux objectifs pour lesquels l'indice des prix à la consommation est utilisé sont souvent un facteur essentiel. De nombreux pays disposant de marchés locatifs uniformément bien développés ont choisi d'adopter l'approche de l'équivalence locative<sup>28</sup>. D'autres pays, notamment ceux où les données font une distinction entre le prix de la construction (qui reflète la part du bien immobilier qui correspond à un bien de consommation) et le prix du terrain (qui reflète la part qui correspond à un actif de placement), calculent leur indice des prix des LOP directement à partir du prix de la construction. Dans la zone euro, il existe une grande hétérogénéité des marchés de l'immobilier résidentiel entre les pays membres, les ratios d'occupation par les propriétaires s'établissant entre 50 % et plus de 90 % ; depuis plus de 15 ans, le Système européen des statistiques a donc suivi une approche fondée sur le prix observable de l'immobilier résidentiel. Cela signifie cependant que l'indice inclut toujours un élément correspondant à un prix d'actif.

**En début d'année, Eurostat a publié de nouvelles données expérimentales sur les LOP, fournies par les instituts nationaux de statistiques de l'UE.** Ces indices

des prix LOP reflètent les variations du prix des achats nets de biens immobiliers résidentiels par le secteur des ménages, les transactions entre ménages étant exclues. Les calculs indicatifs réalisés par la BCE afin de montrer l'ampleur de l'incidence potentielle de l'inclusion des indices nationaux des prix LOP dans l'IPCH de la zone euro impliquent des différences absolues dans les taux d'inflation allant jusqu'à 0,2 point de pourcentage pour n'importe quel trimestre considéré isolément, mais aucune différence pour la moyenne sur les cinq dernières années. Ces indices nationaux des prix LOP sont disponibles seulement trimestriellement avec un décalage (les données les plus récentes se rapportent au deuxième trimestre 2016)<sup>29</sup>. À l'heure actuelle, une estimation incluant les LOP ferait apparaître un taux d'inflation légèrement supérieur à l'IPCH, mais de peu

---

<sup>27</sup> Dans cette acception, un logement pourrait être assimilé à une action : un actif qui génère également un flux de dividendes.

<sup>28</sup> Par exemple, l'Office national des statistiques du Royaume-Uni a récemment annoncé qu'un indice des prix à la consommation incluant une équivalence locative allait devenir sa principale mesure de l'inflation.

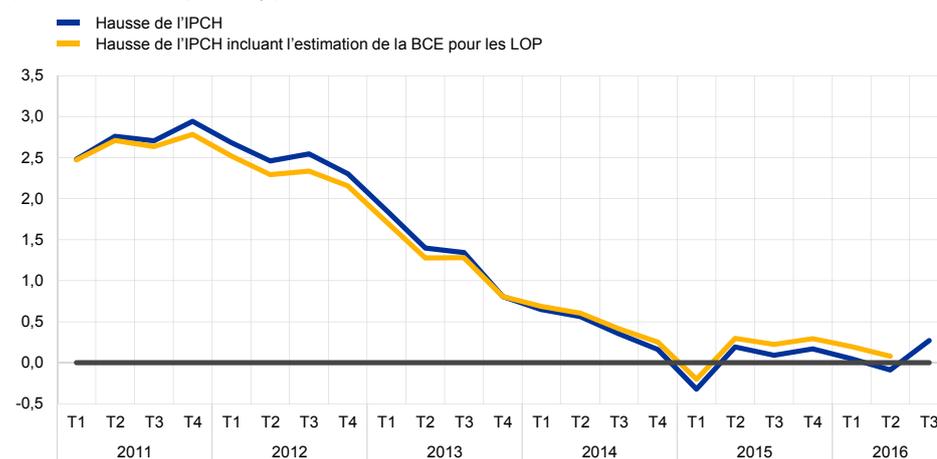
<sup>29</sup> Plus précisément, ces indices LOP expérimentaux trimestriels ne sont publiés qu'avec les données de l'IPCH du dernier mois du trimestre qui suit le trimestre de référence. Cela signifie que les données pour le troisième trimestre 2016 ne seront publiées qu'avec les données de l'IPCH de décembre 2016, en janvier 2017. Des informations supplémentaires sur ces nouvelles données expérimentales sont disponibles à l'adresse [http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc\\_hpi\\_oo\\_esms.htm](http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm)

(cf. graphique C). Il convient toutefois de garder à l'esprit la nature expérimentale de ces données car l'approche et la méthodologie sont toujours en cours d'évaluation par Eurostat.

### Graphique C

#### Inflation et coûts des LOP dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**Globalement, les coûts du logement apportent actuellement un soutien limité à la hausse de l'IPCH.** Les composantes relatives au logement figurant actuellement dans l'IPCH, à savoir les loyers, continuent de peser sur l'inflation, en partie en raison de leur indexation sur celle-ci. Un calcul indicatif de la BCE à partir des indices nationaux des prix LOP publiés par Eurostat montre qu'une extension de la couverture de l'IPCH pour prendre en compte les coûts des LOP n'aurait pas d'incidence significative sur l'évaluation de l'inflation.

## 5 Examen des projets de plans budgétaires pour 2017 et situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble

**Le 16 novembre, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires nationaux des États de la zone euro pour 2017<sup>30</sup>, ainsi qu'une analyse de la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble.**

Les avis sur les projets de plans budgétaires incluent une évaluation de leur conformité avec le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ils font également suite aux orientations découlant des recommandations de politique budgétaire établies sur mesure pour chaque État dans le cadre du Semestre européen 2016, telles qu'adoptées le 12 juillet 2016<sup>31</sup> par le Conseil « Affaires économiques et financières ». Conjointement à ces avis, la Commission a publié une communication intitulée « Pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro », dans laquelle elle a abordé le rôle actuel des politiques budgétaires dans la zone euro au niveau agrégé. Ceci vient concrétiser le mandat confié par le règlement (UE) n° 473/2013 (composante du « Two-Pack »), par lequel la Commission est appelée à « procéder à une évaluation globale de la situation et des perspectives budgétaires pour la zone euro dans son ensemble, sur la base des perspectives budgétaires nationales et de leur interaction dans la zone ».

**En se basant sur ses prévisions économiques de l'automne 2016, la Commission a évalué que seuls cinq des dix-huit projets de plans budgétaires étaient totalement conformes au PSC.** Selon la Commission, les plans présentés par l'Allemagne, l'Estonie, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Slovaquie (tous relevant du volet préventif) étaient, comme l'année précédente, « conformes » au PSC. Par ailleurs, elle juge que les projets de plans budgétaires de cinq pays (cf. tableau ci-dessous) ne sont que « globalement conformes »<sup>32</sup>. Parmi les pays soumis au volet préventif concernés se trouvent l'Irlande, la Lettonie, Malte et l'Autriche. En ce qui concerne les pays relevant du volet correctif – la procédure de déficit excessif (PDE) –, c'est la France qui est visée. Bien qu'il soit prévu que le pays ramène son déficit global sous la valeur de référence de 3 % du PIB d'ici la date butoir PDE 2017, l'on ne s'attend pas à ce que la correction du déficit excessif soit durable au regard des insuffisances majeures et cumulées d'efforts structurels par rapport aux engagements souscrits au titre du PSC<sup>33</sup>.

<sup>30</sup> Ne sont pas inclus les projets de plans budgétaires de pays de la zone euro bénéficiant d'un programme d'assistance financière, en l'occurrence la Grèce.

<sup>31</sup> Cf. l'encadré intitulé « Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016 », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, juin 2016.

<sup>32</sup> Pour des détails sur les critères d'évaluation, le lecteur se référera aux notes accompagnant le tableau.

<sup>33</sup> Selon les prévisions économiques d'automne 2016 de la Commission européenne, l'effort structurel cumulé sur la période 2015-2017 devrait atteindre 0,6 % du PIB, contre 2,2 % préconisés dans la recommandation adressée en 2015 par le Conseil à la France dans le cadre de la PDE.

## Tableau

### Projets de plans budgétaires pour 2017

	Objectif budgétaire à moyen terme (OMT)	Solde structurel en 2017 (prévisions d'automne 2016 de la Commission)	Effort structurel effectif en 2017 (prévisions d'automne 2016 de la Commission)	Engagement relatif aux efforts structurels en 2017 en vertu du PSC (en points de pourcentage)
<b>« Conforme au PSC »</b>				
Allemagne	-0,5	0,4	-0,2	OMT atteint
Estonie*	0,0	-0,2	-0,8	OMT atteint
Luxembourg	-0,5	0,4	-1,5	OMT atteint
Pays-Bas	-0,5	-0,2	0,3	OMT atteint
Slovaquie	-0,5	-1,4	0,6	0,5
<b>« Globalement conforme au PSC »</b>				
Irlande <sup>1</sup>	-0,5	-1,0	0,7	0,6
Lettonie <sup>1</sup>	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2
Malte <sup>1</sup>	0,0	-0,7	0,4	0,6
Autriche <sup>1</sup>	-0,5	-0,9	0,1	-0,1
France (date butoir PDE 2017) <sup>2</sup>	-0,4	-2,3	0,2	0,9
<b>« Risque de non-conformité au PSC »</b>				
Belgique <sup>3</sup>	0,0	-2,0	0,7	0,6
Italie <sup>3</sup>	0,0	-2,2	-0,5	0,6
Chypre <sup>3</sup>	0,0	-1,3	-1,4	-0,4
Lituanie <sup>3</sup>	-1,0	-1,4	-0,4	-0,2
Slovénie <sup>3</sup>	0,25	-2,3	-0,2	0,6
Finlande <sup>3</sup>	-0,5	-1,6	-0,3	0,6
Portugal (date butoir PDE 2016) <sup>4</sup>	0,25	-2,4	0,0	0,6
Espagne (date butoir PDE 2018) <sup>4</sup>	0,0	-3,8	0,0	0,5

Sources : Commission européenne et AMECO.

Notes :

\* L'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, l'Autriche et la Finlande ont fait appel aux clauses de flexibilité du PSC (notamment en matière de réformes structurelles, d'investissements et de pensions).

1) Pour les pays relevant du volet préventif, les projets de plans budgétaires sont « globalement conformes » si, selon les prévisions de la Commission, le plan pourrait conduire à s'écarter quelque peu de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement y menant, mais que l'écart par rapport à l'ajustement requis ne devrait pas être significatif. Les écarts par rapport aux objectifs budgétaires au titre du volet préventif sont qualifiés de « significatifs » s'ils dépassent 0,5 % du PIB au cours d'une année ou, en moyenne, 0,25 % du PIB au cours de deux années consécutives.

2) Pour les pays faisant l'objet d'une PDE, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme étant « globalement conformes » si, selon ses prévisions, les objectifs de déficit seront atteints mais que l'effort budgétaire est sensiblement inférieur à la valeur recommandée, mettant en péril le respect de la recommandation PDE.

3) Pour les pays relevant du volet préventif, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC » si, selon ses prévisions, les objectifs de déficit seront atteints mais que l'effort budgétaire est sensiblement inférieur à la valeur recommandée, mettant en péril le respect de la recommandation PDE.

4) La Commission évalue les pays soumis à une PDE comme présentant un « risque de non-conformité » si ses prévisions pour 2017 (sujettes à confirmation *a posteriori*) pourraient conduire à un renforcement de la PDE étant donné que ni l'effort budgétaire recommandé ni l'objectif de déficit global recommandé ne devraient être atteints.

Parallèlement, les États membres sont jugés respecter le critère de réduction de la dette, « le cas échéant ».

**Bien que certains plans budgétaires soient loin de satisfaire aux dispositions du PSC, la Commission n'avait, à la fin octobre, demandé à aucun État membre de présenter un plan actualisé, stipulant que le critère de manquement particulièrement grave défini dans le règlement (UE) n° 473/2013 n'était pas rempli.** Il n'en reste pas moins que, selon la Commission, les projets de plans budgétaires de huit pays présentent un « risque de non-conformité » avec le PSC, alors que cinq pays tombaient dans cette catégorie lors de l'évaluation menée l'année dernière. Parmi les pays sous volet correctif, le Portugal et l'Espagne font

partie du groupe épinglé cette année <sup>34</sup>, avec des dates butoirs PDE fixées respectivement à 2016 et 2018. Ces deux pays sont reconnus pour avoir pris des mesures efficaces en 2016 en réponse aux mises en demeure de prendre des mesures supplémentaires adressées le 2 août au titre de l'article 126, paragraphe 9, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Toutefois, les efforts structurels devraient être nettement insuffisants en 2017, et ce bien que les autorités espagnoles aient présenté un projet de plan budgétaire basé sur une hypothèse de politique inchangée avant la date butoir du 15 octobre et se soient engagées à soumettre un plan actualisé et totalement conforme lors de la réunion de l'Eurogroupe du 5 décembre <sup>35</sup>.

Les pays relevant du volet préventif et présentant un risque de non-conformité sont au nombre de six. Pour la Belgique, l'Italie, Chypre et la Slovaquie, l'amélioration du solde structurel nécessaire pour atteindre l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) propre à chaque pays devrait s'écarter largement des exigences, c'est-à-dire de plus de 0,5 point de pourcentage du PIB. Cette évaluation serait maintenue même s'ils pouvaient bénéficier *a posteriori* des clauses de flexibilité du PSC que certains gouvernements ont invoquées dans leurs projets de plans budgétaires. Les deux autres pays de ce groupe sont la Lituanie et la Finlande, pour lesquelles l'insuffisance d'efforts structurels fournis pour atteindre l'OMT se maintiendrait sous le seuil de signification même si la flexibilité requise devait leur être concédée *a posteriori*. La Commission décidera au printemps de 2017 de l'admissibilité des pays à s'écarter de la trajectoire d'ajustement menant à l'OMT au titre des dispositions de flexibilité figurant dans le PSC.

**S'agissant de l'Italie et de la Belgique, les avis de la Commission impliquent que la conformité au volet préventif ne constitue plus une circonstance atténuante dans l'évaluation de leur (non-)conformité à la règle d'endettement.**

Le 5 décembre, l'Eurogroupe a noté que, « étant donné qu'ils ne respectent pas à première vue la valeur de référence de réduction de la dette, la Commission publiera un nouveau rapport au titre de l'article 126, paragraphe 3, du TFUE » pour les deux pays. En ce qui concerne l'Italie, la Commission avait au départ envisagé de revoir son évaluation de facteurs pertinents en novembre, dans un nouveau rapport fondé sur le projet de plan budgétaire pour 2017 <sup>36</sup>.

**Les projets de plans budgétaires suggèrent que l'orientation de la politique budgétaire pour la zone euro en 2017 sera globalement neutre, établissant un équilibre entre stabilisation agrégée et nécessaire viabilité.** En général, le concept d'orientation budgétaire agrégée pour la zone euro contribue utilement aux

<sup>34</sup> L'Espagne et la Lituanie, qui ont présenté des projets de plans budgétaires à politique inchangée compte tenu de l'absence de nouveau gouvernement à l'issue des élections générales, ont été priées de soumettre dès que possible des plans actualisés. Le Conseil des ministres espagnol a approuvé le 9 décembre le projet révisé de plan budgétaire pour 2017. Conformément aux engagements pris en vertu de la PDE, il table sur un déficit global de 3,1 % ainsi que sur une amélioration de 0,5 % du ratio du déficit structurel.

<sup>35</sup> Cf. l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment\\_pt\\_es\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf).

<sup>36</sup> Pour plus de détails, cf. l'adresse suivante : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-16-1727-de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727-de.htm).

débats politiques et aux analyses économiques au niveau de la zone euro, où des politiques budgétaires nationales accompagnent une politique monétaire unique<sup>37</sup>. Il n'est néanmoins pas juridiquement contraignant pour les États membres, qui restent tenus par le PSC. Ayant pris note de la communication de la Commission relative à une orientation budgétaire adéquate pour la zone euro, l'Eurogroupe du 5 décembre a souligné l'importance de parvenir à un équilibre adéquat entre la nécessité d'assurer une pérennité et le besoin de soutenir l'investissement pour consolider la fragile reprise de l'économie. L'Eurogroupe a aussi rappelé que les ministres des Finances de la zone euro étaient parvenus en juillet à la conclusion que l'orientation budgétaire globalement neutre en 2017 établissait un équilibre adéquat.

**Cependant, comme la Commission l'a également fait observer, cette orientation budgétaire globalement neutre reflète une répartition budgétaire sous-optimale entre pays.** D'un côté, un nombre considérable de pays de la zone euro doivent accélérer leurs efforts structurels pour se conformer au PSC. De l'autre, certains pays dépassent leur OMT et ont donc la possibilité de jouer sur leur marge de manœuvre budgétaire. À ce sujet, la déclaration de l'Eurogroupe précise que « ces États membres pourraient tirer parti de leur situation budgétaire favorable pour renforcer davantage leur demande intérieure et leur potentiel de croissance [...], tout en respectant l'OMT [...] »<sup>38</sup>.

**En ce qui concerne l'avenir, la mise en place d'un instrument budgétaire adéquat favoriserait la réalisation d'objectifs de politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble.** Le rapport des cinq présidents<sup>39</sup>, publié en juin 2015, recommandait d'étoffer le cadre institutionnel de l'UEM au moyen d'un mécanisme budgétaire à l'échelle de la zone euro, c'est-à-dire d'accroître la capacité de stabilisation automatique en présence de chocs macroéconomiques importants. Le rapport insiste sur le fait que « l'objectif de la stabilisation automatique au niveau de la zone euro ne serait pas de chercher activement à ajuster le cycle économique dans la zone euro, mais d'atténuer les effets des chocs macroéconomiques de grande ampleur ». Dans le même esprit, le rapport souligne que toute initiative allant dans le sens d'un partage des risques au sein de la zone euro « devrait marquer l'aboutissement d'un processus qui exige, comme condition préalable, un degré élevé de convergence économique et d'intégration financière, ainsi que le renforcement de la coordination et la mise en commun du processus décisionnel relatif aux budgets nationaux, le tout accompagné d'un renforcement correspondant de la responsabilité démocratique »<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> Pour une analyse des difficultés rencontrées dans l'évaluation de l'orientation budgétaire, le lecteur se référera à l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, juin 2016.

<sup>38</sup> Le PSC est toutefois asymétrique au sens où les pays dont les efforts structurels ne sont pas à la mesure de leurs engagements doivent faire en sorte de se mettre en conformité, tandis que les pays disposant d'une marge de manœuvre ne sont pas contraints de l'utiliser.

<sup>39</sup> Cf. l'adresse suivante : [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_fr.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_fr.pdf).

<sup>40</sup> Toutefois, le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS), mis sur pied en 2015, pourrait éventuellement contribuer à réduire les disparités régionales à travers l'UE. Selon une proposition conjointe de la Commission et de la Banque européenne d'investissement, cette mission fait partie de l'orientation stratégique du FEIS. Pour de plus amples détails, cf. la page 4.

**En l'absence de tels mécanismes et compte tenu des règles budgétaires européennes, la composition des budgets nationaux demeure l'instrument essentiel de soutien à l'activité économique.** À ce propos, la Commission estime que « les projets de plans budgétaires ne prévoient que des changements très limités dans la composition des finances publiques en 2016 et 2017 pour la zone euro dans son ensemble ». Dans cette optique, l'Eurogroupe a également constaté le 5 décembre qu'il était « possible de faire des choix plus propices à la croissance » dans le cadre des budgets nationaux, a réaffirmé l'importance de réduire le fardeau de la fiscalité du travail et mis en avant les bénéfices d'une révision bien conçue des dépenses publiques.

**L'Eurogroupe réévaluera les engagements des pays en mars 2017, en se basant sur la prévision d'hiver 2017 de la Commission européenne.** Il a insisté en décembre 2016 sur le fait que « les politiques budgétaires devaient être poursuivies en totale conformité avec le PSC ».

# Articles

## 1 L'impact de l'incertitude sur l'activité dans la zone euro

*Les fluctuations de l'incertitude peuvent être déterminantes pour la conjoncture et les perspectives économiques. Le présent article examine les différentes méthodes proposées dans la littérature pour mesurer l'incertitude et montre comment ces mesures ont évolué dans la zone euro. Il décrit les canaux par lesquels les fluctuations de l'incertitude se transmettent à l'économie et présente des données tirées de modèles montrant l'impact de l'incertitude sur l'activité de la zone euro. Les résultats laissent penser que l'incertitude s'est fortement accrue dans la zone euro durant la Grande récession et au cours de la crise de la dette souveraine et que cette incertitude élevée pourrait sensiblement freiner l'activité dans la zone, notamment l'investissement.*

### 1 Le lien entre incertitude et activité

**Même si elle est difficile à mesurer, l'incertitude, sous ses différentes formes, est largement citée comme un facteur influençant la conjoncture et les perspectives économiques.** Selon plusieurs études, l'incertitude élevée a contribué au ralentissement de l'activité lors de la Grande récession et a été un facteur important à l'origine de la faiblesse de la reprise mondiale et, plus particulièrement, de l'atonie de l'activité dans la zone euro après l'épisode Lehman <sup>41</sup>. Mesurer l'incertitude macroéconomique et comprendre son impact sur l'activité économique est par conséquent essentiel pour évaluer la situation macroéconomique actuelle et se forger une opinion sur les perspectives.

**L'incertitude apparaît lorsque les agents économiques sont conscients d'avoir une connaissance limitée des faits actuels ou des évolutions possibles à l'avenir** <sup>42</sup>. Il s'agit d'un concept large couvrant des phénomènes macroéconomiques tels que l'incertitude relative à la croissance actuelle et future du PIB en volume ; des questions microéconomiques telles que l'incertitude quant aux perspectives de croissance des entreprises ou les perspectives d'évolutions du revenu des ménages ; ou des questions non économiques telles que l'incertitude liée au terrorisme, aux guerres ou aux catastrophes naturelles. Cet article se concentre sur les différents types d'incertitude macroéconomique.

<sup>41</sup> Cf., par exemple, « *Federal Open Market Committee Minutes* », 29-30 avril, 2008 ; Blanchard (O.), « *(Nearly) nothing to fear but fear itself* », *The Economist*, 29 janvier 2009 ; Buti (M.) et Padoa-Schioppa (P.C.), « *How to make Europe's incipient recovery durable: end policy uncertainty* », *Vox*, 12 septembre 2013 ; l'encadré intitulé « L'incertitude et les perspectives économiques pour la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, août 2009 ; et Kose (M.A.) et Terrones (M.), « *How does uncertainty affect economic performance?* », *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2012. Pour une analyse de l'impact de l'incertitude liée au référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, cf. Carney (M.), « *Uncertainty, the economy and policy* », Discours à la Banque d'Angleterre, 30 juin 2016.

<sup>42</sup> Cf. Black (J.), Hashimzade (N.) et Myles (G.), « *A Dictionary of Economics* » (4 ed.), *Oxford University Press*, 2013.

**L'incertitude affectant une économie est difficile à mesurer car il s'agit d'un concept intrinsèquement non observable.** Même s'il n'existe pas de mesure universelle, unique et communément acceptée de l'incertitude, plusieurs estimations ont été proposées et appliquées dans la littérature économique. Des estimations de l'incertitude peuvent être calculées à partir des données des marchés financiers, de la fréquence des articles de journaux où figurent certains mots-clés, des enquêtes auprès des prévisionnistes, des enquêtes auprès des ménages et des entreprises et des séries temporelles macroéconomiques. Alors que dans les faits ces estimations mesurent différents types d'incertitude – telle que l'incertitude financière, l'incertitude politique ou celle entourant les prévisions – la littérature empirique les utilise souvent pour mesurer l'impact de l'incertitude sur l'activité économique, généralement la production industrielle, le PIB en volume, l'investissement ou la consommation. Toutefois, toutes ces estimations appellent certaines réserves et il existe un consensus croissant sur le fait que la mesure de l'incertitude devrait s'appuyer sur un ensemble exhaustif de données. Cet article présente une mesure composite de l'incertitude pour la zone euro, fondée sur un nombre important d'estimations de l'incertitude.

**Les augmentations de l'incertitude ont une incidence négative sur l'activité à court terme.** Dans la mesure où revenir sur les décisions prises en matière d'investissement ou d'emploi est souvent impossible ou coûteux en raison des coûts irrécupérables ou des coûts d'ajustement fixes, une incertitude élevée s'agissant des perspectives économiques ou des futures politiques économiques incite les entreprises à reporter ou à annuler leurs décisions jusqu'à ce que l'incertitude ait diminué et/ou jusqu'à ce que de nouvelles informations deviennent disponibles. Les chefs d'entreprises pourraient également afficher une plus grande aversion au risque durant les périodes d'incertitude accrue, répugnant ainsi à prendre des décisions sur de nouveaux projets d'investissement ou de nouvelles embauches. De même, l'incertitude peut influencer les décisions des ménages s'agissant des achats de biens de consommation durables. De plus, une incertitude élevée entourant les perspectives économiques, et en particulier l'emploi, pourrait inciter les ménages à réduire leur consommation et à accroître leur épargne de précaution. L'incertitude pourrait également peser sur l'activité *via* l'augmentation du coût du financement imputable à une hausse des primes de risque.

**Le présent article étudie la littérature relative à la mesure de l'incertitude et à son impact sur l'activité et apporte des éléments concernant la zone euro**<sup>43</sup>. La suite de cet article est structurée comme suit. La section 2 débute par une définition de l'incertitude et établit une distinction entre incertitude et risque. L'article examine ensuite les différentes sources de données et les diverses méthodes proposées dans la littérature pour mesurer l'incertitude. L'encadré 1 présente une mesure composite de l'incertitude pour la zone euro. L'article décrit ensuite les canaux par lesquels les fluctuations de l'incertitude se transmettent à l'économie, comme analysé dans la littérature théorique, et résume la littérature empirique relative à la quantification de l'impact de l'incertitude sur l'économie réelle. Même si cette

---

<sup>43</sup> La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent article était le 5 décembre 2016.

littérature se concentre généralement sur les États-Unis, l'encadré 2 présente des estimations fondées sur des modèles pour l'impact de l'incertitude dans la zone euro. La section 5 apporte des éléments de conclusion, en montrant également comment la complexité des fluctuations de l'incertitude affecte l'évaluation des perspectives macroéconomiques pour la zone euro.

## 2 Mesurer l'incertitude

**Dans une perspective économique, l'incertitude peut être globalement décrite comme une situation dans laquelle les agents économiques n'ont pas la connaissance nécessaire pour évaluer la situation actuelle avec suffisamment de confiance et/ou anticiper les évolutions futures.** Il existe différents types

d'incertitude et les agents économiques peuvent quelquefois être confrontés à tous les types en même temps<sup>44</sup>. Par exemple, les responsables de la politique économique peuvent avoir des incertitudes sur l'état de l'économie (« incertitude de mesure »), car les données sont parfois publiées avec de longs délais, sont sujettes à des révisions ultérieures ou font l'objet de méthodes de mesure incertaines. Ils peuvent également être dans l'incertitude quant au futur (« incertitude temporelle »), toute projection dépendant d'un ensemble d'hypothèses critiques. La BCE tient compte de l'incertitude entourant les perspectives économiques en publiant des fourchettes autour de ses estimations ponctuelles et au travers des évaluations des risques et des analyses de scénarios<sup>45</sup>. Les responsables de la politique économique peuvent avoir des incertitudes quant à la véritable structure de l'économie et aux interactions entre les agents économiques (« incertitude structurelle »), et de fait les mesures qu'ils prennent pourraient être destinées à les modifier.

**L'incertitude peut revêtir différentes formes**<sup>46</sup>. Elle peut être irréductible (« incertitude aléatoire ») : même si la distribution de probabilités des résultats d'un tirage à pile ou face est bien connue, il est impossible de prévoir le résultat du lancer suivant. L'« incertitude épistémique » correspond à un manque de connaissance connu et pouvant, en principe, être résolu, qui ne peut pas être traité car il n'y a pas de données empiriques en l'absence d'occurrences antérieures. Enfin, l'« incertitude ontologique » correspond à un état d'ignorance totale : les agents économiques ne savent pas ce qu'ils ignorent.

**La littérature économique établit une distinction entre risque et incertitude**<sup>47</sup>. Les agents économiques sont confrontés à des risques dans les situations où ils sont capables de se faire une opinion sur la distribution de probabilités des

<sup>44</sup> Cf. Rowe (W.D.), « *Understanding uncertainty* », *Risk Analysis*, vol. 14, n° 5, 1994, p. 743-750.

<sup>45</sup> Cf. « *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* », BCE, juillet 2016 ; cf. « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, 2009 ; les deux documents sont disponibles sur le site internet de la BCE.

<sup>46</sup> Cf., par exemple, Squair (M.), « *Epistemic, ontological and aleatory risk* » ; Der Kiureghian (A.) et Ditlevsen (O.), « *Aleatory or epistemic? Does it matter?* », *Special Workshop on Risk Acceptance and Risk Communication*, Stanford University, 26-27 mars, 2007.

<sup>47</sup> Cf. Knight (F.H.), « *Risk, uncertainty and profit* », Houghton Mifflin, 1921.

éventuels états futurs, en se fondant sur la logique (comme lorsque l'on évalue les résultats probables d'un lancer de dé) ou sur les expériences passées (si des chocs similaires – sur les prix du pétrole, les taux de change, etc. – se sont produits fréquemment par le passé). L'incertitude, également appelée incertitude knightienne, survient lorsque les agents économiques ne peuvent pas raisonnablement évaluer la probabilité de tous les états de la nature possibles à l'avenir ou caractériser la probabilité de distributions de leurs impacts possibles. Les guerres, les attentats ou d'autres événements sans précédent sont des exemples de situations où il pourrait s'avérer impossible pour les agents économiques d'évaluer la probabilité de l'événement ou son impact économique. Dans la pratique, il est souvent impossible ou peu commode de maintenir la distinction entre risque et incertitude. Par exemple, même si la probabilité des catastrophes naturelles peut être calculée, les agents sont incapables d'évaluer quand et où une telle catastrophe pourrait survenir. En conséquence, les tentatives pour mesurer l'incertitude prennent généralement également en compte certains aspects du risque.

**Il n'existe pas de mesure objective ou parfaite de l'incertitude.** De nombreuses estimations ou indicateurs de l'incertitude développés dans la littérature empirique présentent l'avantage d'être directement observables. Toutefois, leur adéquation pour mesurer l'incertitude dépend de la mesure dans laquelle leurs fluctuations peuvent être attribuées aux variations de l'incertitude entourant les fondamentaux économiques et distinguées d'autres évolutions sans rapport. De plus, ces estimations se rapportent souvent à un seul groupe spécifique d'agents économiques (tels que les prévisionnistes) ou à des marchés particuliers (tels que les marchés financiers) dont la perception de l'incertitude peut ne pas être représentative pour l'ensemble de l'économie. Dans ce contexte, il semble préférable de mesurer l'incertitude en utilisant des données provenant de différentes sources et d'appliquer des méthodes multiples.

**Les données des marchés financiers sont les plus communément utilisées dans la littérature pour calculer des estimations de l'incertitude**<sup>48</sup>. Les cours des actions, les rendements obligataires et les taux de change reflètent généralement les anticipations des intervenants de marché relatives aux évolutions économiques futures. Une faible volatilité des marchés boursiers, obligataires et de change indiquerait dès lors que des anticipations stables quant aux évolutions futures sont largement partagées par les différents intervenants de marché, tandis qu'une volatilité accrue refléterait l'incertitude des marchés financiers concernant ces évolutions futures. L'un des avantages de cette méthode est que les estimations de l'incertitude fondées sur la volatilité des marchés financiers peuvent être calculées de différentes manières et à une fréquence élevée. Toutefois, la volatilité des marchés financiers peut évoluer au fil du temps même sans variation de l'incertitude entourant les perspectives économiques, c'est-à-dire quand des modifications de l'aversion au risque ou du sentiment du marché sont les principaux facteurs déterminant la volatilité du marché<sup>49</sup>. De plus, les perceptions de l'incertitude tirées

<sup>48</sup> Cf., par exemple Bloom (N.), « *The impact of uncertainty shocks* », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, 2009, p. 623-685.

<sup>49</sup> Cf., par exemple, Jurado (K.), Ludvigson (S.C.) et Ng (S.), « *Measuring uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, 2015, p. 1177-1216.

des marchés financiers pourraient suivre une logique différente de celle des entreprises et des ménages.

**L'incertitude des marchés financiers a tendance à être élevée durant les périodes de récession.** Une mesure synthétique de l'incertitude des marchés financiers dans la zone euro, calculée à partir des marchés obligataires, des marchés boursiers et du taux de change, est présentée dans le graphique 1. On peut observer que la volatilité des marchés financiers a augmenté fortement durant les périodes de récession de 2008-2009 et 2012-2013. Elle a aussi enregistré brièvement des pics à d'autres moments comme lors des attentats du 11 septembre 2001 et dans le contexte de la crise grecque en mai 2010, tandis qu'elle est restée modérée lors des périodes de dynamisme de l'activité économique. Le comportement contracyclique de l'incertitude des marchés financiers par rapport à la croissance du PIB en volume est confirmé par un coefficient de corrélation négatif (égal à  $-0,6$ ). Des tests empiriques confirment également que la volatilité des marchés financiers est utile pour prévoir la croissance du PIB en volume et certaines de ses composantes vues sous l'angle de la dépense. Plus particulièrement, les tests de causalité de Granger ont été utilisés pour établir qu'une augmentation de l'incertitude précède son incidence sur la croissance du PIB en volume et qu'une telle augmentation fournit des informations importantes sur la valeur future du PIB en volume <sup>50</sup>.

**Graphique 1**  
Incertainude des marchés financiers dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : BRI, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

L'incertitude des marchés financiers reflète la moyenne des volatilités conditionnelles, mesurées selon un modèle GARCH, de trois indicateurs des marchés financiers : l'indice boursier large Dow Jones EuroStoxx, les rendements des emprunts publics de référence à dix ans de la zone euro et le taux de change USD/EUR.

<sup>50</sup> Cf. Granger (C.W.), « *Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods* », *Econometrica*, vol. 37, n° 3, 1969, p. 424-438.

**Les désaccords entre les prévisionnistes professionnels constituent également une autre estimation classique de l'incertitude**<sup>51</sup>.

Alors que la moyenne ou la médiane des projections ponctuelles de la croissance du PIB en volume des différents prévisionnistes issus de banques, d'instituts de recherche ou d'institutions publiques peuvent être définies comme un consensus, la variance de ces prévisions a été fréquemment utilisée comme estimation de l'incertitude entourant cette anticipation. On prend comme hypothèse sous-jacente que les opinions de plus en plus divergentes entre les prévisionnistes s'agissant des perspectives économiques indiquent probablement qu'il devient plus difficile, et plus incertain, de prévoir les évolutions économiques futures. En d'autres termes, on suppose que la dispersion interpersonnelle des projections est une estimation acceptable de l'incertitude moyenne subjective à laquelle les différents prévisionnistes sont confrontés. Le niveau et les fluctuations de la dispersion des projections établies par les prévisionnistes professionnels peuvent, toutefois, être également rattachés à d'autres facteurs, tels que des différences dans les techniques de prévision, dans les séries de données et, plus généralement, dans la diversité des opinions sous-jacentes des prévisionnistes sur l'économie. Et à l'inverse, les prévisionnistes peuvent maintenir leurs projections inchangées ou les réviser toutes dans le même sens, alors que l'incertitude individuelle entourant l'estimation ponctuelle peut varier fortement. Néanmoins, comme le montre le graphique 2, le désaccord entre les prévisionnistes s'agissant des perspectives économiques pour la zone euro s'est sensiblement accru durant les périodes de récession, tandis qu'il est demeuré modéré durant les périodes de croissance solide. Cette évolution est contracyclique, affichant un coefficient de corrélation de  $-0,4$  avec la croissance du PIB en volume. Les tests empiriques confirment que les variations des désaccords ont une valeur prédictive pour les évolutions futures de la croissance du PIB en volume.

---

<sup>51</sup> Cf., par exemple, Zarnowitz (V.) et Lambros (L.A.) « *Consensus and uncertainty in economic prediction* », *Journal of Political Economy*, vol. 95, n° 3, 1987, p. 591-621 ; et Bomberger (W.A.), « *Disagreement as a measure of uncertainty* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n° 3, 1996, p. 381-392.

## Graphique 2

### Désaccord entre les prévisions dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Consensus économique et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

Le désaccord entre les prévisions dans la zone euro est mesuré comme la moyenne non pondérée des écarts types des estimations ponctuelles fournies par les membres du panel du Consensus pour le PIB en volume, la consommation privée, la FBCF, la hausse des prix à la consommation, la production industrielle et les taux d'intérêt à long terme.

### Les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels permettent également de quantifier l'incertitude individuelle et agrégée entourant les prévisions<sup>52</sup>.

Les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), telles qu'elles sont élaborées par la BCE ou la Réserve fédérale de Philadelphie aux États-Unis, demandent aux participants de fournir, outre une prévision précise, une distribution de probabilités autour de cette estimation ponctuelle qui met en évidence l'incertitude à laquelle est confronté le prévisionniste lors de la construction de la prévision. Une mesure de l'incertitude agrégée des prévisions individuelles peut être calculée comme l'écart type moyen des différentes distributions de probabilités fournies par les participants à l'enquête (courbe jaune dans le graphique 3). L'un des avantages spécifiques de cette mesure est qu'elle peut être observée directement. Cette mesure ayant tendance à sous-estimer le degré d'incertitude entourant les prévisions, il est également possible de calculer une mesure large de l'incertitude agrégée des prévisions (courbe bleue dans le graphique 3), qui combine à la fois le désaccord entre les prévisions (mesuré comme l'écart type des différentes estimations ponctuelles, qui correspond à la courbe rouge dans le graphique 3) et l'incertitude individuelle<sup>53</sup>. On peut observer que toutes ces mesures de l'incertitude entourant les prévisions ont fortement augmenté durant la Grande récession de 2008-2009. Cependant, contrairement aux autres mesures de l'incertitude,

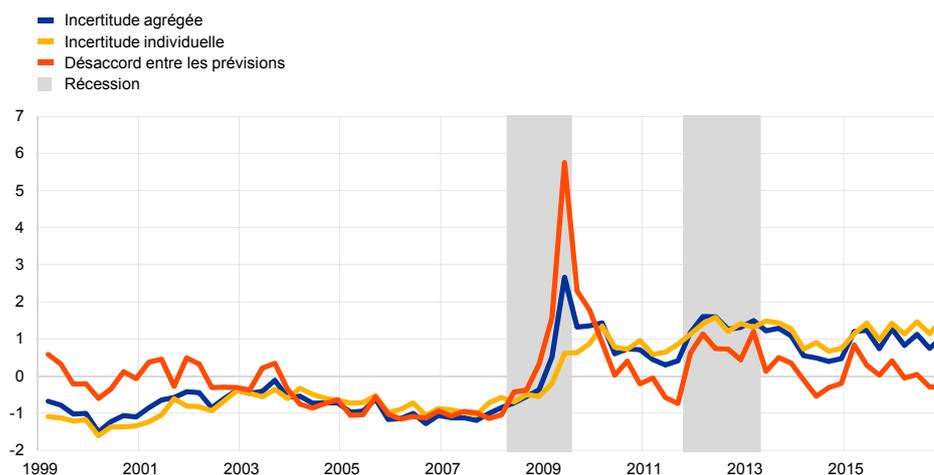
<sup>52</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique », *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2010.

<sup>53</sup> Cf., par exemple, Bowles (C.), Friz (R.), Genre (V.), Kenny (G.), Meyler (A.) et Rautanen (T.), « *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience* », *Occasional Paper*, BCE, n° 59, avril 2007. Alternativement, l'incertitude agrégée des prévisions peut également être exprimée comme la somme des divergences de prévisions et de la variabilité perçue des chocs agrégés futurs. La dernière composante peut être calculée à partir de modèles de type GARCH. Cf., par exemple, Lahiri (K.) et Sheng (X.), « *Measuring forecast uncertainty by disagreement: the missing link* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n° 4, 2010, p. 514-538.

l'incertitude individuelle et agrégée entourant les prévisions semble être restée élevée tout au long de la période qui a suivi la récession. Cela pourrait représenter une modification fondamentale de la perception du risque par les prévisionnistes : dans la mesure où la quasi-totalité d'entre eux n'a pas su prévoir la Grande récession, ils pourraient être davantage conscients des risques entourant leurs projections. De même que les mesures extraites des marchés financiers, les estimations de l'incertitude tirées des enquêtes auprès des économistes professionnels s'appuient sur les opinions d'un ensemble de personnes relativement restreint, dont les perceptions de l'incertitude peuvent différer de celles des autres agents économiques. De plus, même si ces estimations de l'incertitude sont corrélées négativement avec l'activité de la zone euro, les tests de causalité de Granger laissent penser que les fluctuations de la croissance du PIB en volume de la zone euro et de ses composantes ont un pouvoir prédictif pour l'incertitude entourant les prévisions dans la zone euro (et non l'inverse)<sup>54</sup>.

### Graphique 3 Incertain autour des prévisions dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

Le désaccord entre les prévisions, l'incertitude individuelle et l'incertitude agrégée sont mesurés chacun comme des moyennes non pondérées des projections établies par les membres du panel de l'EPP pour le PIB en volume, la hausse de l'IPCH et le taux de chômage aux horizons de un, deux et cinq ans.

### Une estimation de l'incertitude développée récemment est la fréquence des articles de presse traitant de l'incertitude de politique économique<sup>55</sup>.

Une mesure de l'incertitude de politique économique dans la zone euro, qui recense la fréquence des articles contenant les mots « *uncertain* ou *uncertainty* » (incertain ou incertitude) et « *economy* ou *economics* » (économie ou science économique) et un mot appartenant au vocabulaire de la politique économique – par exemple « *deficit* » (déficit) ou « *regulation* » (régulation) – publiés dans les principaux

<sup>54</sup> Cette observation est moins évidente pour les États-Unis, où toutes les mesures de l'incertitude des prévisions sont corrélées négativement avec la croissance du PIB en volume, et certaines mesures présentent également une causalité de Granger pour la croissance du PIB en volume.

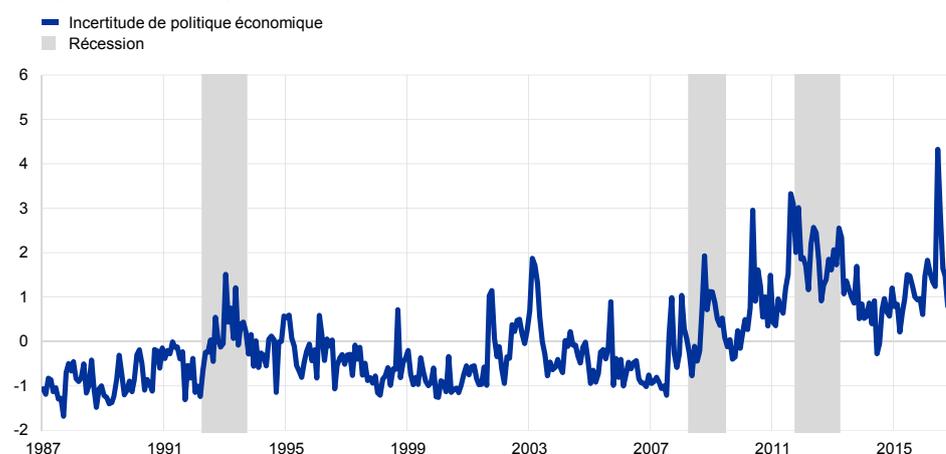
<sup>55</sup> Cf. Baker (S.), Bloom (N.) et Davis (S.), « *Measuring economic policy uncertainty* », *NBER Working Paper Series*, n° 21633, octobre 2015.

journaux, est présentée dans le graphique 4. L'incertitude de politique économique dans la zone euro s'accroît généralement pendant les périodes de récession, mais augmente aussi fortement dans d'autres circonstances, comme la guerre du Golfe de 2003, les attentats du 11 septembre 2001, en juin 2016 à l'occasion du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, et de nouveau en novembre 2016. Il convient de noter que cette estimation ne fait pas de distinction entre l'incertitude relative aux politiques intérieures et celle ayant trait aux politiques extérieures. En outre, le choix des journaux (deux par pays) pourrait ne pas être représentatif de la couverture médiatique dans leurs pays dans la mesure où il n'inclut pas les tabloïdes et autres médias de grande diffusion. Par conséquent, cette mesure de l'incertitude politique reflète sans doute plutôt la perception de l'incertitude par un groupe de journalistes sélectionnés, et leur perception de l'incertitude est censée représenter celle de l'ensemble de la population. Tandis que cette estimation de l'incertitude est également contracyclique (la corrélation avec le PIB en volume étant de  $-0,5$ ) et possède un caractère prédictif de la croissance de l'activité dans la zone euro, elle est généralement assez volatile et a aussi augmenté lors de périodes de croissance économique plus stables.

#### Graphique 4

##### L'incertitude de politique économique dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Baker, Bloom et Davis, et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

L'incertitude de politique économique dans la zone euro a été calculée en prenant la moyenne pondérée par le PIB des données individuelles des différents pays relatives à l'incertitude de politique économique en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas.

#### Les enquêtes auprès des ménages et des entreprises fournissent différentes estimations directes de l'incertitude.

Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs publiées par la Commission européenne couvrent quelque 120 000 entreprises chaque mois, ainsi que 40 000 consommateurs, dans l'ensemble de l'UE et des pays candidats à l'adhésion. Elles comportent à la fois des questions rétrospectives et prospectives, et leurs résultats correspondent aux soldes d'opinions des réponses positives et négatives des

participants<sup>56</sup>. Plusieurs approches ont été proposées pour exploiter cet ensemble de données, dont l'avantage principal est que des mesures de l'incertitude peuvent être directement tirées des perceptions d'un nombre important et représentatif d'agents économiques. Par exemple, la dispersion des réponses positives et négatives aux questions prospectives peut être utilisée comme estimation de l'incertitude<sup>57</sup>. Cela se justifie par le fait que les consommateurs (ou les entreprises) ont probablement des anticipations globalement similaires vis-à-vis des évolutions futures en période de faible incertitude et de croissance solide, tandis qu'une dispersion accrue des anticipations est l'indice d'une montée de l'incertitude et d'une période économique plus difficile. Toutefois, si la question porte sur la situation individuelle du ménage ou de l'entreprise, la dispersion des anticipations pourrait également refléter des problèmes idiosyncrasiques. Une solution possible consiste à calculer la dispersion moyenne de l'ensemble des questions pour estimer l'incertitude économique<sup>58</sup>.

**Une autre estimation de l'incertitude économique tirée de données d'enquêtes analyse la dispersion des variations des soldes d'opinions d'un mois donné par rapport au mois précédent pour toutes les questions de l'enquête.** La logique qui sous-tend cette estimation est qu'en l'absence d'incertitude, c'est-à-dire quand une économie connaît une croissance régulière, l'évaluation de la plupart des variables doit être plus ou moins largement partagée, les entreprises ayant une évaluation prospective favorable de la production, des commandes, de l'emploi, etc. Le contraire doit se vérifier en période d'incertitude. Par exemple, lorsque l'économie s'approche d'un point bas, la dispersion des soldes d'opinions devrait augmenter quand les anticipations relatives aux indicateurs avancés deviennent positives (comme les commandes attendues), tandis que les anticipations relatives à d'autres indicateurs (retardés) demeurent inchangées ou continuent de se détériorer (comme l'emploi). Le comportement contracyclique de ces estimations de l'incertitude reposant sur la dispersion des soldes d'opinions des enquêtes de la Commission européenne auprès des consommateurs (courbe bleue) et des entreprises (courbe jaune) est illustré par le graphique 5. Ces deux estimations sont nettement corrélées négativement à la croissance de l'activité, et les deux indicateurs ont un pouvoir prédictif de la croissance future de l'activité.

---

<sup>56</sup> Par exemple, à la question : « comment voyez-vous évoluer la situation financière de votre ménage au cours des douze prochains mois ? », les participants peuvent choisir parmi les réponses suivantes : « une nette amélioration », « une légère amélioration », « sans changement », « une légère détérioration », « une forte détérioration » et « ne sait pas ». Pour plus de précisions, cf. le [Programme conjoint harmonisé de l'UE pour les enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs \(guide utilisateur\)](#).

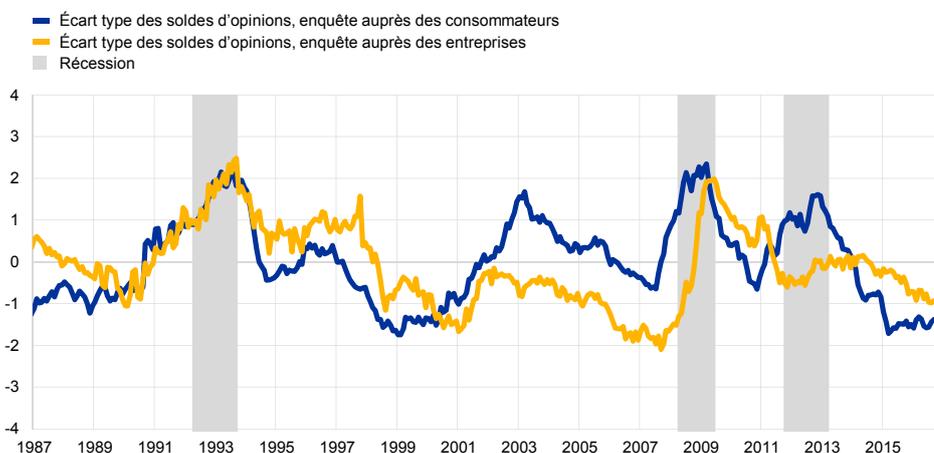
<sup>57</sup> Cf. Bachmann (R.), Elstner (S.) et Sims (E. R.), « *Uncertainty and economic activity: evidence from business survey data* », *American Economic Journal*, vol. 5, n° 2, 2013, p. 217-249. Plusieurs questions étant posées deux fois – premièrement, s'agissant du passé et deuxièmement, concernant le futur – ces auteurs proposent également une autre estimation de l'incertitude reposant sur la mesure dans laquelle les anticipations d'un participant donné se sont réalisées.

<sup>58</sup> Cf. Girardi (A.) et Reuter (A.), « *New uncertainty measures for the euro area using survey data* », *Oxford Economic Papers*, vol. 69, n° 1, 2017, p. 278-300.

## Graphique 5

### Estimations de l'incertitude économique dans la zone euro reposant sur des enquêtes

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

L'incertitude économique dans la zone euro est calculée par l'écart type des variations des soldes d'opinions de l'enquête auprès des consommateurs ainsi que des enquêtes dans les secteurs manufacturier et de la construction.

### Les erreurs de prévision, qui représentent la prévisibilité des variables économiques, peuvent également être exploitées comme estimation de l'incertitude.

Une approche récemment proposée consiste à appliquer des modèles factoriels pour prévoir un grand nombre de variables, comme la production industrielle, puis à calculer les erreurs de prévision. Des erreurs de prévision en hausse et plus volatiles pourraient indiquer une augmentation de la part imprévisible de l'évolution d'une variable, pouvant être interprétée comme un signe de montée de l'incertitude<sup>59</sup>. En effet, une évaluation de la situation actuelle et prévisionnelle de l'économie est d'autant plus difficile que la part inexpliquée est importante et volatile dans les modèles reposant sur des séries chronologiques expliquant l'évolution des indicateurs macroéconomiques. Un avantage de cette approche est qu'elle peut être appliquée simultanément à un grand nombre de variables couvrant tous les secteurs d'une économie. À titre d'exemple, le graphique 6 illustre la volatilité conditionnelle des indicateurs tirés des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs<sup>60</sup>. Cette mesure est nettement corrélée négativement à la croissance du PIB en volume, et est utile pour prévoir la croissance du PIB en volume dans la zone euro.

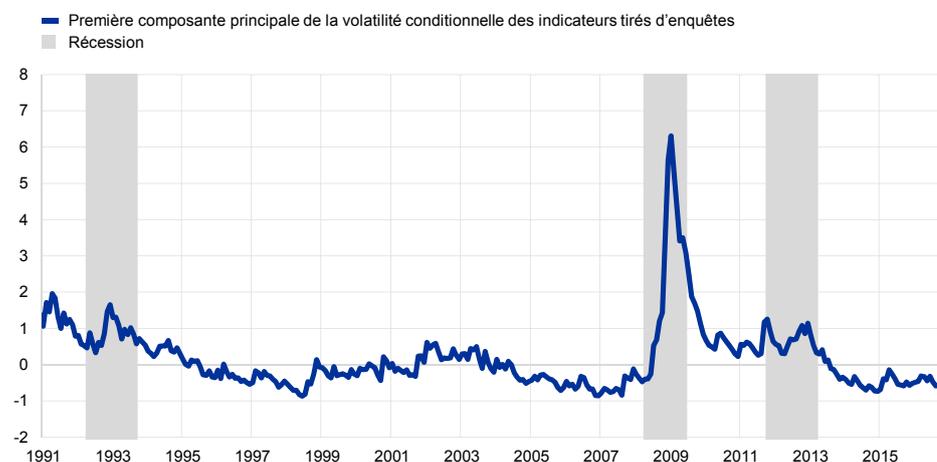
<sup>59</sup> Cf. Jurado (K.), Ludvigson (S. C.) et Ng (S.), *op. cit.* Une autre approche récente exploite la distribution des erreurs de prévision dans les enquêtes des prévisionnistes professionnels comme estimation de l'incertitude ; moins une erreur de prévision observée est probable par rapport à la distribution sur longue période des erreurs de prévision, plus l'incertitude associée à la prévision est élevée. Cf. Rossi (B.) et Sekhposyan (T.), « *Macroeconomic uncertainty indices based on nowcast and forecast error distributions* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 5, 2015, p. 650-655.

<sup>60</sup> La volatilité conditionnelle des indicateurs tirés d'enquêtes a été estimée ainsi : premièrement, un modèle ARMA a été estimé pour chacun des indicateurs, la durée optimale du décalage étant déterminée par le critère d'information d'Akaike. La volatilité conditionnelle des erreurs de prévision a été ensuite estimée à partir d'un modèle GARCH(1,1). Enfin, tous les résultats ont été normalisés avec une moyenne nulle et une unité d'un écart type.

## Graphique 6

### La volatilité conditionnelle comme estimation de l'incertitude macroéconomique dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

L'incertitude macroéconomique a été calculée comme la première composante principale de la volatilité conditionnelle, mesurée par un modèle GARCH, des indicateurs tirés des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs.

## Encadré 1

Une mesure composite de l'incertitude macroéconomique pour la zone euro.

**À défaut d'une estimation parfaite de l'incertitude, il serait préférable de calculer une mesure composite de l'incertitude qui intègre le contenu informatif d'un grand nombre d'estimations de l'incertitude.** Cet encadré présente un indice composite de l'incertitude macroéconomique pour la zone euro, qui repose sur un large ensemble de données couvrant toutes les méthodes de mesure de l'incertitude analysées précédemment <sup>61</sup>.

**Les estimations de l'incertitude doivent être corrélées négativement avec les indicateurs macroéconomiques, étant donné que l'on doit s'attendre à une incidence défavorable simultanée ou décalée de l'incertitude sur l'activité.** Autrement dit, les estimations de l'incertitude doivent être élevées en période de récession et faibles en période de croissance solide. Une des raisons tient au fait que les chocs d'informations négatives (comme les attentats, les guerres et les chocs pétroliers) qui peuvent provoquer des récessions entraînent aussi une montée parallèle de l'incertitude <sup>62</sup>. Une autre raison de l'incertitude accrue lors des récessions est que ces périodes peuvent par elles-mêmes accroître l'incertitude. Des échanges actifs contribuent à produire et diffuser des informations ; l'activité d'échange ralentissant durant les récessions, le flux d'informations nouvelles se tarit également, donnant potentiellement lieu à un surcroît d'incertitude <sup>63</sup>. Une autre explication est que la politique économique devient plus incertaine durant

<sup>61</sup> Cf. également Haddow (A.), Hare (C.), Hooley (J.) et Shakir (T.), « *Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013 T2, p. 100-109, qui adoptent une démarche similaire pour mesurer l'incertitude au Royaume-Uni.

<sup>62</sup> Cf., par exemple, Bloom (N.) (2009), *op. cit.*

<sup>63</sup> Cf. Bloom (N.), « *Fluctuations in uncertainty* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, n° 2, 2014, p. 153-176.

les récessions car les autorités mettent en œuvre de nouvelles mesures pour relancer la croissance<sup>64</sup>. Enfin, il peut être plus difficile pour les prévisionnistes de faire des prévisions pendant les récessions, car ces périodes sont plus rares et s'écartent du profil habituel de croissance positive<sup>65</sup>.

**L'indicateur composite d'incertitude macroéconomique dans la zone euro repose sur des estimations de l'incertitude qui sont corrélées négativement à l'activité, et sont reconnues déterminantes pour la croissance de l'activité selon une causalité de Granger.** Un certain nombre de variables d'activité ont été utilisées pour ces tests, notamment la croissance du PIB en volume, la croissance de la consommation privée, la croissance de l'investissement, la croissance de l'emploi (en termes de personnes employées et d'heures travaillées) et la production industrielle. Pour quelque 160 estimations de l'incertitude, la corrélation avec chacun de ces indicateurs macroéconomiques a été calculée et la causalité au sens de Granger a été évaluée. Cinquante estimations environ ont réussi ces deux tests. Toutes les estimations ont été centrées et réduites, c'est-à-dire diminuées de leur moyenne et divisées par leur écart type. L'indicateur d'incertitude macroéconomique a été défini comme la médiane de ce groupe de mesures de l'incertitude<sup>66</sup>. Afin de rendre compte de l'incertitude qui entoure cet indicateur, le graphique A représente à la fois la médiane et les 25e et 75e centiles du groupe de mesures de l'incertitude ainsi que les dates des récessions relevées par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR) pour la zone euro.

**L'indicateur composite de l'incertitude macroéconomique dans la zone euro a enregistré des pics durant les récessions et est resté modéré durant les périodes de croissance solide<sup>67</sup>.** Comme le montre le graphique A, l'indicateur a atteint les niveaux d'incertitude les plus élevés lors de la crise du mécanisme de change européen (MCE) de 1992–1993, de la Grande récession de 2008–2009 et de la crise de la dette souveraine de la zone euro en 2011–2013. Il présente aussi des pics à différents autres moments, notamment la crise du fonds LTCM (Long-Term Capital Management) en septembre 1998, les attentats de New York en septembre 2001 et la première crise grecque au printemps 2010. D'après cet indicateur, l'incertitude dans la zone euro a nettement diminué lorsque la reprise actuelle a démarré et a enregistré des niveaux inférieurs à la moyenne en 2014. Toutefois, il a renoué avec son niveau moyen de longue période à partir de début 2015 dans le contexte du débat sur la crise de la dette en Grèce et, plus récemment, du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE.

**Mesuré par la médiane, l'indicateur composite d'incertitude rend compte de l'évolution conjointe de l'ensemble des estimations sous-jacentes.** En fait, les différentes estimations

<sup>64</sup> Cf. Pastor (L.) et Veronesi (P.), « *Political uncertainty and risk premia* », *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n° 3, 2013, p. 520-545 ; pour des résultats empiriques, cf. Baker (S.), Bloom (N.) et Davis (S.), *op. cit.*

<sup>65</sup> Cf. Orlik (A.) et Veldkamp (L.), « *Understanding uncertainty shocks and the role of black swans* », *NBER Working Paper Series*, n° 20445, août 2014.

<sup>66</sup> Pour plus de détails, cf. Gieseck (A.) et Largent (Y.), « *The impact of macroeconomic uncertainty on activity in the euro area* », *Review of Economics*, vol. 67, n° 1, 2016, p. 25-52. D'autres méthodes d'agrégation comme la moyenne ou la première composante principale du groupe d'indicateurs se comportent de façon très semblable à la médiane.

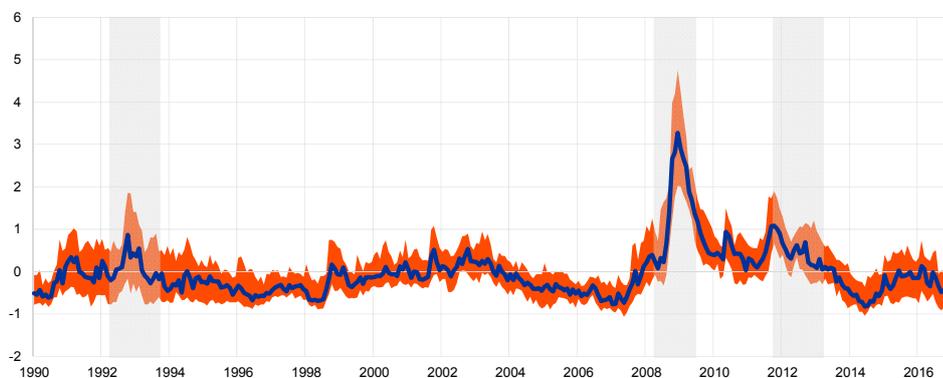
<sup>67</sup> Les points hauts et bas de l'indicateur composite d'incertitude sont similaires à ceux d'autres indicateurs récents. Par exemple, Rossi (B.) et Sekhposyan (T.), « *Macroeconomic uncertainty indices for the euro area and its individual member countries* », septembre 2016, mimeo, construisent un indicateur reposant sur l'exploitation des distributions des erreurs de prévision. La Deutsche Bundesbank applique la méthodologie de Jurado et al. aux quatre plus grands pays de la zone euro ; cf. « *Investment in the euro area* », Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, janvier 2016, p. 31–49.

sous-jacentes de l'incertitude sont en général significativement reliées positivement à la médiane. Cependant, son interprétation doit tenir compte de l'évolution des différents indicateurs. Par exemple, la hausse de l'indicateur composite depuis début 2015 peut s'expliquer par l'indice d'incertitude de politique économique pour la zone euro, qui a augmenté nettement au cours de l'année 2015 et atteint son niveau le plus élevé en juillet 2016 avant de reculer ces derniers mois (cf. graphique 4). Parmi ses autres composantes, les incertitudes de prévision agrégées et individuelles restent élevées au stade actuel, reflétant peut-être également une sensibilité accrue des prévisionnistes aux risques qui entourent les projections. Toutes les autres estimations de l'incertitude restent d'un niveau inférieur ou égal à leurs moyennes historiques.

## Graphique A

### Un indice composite de l'incertitude macroéconomique dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



Sources : Baker, Bloom et Davis ; Eurostat ; Commission européenne ; Consensus économique ; BCE ; et calculs de la BCE.

Notes : L'indice composite d'incertitude macroéconomique dans la zone euro est normalisé avec une moyenne nulle et une unité d'un écart type sur l'ensemble de l'horizon. Les zones grisées reflètent les récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR).

### L'indicateur composite de l'incertitude dans la zone euro présente des caractéristiques clés analogues aux autres indices d'incertitude macroéconomique publiés récemment.

Premièrement, les observations de l'indicateur couvrent un large spectre ; à ses valeurs extrêmes, l'indicateur s'élève jusqu'à trois écarts types par rapport à sa moyenne de début 2009, et descend jusqu'à un écart type au-dessous de ce niveau. Deuxièmement, l'indicateur présente une asymétrie positive, ce qui signifie que la masse de la distribution des observations de l'incertitude est concentrée sur des niveaux inférieurs à la moyenne. Autrement dit, l'indicateur donne à penser que les périodes de faible incertitude sont plus fréquentes et plus durables que celles d'incertitude élevée. Troisièmement, l'indicateur révèle également un kurtosis relativement élevé. Cela implique que ses queues de distribution s'approchent asymptotiquement de zéro plus lentement que celles d'une distribution gaussienne. En d'autres termes, la distribution des niveaux d'incertitude observés comporte davantage de valeurs aberrantes (dans ce cas, à droite de la moyenne) que la distribution normale. Quatrièmement, la demi-vie d'un choc sur l'indicateur composite d'incertitude macroéconomique (mesurée par le premier décalage d'une équation autorégressive) est de trois trimestres, ce qui dénote une persistance importante du choc. Cette durée est nettement plus longue que la demi-vie d'un choc sur l'incertitude financière, qui n'est que de deux trimestres environ. Enfin, l'indicateur est significativement corrélé négativement à la croissance du PIB en

volume et à d'autres indicateurs macroéconomiques. Ces caractéristiques clés sont comparables à celles des indices d'incertitude récemment publiés pour les États-Unis <sup>68</sup>.

---

### 3 Les fluctuations de l'incertitude et leur transmission à l'économie

**Globalement, la littérature théorique et empirique établit que l'incertitude a des effets négatifs sur les perspectives de croissance à court terme** <sup>69</sup>. Il existe toujours une certaine incertitude dans une économie car il est impossible d'évaluer parfaitement la situation économique actuelle ou de prévoir l'avenir. Cependant, comme l'incertitude relative à l'économie évolue au fil du temps, elle peut affecter les décisions prises par les agents économiques. Les hausses de l'incertitude sont généralement liées aux mauvaises nouvelles, telles que les chocs pétroliers ou les attentats ; les hausses de l'incertitude découlant de nouvelles positives sont relativement rares, sans doute parce que les bonnes nouvelles, telles que les opportunités liées au commerce en ligne, apparaissent en général de façon plus progressive <sup>70</sup>. La littérature théorique distingue différents canaux par lesquels une incertitude élevée peut affecter négativement l'économie à court terme. Cependant, l'impact de l'incertitude est moins clair dans les modèles d'équilibre général et, dans certaines circonstances, une incertitude élevée peut également avoir un impact positif sur l'économie, à moyen et long terme <sup>71</sup>.

**Le canal des options réelles suggère que la valeur d'option augmente avec l'incertitude dans le cas de décisions irréversibles d'investissement ou de consommation.** Dans de nombreux cas, une décision d'investissement ou d'embauche est irréversible ou coûteuse à inverser en raison de coûts irrécupérables ou de coûts fixes d'ajustement : lorsqu'elle est construite, une usine ne peut être démontée sans coûts; lorsque du personnel est embauché, il n'est en général pas possible de le licencier sans compensation. Si un investisseur, confronté à une telle décision, est incertain quant à l'avenir, il est peut-être préférable

---

<sup>68</sup> Cf. Jurado (K.), Ludvigson (S. C.) et Ng (S.), *op. cit.*

<sup>69</sup> Bloom (N.) (2014), *op. cit.*, propose une vue d'ensemble de la question.

<sup>70</sup> Cf. Bloom (N.) (2014), *op. cit.*

<sup>71</sup> Dans certaines circonstances, une incertitude élevée peut avoir un impact positif sur l'investissement. L'effet des options de croissance se produit si une hausse du risque de préservation de la moyenne signifie une augmentation des bénéfices futurs attendus. Cet effet peut se produire si les coûts des mauvaises nouvelles (nouveau produit en développement s'avérant inefficace, par exemple) peuvent être limités (à certains coûts irrécupérables), tandis que les bénéfices des bonnes nouvelles (nouveau produit s'avérant plus rentable que prévu) sont illimités ; cf. Kraft (H.), Schwartz (E.S.) et Weiss (F.), « *Growth options and firm valuation* », *NBER Working Paper Series*, n° 18836, février 2013. Un deuxième canal, l'effet Oi-Hartman, est basé sur l'idée que les entreprises sont de plus en plus disposées à prendre des risques si elles peuvent facilement se développer pour exploiter de bonnes conditions (hausse de la demande, hausse des prix) et également se replier sans difficulté lorsque les conditions sont mauvaises. Les augmentations de l'incertitude liée au coût ou à la demande accroîtraient alors les bénéfices attendus si ces derniers progressent plus que proportionnellement à la hausse de la demande et/ou à la baisse des coûts ; cf., par exemple, Abel (A. B.), « *Optimal investment under uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 73, n° 1, 1983, p. 228-233, et Hartman (R.), « *The effects of price and cost uncertainty on investment* », *Journal of Economic Theory*, vol. 5, n° 2, 1972, p. 258-266.

d'attendre (c'est-à-dire de reporter la décision d'investir) jusqu'à ce qu'il dispose d'informations supplémentaires et que l'incertitude ait diminué<sup>72</sup>. En d'autres termes, la valeur d'option du report est élevée lorsque l'incertitude est élevée, puisque le choix d'attendre des informations supplémentaires (et une moindre incertitude) devrait permettre une meilleure décision. Par analogie, en période d'incertitude accrue, les ménages peuvent avoir intérêt à reporter les achats de biens durables importants tels que le logement et l'automobile<sup>73</sup>. Alors que la littérature empirique a démontré que les coûts d'ajustement peuvent être assez substantiels, le canal des options réelles repose néanmoins sur un certain nombre d'hypothèses de base. En particulier, il faut que les investisseurs aient la possibilité d'attendre et que les coûts du report soient limités. Il est possible que ces conditions ne soient pas satisfaites, par exemple, dans les secteurs se caractérisant par une concurrence acharnée et une innovation rapide, tels que le commerce en ligne.

**L'incertitude peut affecter l'économie de façon négative par le biais de l'augmentation des primes de risque.** Les investisseurs veulent être rémunérés pour la hausse du risque et l'augmentation de l'incertitude les incite à exiger des primes de risque plus élevées. L'incertitude peut également entraîner une hausse des coûts du financement par endettement ; les banques appliqueraient sans doute des taux d'intérêt plus élevés avec l'incertitude qui accroît la probabilité de défaut. Dans les deux cas, la hausse du coût du financement qui en résulte affecterait négativement l'économie par son impact sur l'investissement et la consommation. Dans les modèles d'équilibre général, il est possible de démontrer que cet effet est particulièrement important en présence de contraintes financières<sup>74</sup>.

**Une incertitude élevée pourrait inciter les ménages à accroître leur épargne de précaution, diminuant ainsi la consommation privée actuelle.** Cet effet devrait peser défavorablement sur l'économie à court terme, tandis que son impact à moyen terme est moins clair. Dans la mesure où les épargnants décident de garder cette épargne dans l'économie nationale, la hausse de l'épargne devrait réduire les coûts de financement et donc faciliter l'investissement et favoriser les perspectives de croissance à long terme. Cependant, dans la mesure où l'épargne augmente plus fortement que les besoins de financement domestiques, il est probable qu'elle sera investie à l'étranger, ce qui implique que la hausse de l'incertitude réduit la demande intérieure<sup>75</sup>. De plus, l'impact de l'épargne de précaution sur l'activité pourrait devenir négatif si les prix et les taux d'intérêt ne baissent pas suffisamment pour

<sup>72</sup> Cf., par exemple, Bernanke (B. S.), « *Irreversibility, uncertainty and cyclical investment* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n° 1, 1983, p. 85-106.

<sup>73</sup> Cf. Eberly (J.), « *Adjustment of consumers' durables stocks: evidence from automobile purchases* », *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 3, 1994, p. 403-436.

<sup>74</sup> Cf. Gilchrist (S.), Sim (J. W.) et Zakrajšek (E.), « *Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics* », *NBER Working Paper Series*, n° 20038, avril 2014 ; Christiano (L. J.), Motto (R.) et Rostagno (M.), « *Financial factors in economic fluctuations* », *Working Paper Series* de la BCE, n° 1192, 2010 ; et Bonciani (D.) et van Roye (B.), « *Uncertainty shocks, banking frictions, and economic activity* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 73, 2016, p. 200-219.

<sup>75</sup> Cf. Fernández-Villaverde (J.), Guerrón-Quintana (P.), Rubio-Ramírez (J.) et Uribe (M.), « *Risk matters: the real effects of volatility shocks* », *American Economic Review*, vol. 101, n° 6, 2011, p. 2530-2561.

stimuler une progression de l'investissement ; cet effet peut être particulièrement préjudiciable si les taux d'intérêt sont limités par la borne zéro des taux <sup>76</sup>.

**L'incertitude peut non seulement réduire le niveau de l'investissement, de la consommation ou de l'emploi, mais pourrait également rendre l'économie moins sensible aux variations des conditions d'activité.** Par exemple, si les entreprises décident de reporter leurs projets d'investissement en raison d'une incertitude accrue, l'élasticité de l'investissement par rapport aux variations de ses facteurs serait plus faible que dans les périodes d'incertitude normale. La baisse de la réactivité des entreprises face aux variations des conditions d'activité lors des périodes d'incertitude élevée pourrait également entraîner une croissance procyclique de la productivité : si les entreprises productives sont moins agressives dans leur expansion et les entreprises improductives moins agressives dans la contraction de leur activité, la réallocation entre entreprises destinée à améliorer la productivité ralentirait, freinant ainsi temporairement la croissance de la productivité agrégée <sup>77</sup>.

**L'incertitude pourrait également avoir un impact sur l'efficacité des politiques économiques et pourrait impliquer des modifications dans la composition du dosage optimal des politiques.** C'est ainsi que la baisse de l'élasticité de l'investissement par rapport aux variations des conditions d'activité (niveau des taux d'intérêt, par exemple) en période d'incertitude accrue exigerait une réduction plus importante des taux d'intérêt pour obtenir le même impact sur l'investissement qu'en période normale <sup>78</sup>. Les périodes d'incertitude accrue pourraient également exiger un dosage différent des politiques, qui devrait inclure des mesures destinées à réduire le niveau d'incertitude, afin de rendre les autres mesures plus efficaces.

## 4 Données empiriques relatives à l'impact de l'incertitude

**La littérature empirique constate l'impact défavorable de l'incertitude sur l'activité.** Cependant, étant donné les difficultés liées à la mesure de l'incertitude mentionnées précédemment et la diversité des sources de données et des canaux pris en compte, il est facile de comprendre que l'impact macroéconomique des diverses mesures de l'incertitude puisse être différent <sup>79</sup>. En ce qui concerne l'ensemble de la zone euro, il existe très peu de données relatives à l'impact de

<sup>76</sup> Cf. Leduc (S.) et Liu (Z.), « *Uncertainty shocks are aggregate demand shocks* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, p. 20-35 ; et Basu (S.) et Bundick (B.), « *Uncertainty shocks in a model of effective demand* », *NBER Working Paper Series*, n° 18420, septembre 2012.

<sup>77</sup> Cf. Bloom (N.), Floetotto (M.), Jaimovich (N.), Saporta-Eksten (I.) et Terry (S.), « *Really uncertain business cycles* », *US Census Bureau Center for Economic Studies Paper*, n° CES-WP-14-18, 2014.

<sup>78</sup> Cf., par exemple, Aastveit (K. A.), Natvik (G. J.) et Sola (S.), « *Economic uncertainty and the effectiveness of monetary policy* », *Norges Bank, Working Paper*, n° 2013/17, 2013, qui parviennent à la conclusion que l'impact de la politique monétaire américaine sur l'investissement aux États-Unis diminue de moitié si l'incertitude se situe dans son décile supérieur plutôt que dans son décile inférieur.

<sup>79</sup> Cf. Rossi (B.) et Sekhposyan (T.) (2015), *op. cit.*

l'incertitude sur l'activité, car la littérature empirique se concentre généralement sur les États-Unis ou sur des pays de la zone considérés isolément<sup>80</sup>.

**Une difficulté essentielle de la littérature empirique consiste à distinguer l'impact causé par l'incertitude de l'impact d'autres facteurs moteurs de l'activité.** L'incertitude tend à évoluer avec le cycle d'activité et il est peu probable que les chocs d'incertitude surviennent indépendamment d'autres chocs. Par exemple, un choc négatif de demande mondiale freinerait les perspectives d'exportations des entreprises, provoquant ainsi un ralentissement de la croissance de la production attendue. Ce choc de confiance (ou de premier moment) diminuerait la moyenne de la distribution de probabilité de la croissance de la production attendue, c'est-à-dire déplacerait la fonction de densité de probabilité de la croissance de la production attendue vers la gauche. Toutefois, les entreprises pourraient également envisager une plus grande diversité des résultats possibles de ce choc sur la demande mondiale et éprouveraient ainsi davantage d'incertitude quant aux perspectives. Dans ce cas, il est probable que l'anticipation moyenne de croissance de la production diminuerait, et la probabilité de futurs résultats beaucoup plus faibles et beaucoup plus importants s'accroîtrait (choc de deuxième moment)<sup>81</sup>. Un problème essentiel consiste à distinguer l'impact des chocs de premier moment (sur la moyenne d'une distribution de probabilité) des chocs d'incertitude (sur la largeur de la distribution de probabilité).

**La littérature propose trois approches permettant d'identifier les incidences de l'incertitude sur l'activité.** Une approche standard consiste à se baser sur l'échelonnement des faits dans le temps, en estimant les variations de la production, de l'investissement et de l'emploi qui suivent les variations de l'incertitude<sup>82</sup>. Cette approche pose problème si les variations de l'incertitude sont corrélées avec d'autres facteurs moteurs du cycle économique, mais qui ne sont pas inclus dans le modèle empirique. Dans ce cas, l'impact économique attribué aux variations de l'incertitude pourrait, au moins en partie, refléter l'impact de variables non prises en compte. Une deuxième approche consiste à utiliser des modèles structurels d'équilibre général pour quantifier l'impact des chocs d'incertitude<sup>83</sup>. Un problème essentiel de cette approche est l'exigence de se reposer sur un ensemble (parfois important) d'hypothèses et de tenir compte de l'incertitude relative à leur validité. Une dernière approche se fonde sur des événements tels que les désastres naturels, les crises politiques, les attentats, etc. pour identifier les chocs

---

<sup>80</sup> Cf., par exemple, Popescu (A.) et Smets (F. R.), « *Uncertainty, risk-taking, and the business cycle in Germany* », *CESifo Economic Studies*, vol. 56, n° 4, 2010, p. 596-626 ; Basselier (R.) et Langenus (G.), « *Recent changes in saving behaviour by Belgian households: the impact of uncertainty* », *NBB Economic Review*, décembre 2014, p. 53-62 ; et Busetti (F.), Giordano (C.) et Zevi (G.), « *Main drivers of the recent decline in Italy's non-construction investment* », *Questioni di Economia e Finanza*, n° 276, juin 2015.

<sup>81</sup> En outre, les entreprises pourraient également s'inquiéter de plus en plus d'événements extrêmes, tels que la possibilité d'une récession mondiale (choc de troisième moment).

<sup>82</sup> Cf., par exemple, Bloom (N.) (2009) *op. cit.* ; et Bloom (N.), Bond (S.) et Van Reenen (J.), « *Uncertainty and investment dynamics* », *Review of Economic Studies*, vol. 74, n° 2, 2007, p. 391-415.

<sup>83</sup> Cf., par exemple, Bloom (N.), Floetotto (M.), Jaimovich (J.), Saporta-Eksten (I.) et Terry (S. J.), *op. cit.* ; et Bonciani (D.) et van Roye (B.), *op. cit.*

d'incertitude<sup>84</sup>. Cette approche pose cependant le problème suivant : il est possible que ces chocs influencent le comportement des investisseurs et des consommateurs au-delà des variations de l'incertitude. Par exemple, à la suite de ces événements, les agents pourraient décider ou être contraints de relocaliser des unités de production vers des endroits plus sûrs.

### **Les modèles reposant sur des séries chronologiques ont constitué l'approche standard permettant d'estimer l'impact des chocs d'incertitude sur l'activité.**

Les modèles vectoriels autorégressifs (VAR) ont été largement utilisés pour rendre compte de la relation dynamique existant entre différentes variables macroéconomiques. Un modèle VAR est un système d'équations dans lequel chaque variable est dépendante de ses propres valeurs passées et des valeurs passées de l'ensemble des autres variables du système. L'incertitude et l'activité économique dépendent donc l'une de l'autre. Il est ainsi possible d'introduire un choc exogène sur l'équation d'incertitude et d'observer son impact sur toutes les variables au sein du système. Les résultats empiriques des modèles VAR sont généralement calculés à partir des fonctions de réponse impulsionnelle qui montrent l'impact d'un changement spécifique d'une variable sur l'ensemble des variables prises en compte dans le système. Ces chocs équivalent en général à un écart type de la volatilité historique de la variable et sont généralement de nature temporaire, le dénouement du choc lui-même étant déterminé de façon endogène au sein du modèle. Les modèles VAR structurels se sont avérés particulièrement utiles dans ce contexte car ils permettent d'améliorer l'identification et l'estimation des vrais chocs d'incertitude<sup>85</sup>. Cette analyse a été réalisée pour quantifier l'impact des chocs d'incertitude sur l'activité économique aux États-Unis et dans quelques autres pays<sup>86</sup> en utilisant différentes estimations permettant de mesurer le niveau d'incertitude (volatilité implicite des marchés boursiers, incertitude de la politique économique, incertitude financière ou incertitude macroéconomique).

### **Les modèles VAR montrent généralement un impact initial négatif des chocs d'incertitude, mais différent quant à la durée et à la persistance de l'impact.**

La plupart des études empiriques se concentrent sur les États-Unis et sur la production industrielle comme indicateur de l'activité économique. Par exemple, une augmentation temporaire d'un écart type de la volatilité implicite des marchés boursiers comme estimation de l'incertitude est associée à une baisse rapide de la production industrielle suivie d'un fort rebond, ce qui suggère que les chocs d'incertitude accroissent l'ampleur des cycles d'activité. En comparaison, un choc temporaire de premier moment du taux des fonds fédéraux montre une baisse et un redressement beaucoup plus durables<sup>87</sup>. Bien qu'elles utilisent différents indicateurs

<sup>84</sup> Cf., par exemple, Baker (S. R.) et Bloom (N.), « *Does uncertainty reduce growth? Using disasters as natural experiments* », *NBER Working Paper Series*, n° 19475, septembre 2013.

<sup>85</sup> La décomposition de Cholesky de la matrice variance-covariance des résidus du VAR est la méthodologie d'identification la plus utilisée pour estimer les élasticités des chocs d'incertitude par rapport aux variables endogènes.

<sup>86</sup> Cf., par exemple, Bijsterbosch (M.) et Guérin (P.), « *Characterizing very high uncertainty episodes* », *Economics Letters*, vol. 121, n° 2, 2013, p. 239-243 ; Carriero (A.), Mumtaz (H.), Theodoridis (K.) et Theophilopoulou (A.), « *The impact of uncertainty shocks under measurement error: a proxy SVAR approach* », *Journey of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n° 6, 2015, p. 1223-1238 ; et Popescu (A.) et Smets (F. R.), *op. cit.* Pour la zone euro, cf. Gieseck (A.) et Largent (Y.), *op. cit.*

<sup>87</sup> Cf. Bloom (N.) (2009), *op. cit.*

d'incertitude, d'autres études font état de réponses beaucoup plus durables de la production industrielle et de l'emploi que celles qui utilisent un indicateur de la volatilité implicite des marchés boursiers ; en outre, les chocs sur ces indicateurs d'incertitude ne provoquent pas de dépassement significatif<sup>88</sup>. D'autres études constatent un impact asymétrique des chocs d'incertitude au cours du cycle, montrant que l'activité réagit plus fortement à l'augmentation de l'incertitude au cours des récessions que lors des périodes d'expansion<sup>89</sup>. Pour la zone euro, il a été démontré que les indicateurs d'incertitude basés sur les enquêtes de la Commission européenne et sur l'incertitude de la politique économique peuvent utilement compléter les équations standard de régression pour la consommation privée et l'investissement, montrant des effets significativement négatifs des hausses de l'incertitude ; de plus, il semble que l'impact de l'incertitude ait augmenté depuis la Grande récession<sup>90</sup>.

## Encadré 2

La quantification des effets des chocs d'incertitude sur l'activité économique dans la zone euro

**Le présent encadré résume certains résultats tirés d'une analyse de l'impact des chocs d'incertitude sur l'activité de la zone euro utilisant un modèle vectoriel autorégressif de type bayésien (BVAR).** Les modèles structurels VAR présentent l'inconvénient de ne pouvoir inclure qu'un nombre limité de variables endogènes, ce qui accroît la possibilité que l'impact estimé d'un choc d'incertitude puisse, au moins en partie, refléter l'impact de chocs sur d'autres variables non incluses dans le modèle. Cependant, en utilisant les méthodes d'estimation bayésiennes, il est possible de spécifier des modèles VAR qui comprennent un nombre beaucoup plus important de variables endogènes et qui peuvent ainsi permettre de mieux distinguer l'impact des chocs d'incertitude de celui d'autres variables. Le modèle examiné dans le présent encadré inclut vingt-et-une variables macroéconomiques, qui comprennent le PIB en volume et ses composantes sous l'angle de la dépense, quelques variables nominales et un certain nombre d'importants facteurs conjoncturels<sup>91</sup>. L'indicateur composite de l'incertitude macroéconomique, présenté dans l'encadré 1, est utilisé comme estimation de l'incertitude macroéconomique dans la zone euro. Le modèle est estimé sur la période allant du premier trimestre 1987 au deuxième trimestre 2016 en

<sup>88</sup> Cf. Jurado (K.), Ludvigson (S. C.) et Ng (S.), *op. cit.*, qui utilisent une mesure de l'incertitude calculée à partir d'un modèle de volatilité stochastique ; Jo (S.) et Sekkel (R.), « *Macroeconomic uncertainty through the lens of professional forecasters* », Banque du Canada, *Staff Working Paper*, n° 2016-5, 2016, qui exploitent les erreurs de prévision comme mesure de l'incertitude ; Bachmann (R.), Elstner (S.) et Sims (E. R.), *op. cit.*, qui utilisent des données d'enquêtes ; et Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S. J.), *op. cit.*, qui utilisent des articles de journaux comme mesure de l'incertitude.

<sup>89</sup> Cf., par exemple, Ferrara (L.) et Guérin (P.), « *What are the macroeconomic effects of high-frequency uncertainty shocks?* », Université de Paris Ouest, *Working Paper 2015-12*, 2015 ; et Caggiano (G.), Castelnuovo (E.) et Groshenny (N.), « *Uncertainty shocks and unemployment dynamics in U.S. recessions* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 67, 2014, p. 78-92.

<sup>90</sup> Cf. Balta (N.), Valdes Fernandez (I.) et Ruscher (E.), « *Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment* », Commission européenne, *Rapport trimestriel sur la zone euro*, vol. 12, n° 2, 2013, p. 7-16.

<sup>91</sup> Ces variables macroéconomiques sont les suivantes : incertitude macroéconomique, PIB en volume, consommation privée réelle, emploi total, importations en volume, exportations en volume, investissement réel, consommation publique réelle, demande mondiale, prix du pétrole, prix des matières premières (hors énergie), taux de change USD/EUR, indice EuroStoxx 50, taux d'intérêt à long terme, taux d'épargne, rémunération par tête, IPCH (hors énergie), confiance des consommateurs, confiance dans le secteur manufacturier, confiance dans le secteur de la construction et taux d'intérêt à court terme.

utilisant des données trimestrielles, avec quatre décalages<sup>92</sup>. Le modèle est ensuite utilisé pour simuler les effets dynamiques d'un choc négatif d'incertitude macroéconomique<sup>93</sup> sur l'économie de la zone euro.

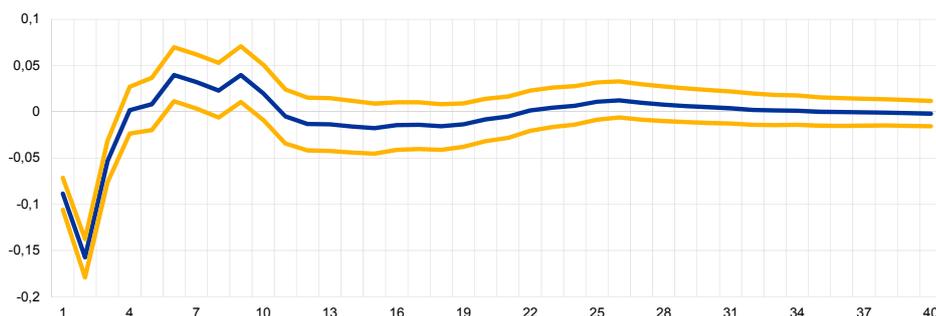
### Les fonctions de réponse impulsionnelle généralisées montrent que les chocs d'incertitude temporaires ont de forts effets négatifs sur l'activité économique dans la zone euro (cf. graphique A).

À la suite d'une hausse de l'incertitude d'un écart type, la croissance du PIB en volume est ralentie pour une durée allant jusqu'à trois trimestres. L'impact le plus important est observé au deuxième trimestre après le choc, et l'impact total sur le PIB en volume est estimé à 0,3 point de pourcentage environ. Parmi les composantes de la dépense, et conformément à la théorie, la croissance de l'investissement réel est sensiblement plus affectée que la croissance de la consommation privée réelle<sup>94</sup>. L'impact négatif sur la croissance de l'emploi apparaît comme légèrement plus faible au total, bien que plus persistant. Il est intéressant de noter que ce modèle montre un certain dépassement (quoique à peine significatif) de la croissance du PIB en volume après le choc négatif initial, conforme au courant de la littérature économique tenant de la valeur de l'option réelle<sup>95</sup>.

#### Graphique A

#### Réponses de la croissance du PIB en volume à la suite d'un choc temporaire d'incertitude macroéconomique

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Note : La ligne bleue représente la réponse médiane de la croissance du PIB en volume et les lignes jaunes représentent l'intervalle de confiance à 95 % de l'écart type.

Les chocs d'incertitude contribuent de façon significative aux fluctuations de la croissance du PIB en volume de la zone euro. Afin d'évaluer l'importance quantitative des chocs d'incertitude pour les fluctuations macroéconomiques, le graphique B illustre la décomposition de la variance de

<sup>92</sup> La méthodologie BVAR large et les préalables utilisés dans cette analyse sont décrits dans Bańbura (M.), Giannone (D.) et Reichlin (L.), « *Large Bayesian vector auto regressions* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n° 1, 2010, p. 71-92. Une décomposition de Cholesky est appliquée sur la matrice variance-covariance des résidus afin d'estimer les élasticités des chocs.

<sup>93</sup> Le choc correspond à un choc d'incertitude macroéconomique d'un écart type positif. Les réponses des variables macroéconomiques sont estimées en utilisant une variante de la méthodologie de la fonction de réponse impulsionnelle généralisée décrite dans Koop (G.), Pesaran (M. H.) et Potter (S. M.), « *Impulse response analysis in nonlinear multivariate models* », *Journal of Econometrics*, vol. 74, n° 1, 1996, p. 119-147.

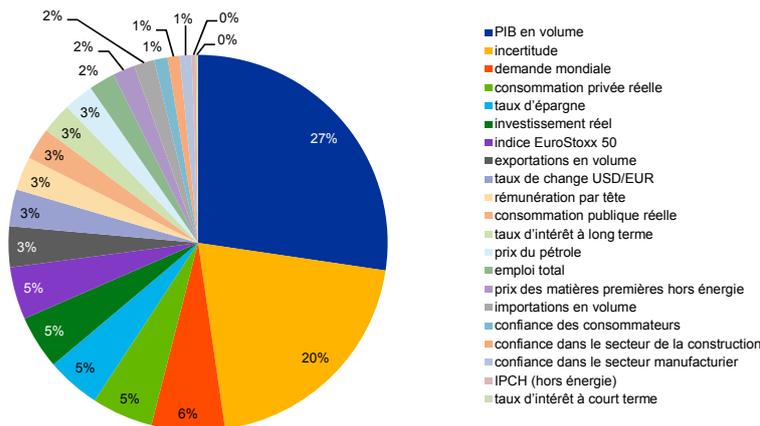
<sup>94</sup> Ces résultats sont comparables à ceux trouvés par Bonciani (D.) et van Roye (B.), *op. cit.*, sur la base d'un petit modèle VAR de type bayésien et utilisant la volatilité implicite des marchés boursiers comme estimation de l'incertitude.

<sup>95</sup> Pour une conclusion similaire dans le cas d'un choc d'investissement négatif et temporaire en Allemagne et en France, cf. Bundesbank, *op.cit.*

l'erreur de prévision pour la croissance du PIB en volume <sup>96</sup>. En moyenne sur l'ensemble de l'horizon de prévision (quarante trimestres), on estime que l'incertitude macroéconomique a contribué de façon significative aux fluctuations de la croissance du PIB en volume dans la zone euro, au deuxième rang derrière la contribution différée de la croissance passée du PIB en volume <sup>97</sup>.

## Graphique B

### Contribution moyenne d'un choc aux fluctuations du PIB en volume de la zone euro



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique illustre la contribution moyenne d'un choc aux fluctuations du PIB en volume (en pourcentage), calculée à partir d'une décomposition de la variance de l'erreur de prévision réalisée sur un horizon de quarante trimestres. L'indicateur composite de l'incertitude macroéconomique, présenté dans l'encadré 1, est utilisé comme estimation de l'incertitude. La légende (à droite) montre la nature des chocs selon leur niveau de contribution.

**Une analyse plus approfondie de la transmission des chocs d'incertitude sur l'activité est nécessaire.** Les résultats présentés précédemment sont robustes à différents tests, notamment au classement différent des variables au sein du système et à l'utilisation d'autres préalables appliqués dans des modèles BVAR de taille importante. Un problème particulier de ces modèles est qu'ils rendent de plus en plus difficile d'appliquer des systèmes d'identification (autres que la décomposition standard de Cholesky) permettant d'imposer des restrictions fondées sur la théorie. De plus, l'inclusion de variables supplémentaires dans le système pourrait contribuer davantage à distinguer l'impact des chocs d'incertitude. Ces variables pourraient comprendre des indicateurs sur les frictions financières et les contraintes de liquidité.

<sup>96</sup> La décomposition de la variance de l'erreur de prévision représente la proportion à l'étape h préalable de la variance de l'erreur de prévision d'une variable endogène résultant de chaque choc structurel estimé.

<sup>97</sup> Jurado (K.), Ludvigson (S. C.) et Ng (S.), *op. cit.*, démontrent des contributions similaires de l'incertitude macroéconomique pour la dynamique de la croissance du PIB en volume aux États-Unis.

## 5 Conclusion

**Même s'ils sont difficiles à observer et à quantifier, certains éléments montrent que les hausses de l'incertitude peuvent avoir un impact négatif sur l'économie.** La littérature économique propose de nombreuses façons différentes de mesurer l'incertitude : en combinant ces approches et les multiples sources de données, il pourrait être possible d'obtenir un indicateur composite de l'incertitude pour la zone euro qui soit utile.

**Étant donné son rôle potentiel de moteur des cycles d'activité dans la zone euro, il est important de construire et de surveiller des indicateurs d'incertitude, tant pour les prévisionnistes que pour les responsables de la politique économique.** Pour toute projection, il est impératif de disposer d'une évaluation du niveau actuel d'incertitude et d'une hypothèse relative à l'incertitude attendue lors de l'horizon de projection ; une analyse de scénario rendant compte de l'impact estimé des chocs d'incertitude possibles peut servir d'indication des risques entourant les projections. Pour les responsables des politiques économiques, en période d'incertitude accrue, des politiques optimales pourraient comprendre des mesures destinées à réduire cette incertitude et à atténuer son impact.

## 2 Le bilan des réformes des marchés de produits dérivés de gré à gré : objectifs, progrès et lacunes

*Au sommet de Pittsburgh en 2009, les chefs d'État ou de gouvernement des pays du G20 se sont engagés à réformer les marchés de produits dérivés de gré à gré (over-the-counter – OTC) afin d'améliorer la transparence sur ces marchés, de réduire le risque systémique et d'assurer une protection contre les abus de marché. Avec un intérêt plus particulier pour l'Europe, le présent article rappelle l'objectif des réformes de Pittsburgh, examine les progrès accomplis depuis leur adoption, notamment en ce qui concerne l'obligation de déclaration des contrats et la compensation centrale, et identifie les lacunes et les problèmes que les responsables de la politique économique doivent encore traiter. Ceux-ci concernent principalement : (a) la résilience, le redressement et la résolution des contreparties centrales, compte tenu de leur importance systémique croissante en raison des réformes ; (b) la nécessité de renforcer la stabilité des marchés de produits dérivés ; et (c) le niveau encore insuffisant de qualité des données et de transparence des opérations sur produits dérivés de gré à gré, en dépit des progrès considérables déjà réalisés.*

### 1 Introduction : les réformes de Pittsburgh relatives aux marchés de produits dérivés de gré à gré

**En raison de leur taille, des risques qui leur sont inhérents et de leur manque de transparence, les marchés internationaux de produits dérivés de gré à gré sont devenus une préoccupation majeure des responsables de la politique économique après la crise.** Fin 2008, ils avaient atteint 598 000 milliards de dollars (430 000 milliards d'euros) en valeur notionnelle et 35 000 milliards de dollars (25 000 milliards d'euros) en valeur de marché brute (cf. graphique 1). En réponse à la crise financière mondiale, les chefs d'État ou de gouvernement du G20 réunis au sommet de Pittsburgh en septembre 2009 se sont engagés à réformer les marchés de produits dérivés de gré à gré afin d'en améliorer la transparence, de réduire le risque systémique et d'assurer une protection contre les abus de marché. Sept ans plus tard, il semble pertinent d'examiner les progrès accomplis dans la mise en œuvre au niveau mondial, et en particulier au niveau européen, de l'engagement pris à Pittsburgh, ainsi que les lacunes qui subsistent.

**Un produit dérivé est un contrat dont la valeur est « dérivée » d'un actif ou d'un prix de référence, et qui est utilisé à des fins de couverture ou de spéculation.** Les contrats à terme *forward*, les options et les *swaps* sont les types de produits dérivés les plus classiques<sup>98</sup>. Selon les catégories d'actifs sous-jacents,

<sup>98</sup> Un contrat à terme *forward* est un accord entre deux parties aux termes duquel le vendeur/acheteur a l'obligation de livrer/payer un actif à un prix fixé, à une date ultérieure prédéterminée. Les contrats à terme *futures* sont des contrats *forward* standardisés. Les options sont des contrats qui confèrent à l'acheteur le droit mais non l'obligation d'acheter ou de vendre un actif à un prix fixé, à une date ultérieure. Les *swaps* impliquent l'obligation d'échanger des flux financiers futurs sur une période convenue, comme par exemple échanger une série de flux financiers basés sur un taux d'intérêt fixe contre des flux basés sur un taux variable.

on distingue les produits dérivés sur matières premières, les produits dérivés sur actions, les produits dérivés de change, les produits dérivés de crédit et les produits dérivés de taux d'intérêt, ces derniers représentant de loin la catégorie la plus importante, en termes à la fois de valeur notionnelle et de valeur de marché brute (cf. graphique 1). Les contrats dérivés peuvent être négociés soit sur un marché réglementé soit sur une plateforme de négociation (produits dérivés négociés en bourse ou *exchange-traded derivatives*, ETD, qui sont en général hautement standardisés) ou encore de gré à gré, c'est-à-dire de façon bilatérale entre des contreparties et selon des modalités personnalisées. Les produits dérivés ne sont pas nécessairement aussi dangereux que certains l'ont laissé entendre – notamment Warren Buffet qui, en 2002, a qualifié les *swaps* de défaut de crédit d'« armes financières de destruction massive »<sup>99</sup>. Cependant, ils créent effectivement un risque de contrepartie et exercent un effet de levier plus important que les autres instruments financiers qui leur permet d'accentuer les gains et les pertes.

**Les produits dérivés, et en particulier les swaps de défaut de crédit (CDS), ont été l'un des principaux facteurs à l'origine des problèmes de Lehman Brothers et d'AIG.** Ce n'est donc pas une coïncidence si, en novembre 2008, deux mois après la faillite de Lehman Brothers, le sommet du G20 à Washington a considéré « les produits financiers de plus en plus complexes et opaques, rendant possibles des effets de levier excessifs » comme étant l'une des principales causes de la crise financière mondiale. Par conséquent, il a été demandé aux autorités de surveillance et de régulation d'« accélérer leurs efforts en vue de réduire les risques systémiques induits par les CDS et les opérations sur produits dérivés de gré à gré, et d'accroître la transparence des marchés dérivés de gré à gré »<sup>100</sup>. Ce dernier point a même été considéré comme une action à haute priorité devant être achevée avant le 31 mars 2009.

---

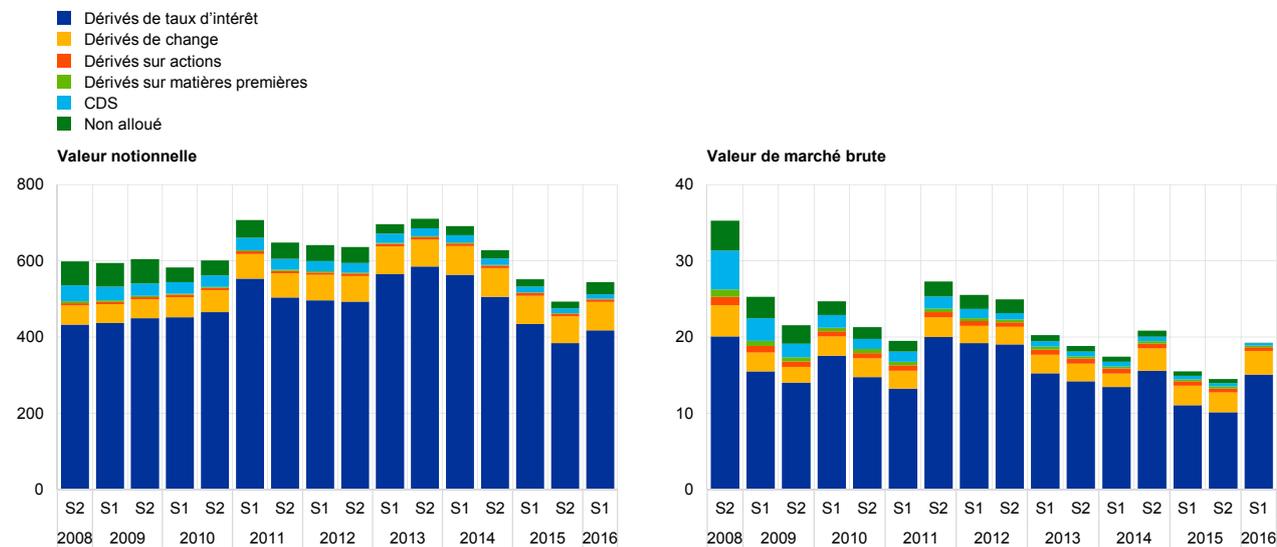
<sup>99</sup> Cf. l'article d'Helen Simon dans *Investopedia*, intitulé « *Are derivatives a disaster waiting to happen?* ».

<sup>100</sup> « *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy* », Groupe des Vingt (G20), 2008, p. 1, et plan d'action, p. 3, respectivement.

## Graphique 1

### Marchés mondiaux de produits dérivés de gré à gré

(en milliers de milliards de dollars ; données semestrielles)



Source : Banque des règlements internationaux (BRI), données de l'enquête semestrielle sur les produits dérivés de gré à gré.

**Au sommet de Pittsburgh en septembre 2009, les chefs d'État ou de gouvernement des pays du G20 se sont engagés à accroître la résilience et la transparence des marchés de produits dérivés de gré à gré.** Dans leur déclaration, les chefs d'État ou de gouvernement des pays du G20 ont demandé à leurs ministres des Finances et gouverneurs de banques centrales « de parvenir à un accord sur un cadre international de réforme dans les domaines critiques suivants », notamment :

L'« amélioration des marchés de produits dérivés de gré à gré : tous les contrats de produits dérivés de gré à gré standardisés devront être échangés sur des plateformes d'échange ou *via* des plateformes de négociation électronique, selon le cas, et compensés par des contreparties centrales<sup>101</sup> d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats sur produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une déclaration à un référentiel central. Les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées. Nous demandons au Conseil de stabilité financière (CSF) et à ses membres d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de ces mesures et de déterminer si celles-ci sont suffisantes pour améliorer la transparence sur les marchés de produits dérivés, réduire le risque systémique et assurer une protection contre les abus des marchés »<sup>102</sup>.

Il est rare qu'une déclaration aussi courte que celle de Pittsburgh au sujet des dérivés de gré à gré occupe autant d'intervenants depuis si longtemps. La mise en œuvre de cet engagement s'est traduite par une vague sans précédent de nouvelles

<sup>101</sup> La part du marché des produits dérivés de gré à gré faisant l'objet d'une compensation centrale a enregistré de meilleurs résultats durant la crise grâce à une gestion du risque plus solide des contreparties centrales et une plus grande transparence sur les expositions de leurs participants.

<sup>102</sup> « *Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit* », G20, 2009, p. 8-9.

normes et réglementations, et a entraîné d'importantes adaptations du secteur, à la fois au niveau mondial et dans les différentes juridictions, avec pour objectif ultime l'amélioration de la transparence, la protection contre les abus de marché et la réduction du risque systémique sur les marchés de produits dérivés de gré à gré.

**Le présent article porte essentiellement sur l'évaluation de la situation actuelle dans l'Union européenne (UE) par rapport aux objectifs initiaux de l'agenda de Pittsburgh.** Il fait le bilan des progrès accomplis et identifie les lacunes qui subsistent s'agissant des cinq éléments de l'ambitieux programme de réformes de Pittsburgh <sup>103</sup>.

- obligation de déclaration à un référentiel central de tous les contrats de produits dérivés de gré à gré ;
- obligation pour tous les contrats de produits dérivés de gré à gré standardisés d'être négociés sur des plateformes d'échange ; et
- obligation de compensation par des contreparties centrales ;
- introduction d'exigences en capital plus élevées pour les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale ;
- évaluation régulière de ces quatre mesures afin de déterminer si celles-ci sont suffisantes pour « améliorer la transparence sur les marchés de produits dérivés, réduire le risque systémique et assurer une protection contre les abus des marchés ».

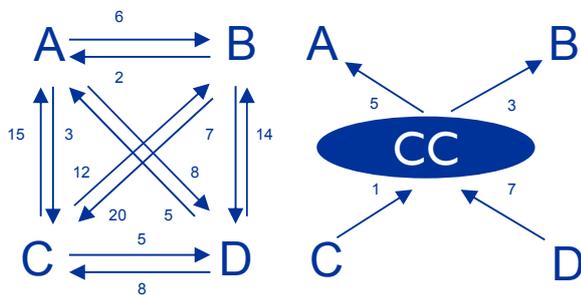
**Les contreparties centrales (CC) et les référentiels centraux (RC) sont des infrastructures de marchés financiers (IMF) dont le rôle dans le domaine des dérivés de gré à gré s'est accru sous l'effet des réformes de Pittsburgh.** Une contrepartie centrale s'interpose entre les deux parties à une transaction sur titres ou sur produits dérivés, devenant l'acheteur vis-à-vis du vendeur et inversement, et assumant le risque de crédit (c'est-à-dire le risque que l'une des parties au contrat soit défaillante) <sup>104</sup>. Par ce biais, ainsi que par celui de la compensation multilatérale (cf. figure 1), la CC réduit le risque global de crédit et de liquidité, et remplace les expositions bilatérales par un réseau centralisé d'expositions entre les membres compensateurs et la CC. Si la CC supprime le risque de contrepartie de ses membres les uns vis-à-vis des autres, ceux-ci ont néanmoins – outre leurs positions principales – une exposition vis-à-vis de leur CC sous la forme d'un dépôt de garantie et de contributions au fonds de défaut, qui font partie de la séquence de

<sup>103</sup> Les sommets du G20 de Cannes (novembre 2011) et de Saint-Pétersbourg (septembre 2013) ont apporté des éléments supplémentaires au programme de réforme des dérivés de gré à gré, notamment les exigences de marge pour les dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale à Cannes, et l'accord en vertu duquel les juridictions doivent se reporter aux règles des contreparties centrales d'autres juridictions à Saint-Pétersbourg, mais l'essence même du programme date du sommet de Pittsburgh.

<sup>104</sup> Pour des explications plus détaillées sur le fonctionnement des CC, cf. par exemple les pages suivantes du site internet de la Deutsche Bundesbank : [oversight of central counterparties](#) ; « [Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles normes, nouveaux acteurs, nouveaux risques](#) », *Revue de la stabilité financière*, n° 17, Banque de France, 2013 ; et Nixon (D.) et Rehlon (A.), « [Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?](#) » *Bank of England Quarterly Bulletin*, T2 2013.

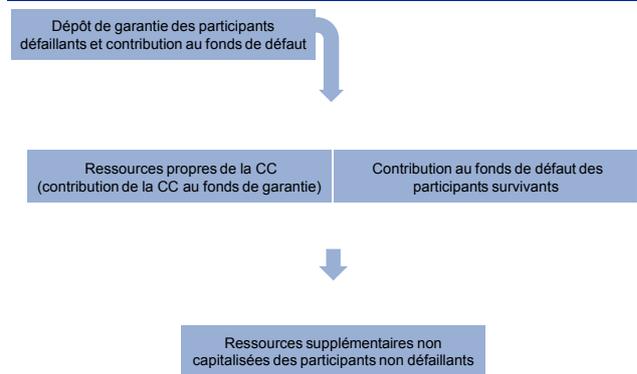
ressources financières (« cascade ») auxquelles la CC peut recourir en cas de défaut d'autres membres (cf. figure 2). Les outils de gestion des risques dont dispose la CC comprennent le « dépôt de garantie initial » (montant prédéfini de sûretés remises à la CC), la « marge de variation » (paiements dus en raison des variations des prix du marché) et la décote appliquée à la sûreté. Un référentiel central est une entité qui tient une base de données électroniques centralisée où sont enregistrés les détails des différents contrats sur dérivés, qu'ils aient fait l'objet ou non d'une compensation (cf. section 3.1).

**Figure 1**  
Compensation multilatérale des CC



Source : BCE.  
Note : La CC calcule et enregistre les obligations nettes découlant des contrats (« compensation multilatérale »).

**Figure 2**  
Cascade de ressources financières en cas de défaut d'un participant à la CC



Source : BCE.

**La suite du présent article est organisée de la manière suivante :** la section 2 décrit les Principes pour les infrastructures de marchés financiers, ensemble de normes internationales fondamentales découlant de l'engagement pris à Pittsburgh en matière de contreparties centrales et de référentiels centraux, ainsi que d'autres orientations de portée internationale et les travaux de réforme en cours. La section 3 examine la situation en Europe du point de vue de l'obligation de déclaration, de l'obligation de compensation et d'autres éléments des réformes de Pittsburgh, qui ont été largement mis en œuvre *via* le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (règlement EMIR). La section 4 identifie les lacunes qui subsistent et les points nécessitant de nouvelles réformes, notamment pour accroître la résilience des contreparties centrales et faciliter leur redressement et leur résolution, renforcer la stabilité des marchés de produits dérivés et améliorer encore la transparence des marchés de produits dérivés de gré à gré. La section 5 présente des éléments de conclusion.

## 2 Orientations de portée internationale

### 2.1 Normes internationales

**Dans le cadre d'une réponse réglementaire plus large à la crise, des normes renforcées ont été adoptées dans le monde entier pour les infrastructures de marchés financiers.** Au niveau mondial, il s'agit notamment des Principes pour les infrastructures de marchés financiers du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR)<sup>105</sup> et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). En février 2010, le CSPR et l'OICV ont engagé une révision complète des trois ensembles de normes applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique, aux systèmes de règlement-livraison de titres et aux contreparties centrales, « pour appuyer l'initiative plus générale du CSF visant à renforcer les infrastructures financières de base et les marchés en décelant et en comblant les lacunes des normes internationales »<sup>106</sup>. La BCE et certaines banques centrales de l'Eurosystème ont participé étroitement à cette révision et à la définition des Principes.

**Publiés en avril 2012, les Principes pour les infrastructures de marchés financiers prennent en compte les leçons tirées de la crise financière.** C'est le cas, notamment, avec la nécessité de réduire les risques liés à la compensation centrale des produits dérivés de gré à gré. Six des 24 principes concernent plus particulièrement les contreparties centrales (Principes 4, 6, 7, 13, 14 et 20). Les référentiels centraux sont également mentionnés et, dans le paragraphe intitulé « Accès aux infrastructures de marchés financiers », l'introduction fait explicitement référence au programme de réformes de Pittsburgh : « L'accès aux contreparties centrales en particulier est encore plus important compte tenu de l'engagement pris en 2009 par les pays du G20 en faveur de la compensation centralisée de tous les contrats dérivés de gré à gré standardisés d'ici fin 2012 »<sup>107</sup>.

**Les Principes pour les infrastructures de marchés financiers définissent, entre autres, des normes strictes de gestion des risques pour les contreparties centrales et créent également, pour la première fois, un cadre pour les référentiels centraux**<sup>108</sup>. Afin d'accroître la résilience des CC, les Principes définissent des exigences plus strictes en matière de gestion des risques de crédit et de liquidité, ainsi que de gestion des risques d'investissement et de conservation. Par exemple, une contrepartie centrale doit couvrir son exposition au risque de crédit sur ses participants pour l'ensemble des produits grâce à un système d'appel de marge efficace qui prenne en compte le degré de risque et qui soit régulièrement réexaminé (Principe 6), et elle doit conserver des ressources financières suffisantes

<sup>105</sup> L'ancien CSPR a été renommé Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM) en septembre 2014 ; il est actuellement présidé par Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE. Cf. le [site internet de la BRI](#) pour une vue d'ensemble du rôle et des travaux du CPIM.

<sup>106</sup> [Principes pour les infrastructures de marchés financiers](#), CSPR-OICV, 2012, p. 6.

<sup>107</sup> *Ibid.*, p. 16.

<sup>108</sup> Les Principes pour les infrastructures de marchés financiers couvrent des infrastructures de marchés financiers telles que les systèmes de paiement et les dépositaires centraux de titres.

pour couvrir le défaut du participant le plus important (ou des deux participants les plus importants dans le cas d'une contrepartie centrale prenant part à des activités à l'échelle mondiale), dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles (Principe 4). Les Principes définissent également les responsabilités des banques centrales, régulateurs des marchés et autres autorités compétentes responsables des infrastructures de marchés financiers pour la mise en œuvre des normes (« Responsabilités A à E »). Bien que les Principes ne soient pas juridiquement contraignants, toutes les juridictions membres du Conseil de stabilité financière (CSF), de l'OICV et du CPIM se sont engagées à les mettre en œuvre, et le CPIM et l'OICV surveillent les progrès accomplis dans ce domaine.

**Dans la « Responsabilité D » des Principes pour les infrastructures de marchés financiers, il est demandé aux autorités compétentes d'adopter et d'appliquer systématiquement les Principes.** En Europe, les Principes pour les infrastructures de marchés financiers ont été mis en œuvre par le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (règlement EMIR), qui est entré en vigueur en août 2012 et a introduit pour la première fois un cadre commun de réglementation et de surveillance de l'UE pour les contreparties centrales et les référentiels centraux (pour ces derniers, cf. section 3.3.1)<sup>109</sup>. En juin 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté les Principes comme normes de surveillance de l'ensemble des infrastructures de marchés financiers de la zone euro placées sous la responsabilité de l'Eurosystème.

## 2.2 Travaux de réforme en cours au niveau mondial

**Le CSF a été chargé d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de l'agenda des réformes adopté à Pittsburgh.** Les rapports d'étape du CSF sur la mise en œuvre des réformes des produits dérivés de gré à gré, dont le plus récent a été publié en août 2016<sup>110</sup>, fournissent un bon aperçu des nombreux chantiers en cours à l'échelle mondiale, initiés par le sommet de Pittsburgh. Au-delà des Principes pour les infrastructures de marchés financiers, ils décrivent notamment d'autres travaux et orientations en la matière, émanant du CPIM et de l'OICV, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et du CSF lui-même. Les réformes, qui pour beaucoup sont mises en œuvre également au niveau national, vont des aspects liés aux contrats négociés, en passant par les exigences en capital et en matière de marge pour les produits dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale, la compensation centrale et la déclaration des contrats, aux questions transfrontières, qui concernent aussi principalement les contreparties centrales et les référentiels centraux.

**L'Eurosystème participe à plusieurs chantiers d'envergure mondiale issus du sommet de Pittsburgh.** Il s'agit notamment des travaux sur la résilience, le

<sup>109</sup> Le présent article se concentre sur le processus et non sur le contenu du règlement EMIR. Il convient de souligner que le CPIM et l'OICV estiment que le règlement EMIR n'est pas pleinement conforme aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers.

<sup>110</sup> Cf. « *OTC Derivatives Market Reforms – Eleventh Progress Report on Implementation* », CSF, 2016.

redressement et la résolution des contreparties centrales, qui sont devenus primordiaux en raison de la concentration accrue de contrats et de risques au sein des contreparties centrales induite par leur activité de compensation (cf. section 4.1). D'autres chantiers internationaux, auxquels la BCE et certaines banques centrales de l'Eurosystème contribuent, ont trait par exemple à l'identifiant d'entité juridique (*Legal Entity Identifier* – LEI), à la suppression des obstacles juridiques à la déclaration des contrats et à l'accès aux données détenues par les référentiels centraux <sup>111</sup>, ainsi qu'à l'harmonisation et à l'agrégation des données sur les dérivés de gré à gré (cf. encadré 1).

## Encadré 1

Travaux au niveau mondial sur l'harmonisation et l'agrégation des données relatives aux dérivés de gré à gré

---

**Les données transmises aux référentiels centraux sur les dérivés de gré à gré doivent être harmonisées pour faciliter leur agrégation sur une base mondiale.** L'agrégation sur une base mondiale des données déclarées aux référentiels centraux permet aux autorités d'avoir une vision plus complète du marché des produits dérivés de gré à gré, et donc de mieux comprendre les expositions mondiales des grandes institutions financières exerçant leur activité dans plusieurs juridictions. En septembre 2014, le CSF a publié une étude de faisabilité concernant la possibilité d'agrèger les données communiquées aux référentiels centraux sur les produits dérivés de gré à gré. Selon les conclusions de cette étude (*Aggregation Feasibility Study*) <sup>112</sup>, il est essentiel, quelle que soit l'option d'agrégation retenue, que les travaux sur la normalisation et l'harmonisation des éléments de données importants soient achevés, notamment par l'introduction au niveau mondial de l'identifiant d'entité juridique (LEI), et la création d'un identifiant de transaction unique (UTI) et d'un identifiant de produit unique (UPI). Le CSF a demandé au CPIM et à l'OICV d'élaborer des orientations au niveau mondial pour l'harmonisation des éléments de données communiqués aux référentiels centraux, condition indispensable à l'agrégation des données par les autorités. En novembre 2014, le CPIM et l'OICV ont mis en place un groupe de travail conjoint pour l'harmonisation des données clés sur les dérivés de gré à gré (*Harmonisation Group* – HG) ayant pour mission d'élaborer des orientations pour la définition, le format et l'utilisation de l'identifiant de transaction unique, de l'identifiant de produit unique ainsi que d'autres éléments de données critiques concernant les dérivés de gré à gré. Le groupe est co-présidé par des représentants de la BCE et de la *Commodity Futures Trading Commission* aux États-Unis.

**Les travaux en cours au niveau mondial sur l'harmonisation de la structure, du contenu et du format des éléments de données déclarés devraient être terminés avant la fin 2017.** Le groupe sur l'harmonisation a publié un rapport consultatif sur l'identifiant de transaction unique en août 2015 <sup>113</sup>, deux rapports consultatifs sur l'identifiant de produit unique (décembre 2015 et août 2016) <sup>114</sup> et, jusqu'à présent, deux rapports consultatifs sur les autres éléments de données

<sup>111</sup> Dans plusieurs juridictions, l'accès effectif aux détails des opérations sur produits dérivés de gré à gré est restreint par les lois de protection des données, de secret bancaire et par des clauses d'indemnisation. Cf. « *Thematic Review on OTC Derivatives Trade Reporting* », CSF, 2015.

<sup>112</sup> « *Feasibility study on approaches to aggregate OTC derivatives data* », CSF, 2014.

<sup>113</sup> « *Consultative report – Harmonisation of the Unique Transaction Identifier* », CPIM–OICV, 2015.

<sup>114</sup> « *Consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier* », CPIM–OICV, 2015, et « *Second consultative report – Harmonisation of the Unique Product Identifier* », CPIM–OICV, 2016.

critiques (septembre 2015 et octobre 2016)<sup>115</sup>. En outre, il a organisé des ateliers auxquels les parties prenantes du secteur ont participé afin de discuter de l'harmonisation de ces éléments de données. La date cible pour la transmission aux autorités des orientations techniques définitives concernant l'identifiant de transaction unique a été fixée à décembre 2016<sup>116</sup>. Il est prévu de fournir des orientations notamment sur les circonstances requérant un identifiant de transaction unique, sur l'entité chargée de générer cet identifiant, et sur sa structure et son format. S'agissant des orientations techniques relatives à l'identifiant de produit unique, une attention particulière est accordée à l'élaboration du code d'accès aux données de référence de cet identifiant, qui contiennent l'essentiel des informations sur les produits et leurs actifs ou instruments sous-jacents. La date objectif pour la transmission aux autorités des orientations techniques définitives concernant l'identifiant de produit unique a été fixée à mi-2017. Les travaux relatifs aux orientations techniques concernant les autres éléments de données critiques sur les produits dérivés de gré à gré se sont concentrés sur l'identification et l'harmonisation des éléments de données autres que l'identifiant de transaction unique et l'identifiant de produit unique qui sont essentiels pour la déclaration et l'agrégation effective des données au niveau mondial. Au total, quelque 80 autres éléments de données critiques font l'objet de travaux. Un aspect important des travaux d'harmonisation de ces autres éléments de données critiques a trait à l'utilisation, lorsque cela est possible, des normes existantes pour le secteur, en particulier de la norme ISO 20022. L'objectif est de transmettre aux autorités les orientations techniques définitives concernant les autres éléments de données critiques avant la fin 2017.

**Outre la transmission des orientations techniques aux autorités, des travaux sur la gouvernance des éléments de données critiques sont également en cours.** Le groupe d'harmonisation est en train d'élaborer un cadre de gouvernance des autres éléments de données critiques. Un groupe de travail du CSF dédié a été mis en place en mars 2016 afin de définir des cadres de gouvernance pour l'identifiant de transaction unique et l'identifiant de produit unique. Ce groupe de travail a déjà défini des critères et des fonctions que les cadres de gouvernance de ces deux types d'identifiants devront mettre en œuvre, et a pour objectif de publier un rapport consultatif sur le dispositif de gouvernance de l'identifiant de transaction unique peu après la publication des orientations techniques relatives à ce même identifiant. S'agissant de l'identifiant de produit unique, le groupe de travail a pour objectif de finaliser ses travaux et de faire des recommandations au CSF après l'achèvement des travaux du groupe d'harmonisation sur l'identifiant de produit unique, actuellement prévu vers la fin 2017.

**Toutefois, d'autres étapes seront nécessaires pour faciliter l'agrégation sur une base mondiale.** La mise en œuvre des orientations techniques relatives aux identifiants uniformes au niveau mondial – c'est-à-dire l'identifiant de transaction unique, l'identifiant de produit unique et les autres éléments de données critiques sur les dérivés de gré à gré –, la définition de dispositifs de gouvernance efficaces et effectifs ainsi que l'adoption de l'identifiant d'entité juridique sont des étapes importantes, et des conditions indispensables, pour créer un mécanisme d'agrégation sur une base mondiale des données relatives aux produits dérivés de gré à gré, et garantir que le résultat soit satisfaisant. La BCE prévoit que des travaux coordonnés à l'échelle internationale

<sup>115</sup> « *Consultative report – Harmonisation of key OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – first batch* », CPIM–OICV, 2015, et « *Consultative report – Harmonisation of critical OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – second batch* », CPIM–OICV, 2016.

<sup>116</sup> La date d'arrêt des données et des sources utilisées dans le présent article était le 2 décembre 2016.

débuteront en 2017 afin d'élaborer et de mettre en œuvre un mécanisme efficient et effectif pour l'agrégation des données sur une base mondiale.

---

### 3 Examen de la situation et des progrès accomplis en Europe

**En Europe, l'initiative de réforme de Pittsburgh a été en grande partie formalisée en 2012 par le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR).** Connu sous le nom de « Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux »<sup>117</sup>, le règlement EMIR établit pour la première fois des normes de réglementation et de surveillance pour les contreparties centrales et les référentiels centraux de l'UE, qui ont été définies plus en détail par les normes techniques de réglementation. Si le considérant (5) du règlement EMIR fait référence au sommet de Pittsburgh, le communiqué de presse du 15 septembre 2010 accompagnant la proposition de règlement de la Commission européenne établit cependant un lien encore plus étroit avec la crise financière et l'engagement du G20 :

« Dans le cadre de ses travaux visant à mettre en place un système financier plus sûr, la Commission européenne a présenté aujourd'hui une proposition de règlement destinée à améliorer la sécurité et la transparence du marché des produits dérivés de gré à gré (OTC). [...] La quasi-faillite de Bear Sterns en mars 2008, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain ont révélé au grand jour les dysfonctionnements de ce marché, où se négocient 80 % des produits dérivés. [...] Cette proposition de la Commission, qui s'inscrit dans le droit fil des engagements pris par l'UE dans le cadre du G20 et de l'approche retenue par les États-Unis, doit maintenant être examinée par le Parlement européen et par les États membres de l'UE »<sup>118</sup>.

#### 3.1 Où en est l'Europe s'agissant de l'obligation de déclaration ?

**Le règlement EMIR introduit l'obligation de déclaration à un référentiel central de tous les contrats sur produits dérivés, processus qui a débuté en février 2014.** Cette « obligation de déclaration » s'applique aussi bien aux produits dérivés de gré à gré qu'à ceux négociés en bourse appartenant aux cinq principales catégories d'actifs, à savoir les dérivés sur matières premières, les dérivés sur actions, les dérivés de change, les dérivés de crédit et les dérivés de taux d'intérêt. Les contrats faisant l'objet d'une compensation centrale sont également concernés. Pour chaque opération sur dérivés, environ 85 champs de données, divisés en deux

---

<sup>117</sup> Cf. le [Règlement](#) publié au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juillet 2012.

<sup>118</sup> « [Des marchés européens de produits dérivés plus sûrs et plus transparents](#) », Commission européenne, 2010.

groupes, doivent être déclarés : le premier groupe contient des informations sur les contreparties participantes, qui restent stables en général sur la durée de vie du contrat ; le deuxième groupe contient des détails sur les caractéristiques du contrat, tels que le type de produit dérivé, l'actif sous-jacent, le prix, l'encours, l'exécution et la plateforme de compensation du contrat, la valorisation, les sûretés et les événements liés au cycle de vie du contrat (par exemple, compression, annulation, cessation). Certaines de ces caractéristiques, en particulier le prix et les événements liés au cycle de vie, évoluent tout au long de la durée de vie d'un contrat sur produit dérivé.

**D'après le règlement EMIR, toutes les contreparties à un contrat sur produit dérivé qui se situent dans l'UE doivent déclarer les détails du contrat à un référentiel central agréé par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).**

Conformément aux articles 55 et 77 du règlement EMIR, les référentiels centraux auxquels les contrats sont déclarés doivent être enregistrés auprès de l'AEMF ou, dans le cas de référentiels centraux établis dans des pays tiers, reconnus par l'AEMF. Il existe actuellement six référentiels centraux agréés par l'AEMF : CME, DDRL<sup>119</sup>, ICE, KDPW, Regis-TR et UnaVista<sup>120</sup>. Au total, ils fournissent des données quotidiennes sur les dérivés à plus de 60 autorités dans l'UE qui, conformément à leur mandat, ont accès aux données de leurs juridictions respectives. Seul le Conseil européen du risque systémique (CERS) et l'AEMF ont accès à l'intégralité de la série de données pour l'ensemble de l'UE<sup>121</sup>. L'AEMF assure également la surveillance directe des référentiels centraux et peut imposer des sanctions en cas de non-respect des exigences contenues dans le règlement EMIR. En mars 2016, l'AEMF a pris pour la première fois une mesure d'exécution forcée à l'encontre d'un référentiel central enregistré dans l'UE<sup>122</sup>.

**Une caractéristique du règlement EMIR est l'« obligation de double déclaration »**<sup>123</sup>.

Contrairement au régime américain, dans lequel l'obligation de déclaration incombe à une seule contrepartie, dans le règlement EMIR les deux contreparties à une opération sur produit dérivé doivent effectuer une déclaration, si elles se situent dans l'UE. Comme il existe plusieurs référentiels centraux dans l'UE, les contrats sont souvent déclarés dans deux référentiels centraux différents. Par conséquent, l'agrégation des données nécessite un rapprochement des informations déclarées par les deux contreparties au contrat au sein d'un même RC et entre différents RC. Ce rapprochement repose en principe sur l'utilisation d'un identifiant

<sup>119</sup> DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), ou parfois DTCC simplement, est une filiale londonienne de DTCC Global Trade Repository (GTR).

<sup>120</sup> Cf. *List of registered trade repositories*, AEMF.

<sup>121</sup> Cf. Fache-Rousová (L.), Kulmala (K.-M.) et Osiewicz (M.), « *Reporting of derivatives transactions in Europe – Exploring the potential of EMIR micro data against the challenges of aggregation across six trade repositories* », 2015, pour une description du processus de déclaration dans le cadre du règlement EMIR et des problèmes connexes, tels que la qualité des données et la méthodologie permettant d'agréger les données des différents référentiels centraux.

<sup>122</sup> Cf. « *ESMA fines DTCC Derivatives Repository Limited €64,000 for data access failures* », 2016.

<sup>123</sup> Au moment de la création du cadre régissant le règlement EMIR, l'obligation de déclaration par les deux contreparties à une opération sur produit dérivé répondait à la logique de l'AEMF de rendre le processus plus clair pour pouvoir déceler des inadéquations de prix et identifier plus facilement des sources potentielles de risque. De plus, les autorités ont connaissance du contrat sur produit dérivé même si l'une des contreparties omet de la déclarer.

de transaction unique, mais sa définition est encore en cours d'élaboration au niveau mondial (cf. encadré 1).

**Outre l'obligation de déclaration des données au niveau de chaque opération, le règlement EMIR exige également des référentiels centraux qu'ils publient des données agrégées.** Sur leurs sites internet, les RC publient le nombre de contrats, leur valeur notionnelle et leur valeur de marché, ainsi que d'autres indicateurs. En raison du régime de double déclaration, les opérations sont divisées en contrats déclarés par une seule contrepartie et contrats déclarés par les deux contreparties, selon que l'autre volet de l'opération est déclaré au même RC ou non. Les données publiques des RC se caractérisent par des ruptures structurelles, liées à des différences et à des modifications du processus de déclaration ou à des contrats qui n'ont pas été correctement déclarés. En dépit de ces questions en suspens (cf. également la section 4.3), les données établies conformément au règlement EMIR permettent, dans certaines limites, de tirer des conclusions sur les caractéristiques du marché européen de produits dérivés (cf. encadré 2). Conformément au cadre d'information CPIM-OICV, les contreparties centrales européennes publient également un large éventail de données quantitatives, relatives par exemple au risque de crédit et de liquidité, aux marges et aux sûretés <sup>124</sup>.

## Encadré 2

Caractéristiques du marché européen des produits dérivés établies à partir des données EMIR.

**Selon les données publiques EMIR, en termes d'encours notionnel, la taille du marché européen des produits dérivés de gré à gré a atteint 460 000 milliards d'euros environ à fin juin 2016.** Les *swaps* de taux d'intérêt constituent de loin la catégorie d'actifs la plus importante (85 % de l'encours notionnel à fin juin), suivis des dérivés de change (9 %), tandis que les dérivés de crédit, les dérivés matières premières et les dérivés actions représentaient, ensemble, environ 6 % du total (cf. graphique A). Ces pourcentages sont globalement conformes à l'enquête semestrielle de la BRI relative aux dérivés de gré à gré dans le monde (cf. graphique 1). En termes absolus, toutefois, il n'est pas possible de rapprocher les valeurs des encours notionnels tirées des données publiques EMIR de celles de l'enquête semestrielle de la BRI (490 000 milliards d'euros environ à fin juin 2016 <sup>125</sup>), en raison de différences méthodologiques entre les deux échantillons de données <sup>126</sup>.

<sup>124</sup> L'Association européenne des chambres de compensation (EACH) conserve une [liste](#) de ces informations publiques.

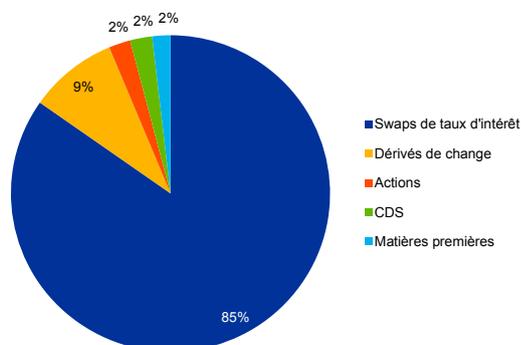
<sup>125</sup> À fin juin 2016, la valeur totale de l'encours notionnel mondial s'établissait à 544 000 milliards de dollars (1 dollar = 1,1102 euros).

<sup>126</sup> La BRI enquête auprès d'un groupe limité de courtiers en dérivés, qui déclarent leurs positions agrégées sur les dérivés sur une base consolidée à l'échelle mondiale. Environ 70 grands courtiers en dérivés de 13 pays participent à l'enquête semestrielle de la BRI ; bien que l'échantillon soit limité, l'enquête semestrielle permet de couvrir une part importante du marché mondial de gré à gré comme le confirme l'enquête triennale de la BRI, qui couvre nettement plus d'établissements (environ 400) de beaucoup plus de pays (47) : une comparaison entre les deux enquêtes de la BRI indique que la part de marché des déclarants semestriels est de 97 % environ des dérivés sur taux d'intérêt et des dérivés de crédit. Cf. Abad *et al.*, « [Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset](#) », 2016.

## Graphique A

### Marché européen des produits dérivés de gré à gré par catégorie d'actifs

(en pourcentage de l'encours notionnel au 1er juillet 2016)



Sources : Données publiques EMIR, publiées sur les sites internet des référentiels centraux.

### Les données EMIR fournissent également un premier aperçu de la structure du marché des produits dérivés en Europe.

L'analyse est centrée sur les données de trois référentiels centraux différents liés aux CC européennes (cf. tableau 2) agréés pour la compensation de la catégorie d'actifs la plus importante, les *swaps* de taux d'intérêt : Regis-TR, CME et DDRL. Outre leur utilisation dans l'analyse, les données déclarées à DDRL sont particulièrement intéressantes en raison de leur couverture large et diversifiée des catégories d'actifs. Le choix des référentiels centraux pour les besoins de l'analyse est également dicté par la disponibilité de rapports sur les transactions en cours (*trade state reports*), plutôt que de rapports sur l'activité de négociation (*trade activity reports*). Les *trade state reports*

fournissent des informations au niveau de chaque transaction sur les opérations en cours en fin de journée et permettent de calculer les positions et d'agrèger les données. Toutefois, le règlement EMIR ne les rend pas obligatoires actuellement et tous les référentiels centraux ne les fournissent pas<sup>127</sup>.

**L'analyse des données EMIR montre que, pour les swaps de taux d'intérêt, la part des transactions de gré à gré compensées a régulièrement augmenté depuis l'introduction de l'obligation de compensation.** Le graphique B présente les transactions de gré à gré sur *swaps* de taux d'intérêt compensées par rapport aux transactions non compensées depuis janvier 2015 pour deux référentiels centraux qui fournissent les rapports sur les opérations en cours, DDRL et Regis-TR. L'accent est mis sur le nombre de transactions, cette mesure donnant lieu à moins de points aberrants ou de déclarations inexactes que les valeurs notionnelles ou les valeurs de marché. Stable à 25 % environ en 2015, la part des transactions compensées a augmenté pour atteindre 35 % environ au cours des trois premiers trimestres 2016, après l'entrée en vigueur en décembre 2015 des premières NTR en ce qui concerne l'obligation de compensation (cf. section 3.3).

**Les données EMIR ont également apporté un éclairage sur les effets à court terme de l'introduction de l'obligation de compensation pour les swaps de taux d'intérêt et de la compensation par anticipation (« *frontloading* ») (cf. section 3.3).** Le graphique C retrace l'évolution du nombre et des valeurs notionnelles des nouvelles transactions compensées déclarées à CME. Au cours de la semaine du 21 mai 2016, l'échéance pour la compensation par anticipation, on a observé une augmentation ponctuelle significative des volumes de transactions, tant en valeurs notionnelles qu'en nombre de transactions, en raison de la compensation de transactions en cours avant l'échéance de la compensation par anticipation. Après l'entrée en vigueur de l'obligation de compensation (pour les contreparties de catégorie 1) le 21 juin 2016

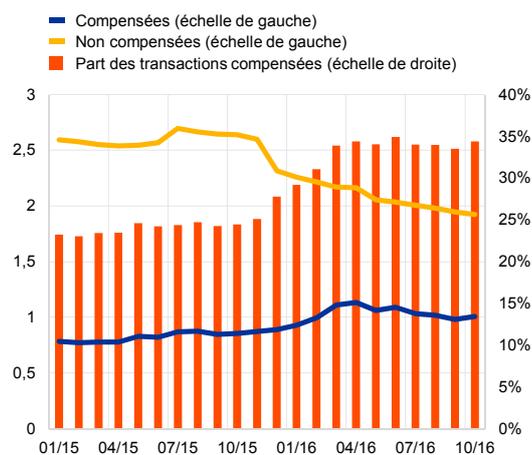
<sup>127</sup> Dans le futur, il est envisagé de rendre la fourniture de rapports sur les opérations en cours (*trade state reports*) obligatoire pour les référentiels centraux. Pour plus de précisions, cf. le document de consultation de l'AEMF « *Draft technical standards on access to data and aggregation and comparison of data across TR under Article 81 of EMIR* », 2015.

(cf. tableau 1 ci-après), une forte évolution du niveau des transactions hebdomadaires a été observée pour tous les contrats de gré à gré sur *swaps* de taux d'intérêt entre les contreparties de catégorie 1, qui devaient alors faire l'objet d'une compensation centrale.

### Graphique B

Encours de transactions de gré à gré sur *swaps* de taux d'intérêt compensées par rapport aux transactions non compensées pour DDRL et Regis-TR

(en millions de transactions, en pourcentage ; données de fin de mois)

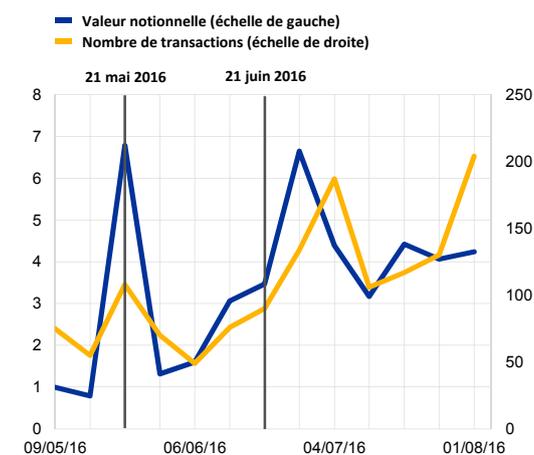


Sources : Données EMIR, DDRL et Regis-TR.

### Graphique C

Nombre et valeurs notionnelles des transactions de gré à gré sur *swaps* de taux d'intérêt compensées déclarées à CME

(en milliards d'euros, en nombre de transactions ; données hebdomadaires)



Sources : Données EMIR et rapports d'activité de CME.

## 3.2 Exigences en matière de négociation de produits dérivés de gré à gré

Tandis qu'aux États-Unis la loi Dodd-Frank régit la négociation et la compensation des produits dérivés de gré à gré, en Europe, le règlement EMIR ne couvre que la compensation, les aspects relatifs à la négociation étant gérés par la directive révisée et le nouveau règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II et MiFIR). Publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 12 juin 2014, ces textes, après transposition de la MiFID II en droit national, entreront en vigueur le 3 janvier 2018 dans les États membres. Ils visent à s'assurer que les marchés seront plus équitables, plus sûrs et plus efficaces, et à garantir une protection harmonisée de haut niveau aux investisseurs en instruments financiers. Plus précisément, la directive révisée et le nouveau règlement intègrent des exigences d'agrément pour les marchés réglementés, des règles définissant l'admission d'instruments financiers à la négociation, des obligations de transparence en matière de négociation d'actions, des exigences applicables aux entreprises d'investissement, des règles en matière de déclaration des transactions, et surtout en lien avec Pittsburgh, l'obligation pour les produits dérivés de gré à gré d'être négociés sur des bourses de valeurs ou des plates-formes électroniques, les « systèmes organisés de négociation » (*organised trading facility – OTF*). Une

exigence importante par exemple est que les OTF doivent rester neutres au regard du risque de marché et ne peuvent pas prendre de positions pour leur propre compte. Les exigences s'appliquent aux produits dérivés de gré à gré, qui sont soumis à une obligation de compensation, ce qui crée un lien avec le règlement EMIR. Comme dans le règlement EMIR, l'AEMF est chargée de l'élaboration des normes techniques de réglementation (NTR) et d'exécution en lien avec la directive MiFID II et le règlement MiFIR.

### 3.3 Positionnement de l'Europe au regard de l'obligation de compensation

**Le Japon et les États-Unis ont été les premiers à mettre en œuvre l'obligation de compensation centrale décidée à Pittsburgh pour certains contrats dérivés de gré à gré.** L'obligation de compensation a été introduite pour la première fois au Japon pour les *swaps* de taux d'intérêt et les CDS indiciels libellés en yens en novembre 2012 et pour les *swaps* de taux d'intérêt yen-euro en juillet 2014. Aux États-Unis, où le programme de Pittsburgh a été inscrit dans la loi Dodd-Frank, l'obligation de compensation a été mise en place en mars 2013 pour une gamme de contrats plus large y compris les *swaps* de taux d'intérêt, les *swaps* de base et les accords de taux futurs (FRA) dans l'une des devises les plus liquides (dollar des États-Unis, euro, livre sterling, et yen), ainsi que les CDS indiciels et les *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour (OIS) en dollars des États-Unis, en euros et en livres sterling <sup>128</sup>.

**Dans l'UE, la mise en place de l'obligation de compensation centrale a commencé en juin 2016 et se poursuivra jusqu'en 2018, couvrant une palette encore plus large de contrats et de devises qu'aux États-Unis et au Japon.**

L'AEMF propose les catégories de contrats qui devront être soumises à l'obligation de compensation *via* les normes techniques de réglementation (NTR), qui sont ensuite approuvées par la Commission européenne, le Conseil et le Parlement. Les premières NTR sont entrées en vigueur le 21 décembre 2015 : elles rendent obligatoire la compensation centrale des *swaps* de taux d'intérêt fixe contre variable et *basis swaps* en euros, en livres sterling, en yens et en dollars des États-Unis, et des FRA et des OIS en euros, en livres sterling et en dollars des États-Unis. Le type de contrepartie détermine le calendrier de la mise en œuvre de l'obligation de compensation. Cette obligation a démarré le 21 juin 2016 pour les membres compensateurs des CC et le 21 décembre 2016 pour les contreparties financières et les fonds d'investissement alternatifs qui ne sont pas membres compensateurs mais dont les positions dépassent un certain seuil <sup>129</sup> (cf. tableau 1). Pour les contreparties financières et les fonds d'investissement alternatifs dont les positions

<sup>128</sup> Cf. Rahman (A.), « *Over-the-counter (OTC) derivatives, central clearing and financial stability* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, T3 2015, pour une synthèse de l'obligation de compensation aux États-Unis, au Japon et dans l'UE, et les différents types de contrats qui lui sont ou pourront lui être soumis.

<sup>129</sup> Le seuil de 8 milliards d'euros doit être calculé au niveau du groupe, comme l'encours notionnel brut moyen en fin de mois d'instruments dérivés du groupe ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale pour janvier, février et mars 2016. Il y a un certain nombre d'exceptions, notamment dans le cas des contreparties n'appartenant pas à l'UE.

sont inférieures au seuil de compensation, et pour les contreparties non financières, l'obligation prendra effet le 21 juin 2017 et le 21 décembre 2018, respectivement <sup>130</sup>. En outre, la Commission européenne a publié les deuxièmes et troisièmes NTR, qui sont entrées en vigueur les 9 mai et 9 août 2016 et rendent obligatoire la compensation de certains CDS indiciels en euros (par exemple « iTraxx Europe Main » portefeuille de CDS de maturité cinq ans) et les *swaps* de taux d'intérêt fixe contre variable et les FRA en couronne norvégienne, en zloty polonais et en couronne suédoise. Selon le type de contrepartie, ces obligations commenceront à prendre effet le 9 février 2017 puis le 9 mai 2017 pour les CDS indiciels jusqu'au 9 juillet 2019 pour les catégories de produits dérivés dans les trois devises autres que l'euro <sup>131</sup>.

**Le règlement EMIR prévoit également une obligation de procéder à la compensation centrale de certains contrats conclus par les contreparties avant que l'obligation de compensation ne prenne effet (compensation par anticipation - frontloading).** L'obligation de compensation par anticipation ne concerne que les contreparties de catégorie 1 et de catégorie 2 (cf. calendrier dans le tableau 1). Tous les contrats soumis aux obligations de compensation, par anticipation ou non, n'ont l'obligation d'être compensés via une CC qu'à partir du moment où les obligations de compensation prennent effet. Toutefois, les contreparties peuvent décider de déjà commencer à compenser ces produits dérivés pendant la période de compensation par anticipation.

**Tableau 1**

Calendrier de mise en œuvre de l'obligation de compensation par type de contreparties et par catégorie d'actifs

Contrepartie	Catégorie	Swaps de taux d'intérêt en monnaies du G4	CDS indiciels	Swaps de taux d'intérêt et FRA en NOK, PLN et SEK
<b>Dates de démarrage de l'obligation de compensation</b>				
Membres compensateurs des CC	Cat. 1	21/06/2016	09/02/2017	09/02/2017
Autres contreparties financières et fonds d'investissement alternatifs dont les positions non compensées sur produits dérivés au niveau du groupe dépassent le seuil (8 milliards d'euros)	Cat. 2	21/12/2016	09/08/2017	09/07/2017
Autres contreparties financières et fonds d'investissement alternatifs dont les positions sont inférieures au seuil de 8 milliards d'euros	Cat. 3	21/06/2017	09/02/2018	09/02/2018
Autres contreparties non financières	Cat. 4	21/12/2018	09/05/2019	09/07/2019
<b>Dates du frontloading</b>				
Membres compensateurs des CC	Cat. 1	21/02/2016	09/10/2016	09/10/2016
Autres contreparties financières et fonds d'investissement alternatifs dont les positions non compensées sur produits dérivés au niveau du groupe dépassent le seuil (8 milliards d'euros)	Cat. 2	21/05/2016	09/10/2016	09/10/2016

Sources : Premières, deuxièmes et troisièmes NTR en ce qui concerne l'obligation de compensation (cf. notes de bas de page 33 et 34).

<sup>130</sup> Pour plus de précisions, cf. les premières [NTR en ce qui concerne l'obligation de compensation](#) publiées au Journal officiel de l'Union européenne.

<sup>131</sup> Cf. [les pages du site internet de l'AEMF relatives à l'obligation de compensation](#), et les [deuxièmes NTR](#) et les [troisièmes NTR](#).

### 3.3.1 Cadre de surveillance prudentielle pour les CC

**Conformément à l'article 18 du règlement EMIR, des collèges de surveillance ont été mis en place pour toutes les CC dans l'UE.** Durant la phase d'agrément, ces collèges de CC se sont concentrés sur l'évaluation du respect du règlement EMIR par les CC. À cet effet, les autorités compétentes nationales pour chaque CC ont conduit une analyse du risque lié au degré de respect par la CC de l'ensemble des exigences définies dans le règlement EMIR et les NTR qui l'accompagnent. À partir de cette analyse, les membres du collège de l'Eurosystème dans leur capacité, entre autres, de représentants de l'autorité de surveillance et de la banque centrale d'émission<sup>132</sup> ont évalué des domaines comme les procédures de compensation et de règlement de la CC, la gestion du risque de liquidité, les tests de résistance et les accords d'interopérabilité avec d'autres CC. Lors des délibérations au sein du collège et de la formation des avis relatifs à l'agrément des CC, l'Eurosystème a formulé des recommandations et a initié des changements dans ces domaines clés, permettant ainsi des améliorations dans l'architecture finale de la gestion du risque des CC.

**L'Eurosystème et le mécanisme de surveillance unique (MSU) sont représentés dans les collèges des CC de la zone euro et des CC hors zone euro.** Deux fonctions de la BCE/de l'Eurosystème participent aux collèges EMIR des CC : le MSU, dans sa capacité d'autorité de surveillance des membres compensateurs importants participant aux CC (EMIR article 18, paragraphe 2, point c) ; et l'Eurosystème, en sa capacité de banque centrale d'émission pour l'euro, pour les CC dont l'euro est l'une des principales monnaies compensées (cf. tableau 2). Conformément à l'article 18, paragraphe 2, points g) et h), les membres concernés de l'Eurosystème participent aux collèges EMIR en tant que responsables de la surveillance et en tant que banques centrales d'émission pour les CC dont l'euro est l'une des monnaies les plus pertinentes à l'égard des instruments compensés, notamment – au-delà des CC de la zone euro – pour les CC extraterritoriales qui compensent une part importante d'instruments financiers libellés en euros. S'agissant de la fonction de banque centrale d'émission, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2012 qu'en règle générale l'Eurosystème serait représenté par les BCN concernées de la zone euro lorsque la CC était établie dans la zone euro, et par la BCE pour les CC hors zone euro.

<sup>132</sup> Si la fonction de surveillance s'intéresse d'abord à la CC elle-même, la fonction de banque centrale d'émission se concentre sur les risques potentiels pesant sur la monnaie, qui peuvent résulter des activités de la CC. Les deux fonctions partagent une même préoccupation pour les implications systémiques de la CC au regard de son rôle central et de sa capacité limitée à être remplacée sur les marchés servis et de ses interdépendances avec d'autres CC et IMF.

**Tableau 2**

Liste des CC de l'UE pour lesquelles l'Eurosystème est représenté dans le collège en tant que banque centrale d'émission et connexion avec les référentiels centraux

Pays	CC	Référentiel central connecté
<b>Zone euro</b>		
<b>Autriche</b>	CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH (CCP.A)	N/A*
<b>France</b>	LCH.Clearnet SA	UnaVista
<b>Allemagne</b>	Eurex Clearing AG	Regis-TR
	European Commodity Clearing AG (ECC)	Regis-TR
<b>Grèce</b>	Athens Exchange Clearing House (Athex Clear)	UnaVista
<b>Italie</b>	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.(CCG)	UnaVista
<b>Pays-Bas</b>	European Central Counterparty N.V. (EuroCCP)	DDRL
	ICE Clear Netherlands B.V.	ICE
<b>Portugal</b>	OMIClear	DDRL
<b>Espagne</b>	BME Clearing	Regis-TR
<b>Pays de l'UE hors zone euro</b>		
<b>Suède</b>	Nasdaq OMX Clearing AB	Regis-TR
<b>Royaume-Uni</b>	CME Clearing Europe	CME
	ICE Clear Europe	ICE
	LCH.Clearnet Limited	UnaVista
	LME Clear Limited (statut d'observateur)	DDRL

Sources : Sites internet des CC.

\* CCP.A ne compense plus de produits dérivés ; elle compense désormais surtout des actions.

**En outre, l'Eurosystème est – mais dans une mesure limitée seulement – impliqué dans la reconnaissance des CC des pays tiers (c'est-à-dire n'appartenant pas à l'UE).** Conformément à l'article 25, paragraphe 3, point f) d'EMIR, l'AEMF consulte l'Eurosystème en tant que banque centrale d'émission dans les cas où l'euro est l'une des monnaies les plus pertinentes à l'égard des instruments compensés par la CC. Toutefois, la procédure de reconnaissance dans le cadre du règlement EMIR peut encore être améliorée et la BCE considère que la révision d'EMIR donne l'opportunité de la repenser. En particulier, les conditions que l'AEMF doit prendre en considération lorsqu'elle prend sa décision de reconnaissance se limitent à des questions d'équivalence réglementaire et prudentielle et de coopération prudentielle. Cela peut fournir une marge de manœuvre suffisante à l'AEMF pour prendre en compte des préoccupations importantes exprimées par les autorités consultées, dans les cas où les conditions actuelles de reconnaissance seraient remplies.

### 3.3.2 Exigences de fonds propres pour les expositions sur des CC non éligibles

**Le dispositif de Bâle III et sa mise en œuvre dans l'UE via le règlement concernant les exigences de fonds propres (CRR) permet aux banques de l'UE d'avoir des exigences en fonds propres réduites pour leurs expositions vis-à-vis d'une CC éligible, par rapport à celles vis-à-vis d'une CC non éligible.** Bâle III a introduit une exigence en fonds propres pour les expositions des banques

de l'UE et de leurs filiales étrangères vis-à-vis d'une CC. Une CC acquiert le statut de CC éligible dans l'UE si elle a été agréée (dans le cas des CC de l'UE) ou reconnue (dans le cas des CC hors UE) au titre d'EMIR<sup>133</sup>. Les CC étrangères ne peuvent être reconnues par l'AEMF que si la Commission européenne a pris une décision favorable concernant l'équivalence du régime réglementaire étranger s'appliquant aux CC. Toutefois, le CRR inclut également des dispositions transitoires qui permettent aux CC non encore agréées/reconnues d'être traitées comme des CC éligibles par les États membres de l'UE jusqu'à une échéance déterminée (reportée par la Commission européenne au 15 décembre 2016), à moins qu'elles ne reçoivent plus tôt une reconnaissance de l'UE<sup>134</sup>. Les exigences en fonds propres plus élevées pour les expositions sur les CC non éligibles incitent les banques à recourir à des CC éligibles et à des CC qui cherchent à obtenir ce statut lorsqu'elles n'ont pas encore été agréées ou reconnues dans le cadre d'EMIR. En ce qui concerne les contributions à un fonds de défaut et les expositions de transactions sur les CC non éligibles, les exigences en fonds propres au titre de Bâle III sont les suivantes<sup>135</sup> :

- les banques doivent appliquer une pondération du risque de 1,250 % à leurs contributions au fonds de défaut d'une CC non éligible ;
- les banques doivent appliquer l'approche standard pour le risque de crédit du dispositif général, en fonction de la catégorie de la contrepartie, à leur exposition de transactions sur une CC non éligible.

### 3.4 Exigences applicables aux produits dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale

**Le règlement EMIR impose aux contreparties d'appliquer des techniques d'atténuation des risques aux produits dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale, y compris l'échange de garanties (collateral) et la constitution de marge bilatérale.** L'article 11, paragraphe 3 d'EMIR précise que

« Les contreparties financières disposent de procédures de gestion des risques qui prévoient un échange de garanties (*collateral*) effectué de manière rapide, exacte et avec une ségrégation appropriée en ce qui concerne les contrats dérivés de gré à gré conclus le 16 août 2012 ou après cette date ». Il en va de même pour les contreparties non financières dépassant le seuil de compensation.

**L'AEMF, l'Autorité bancaire européenne (ABE) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) ont émis conjointement des NTR relatives à ces techniques d'atténuation des risques.** Le

4 octobre 2016, la Commission européenne a adopté un règlement délégué qui précise comment la marge doit être échangée pour les contrats dérivés de gré à gré

<sup>133</sup> Cf. par exemple l'article 301 du CRR.

<sup>134</sup> ICE Clear Europe, la dernière CC de l'UE à ne pas être agréée dans le cadre d'EMIR, a bénéficié de ce report avant d'être finalement agréée en septembre 2016.

<sup>135</sup> « *Capital requirements for bank exposures to central counterparties* », CBCB, 2014, et CRR, articles 306 à 311.

qui ne sont pas compensés par une CC <sup>136</sup>. Il prévoit une mise en œuvre échelonnée, débutant avec les entités dont les portefeuilles de produits dérivés sont les plus importants. Les normes prévoient l'échange obligatoire de marges de variation et d'une marge initiale entre les deux contreparties, afin de se prémunir contre le défaut de l'autre contrepartie, et de refléter les évolutions de la valeur de la position sur produits dérivés. Les intervenants de marché peuvent utiliser un modèle interne ou des barèmes standard de marges et de décotes pour calculer les exigences de marge initiale pour leurs produits dérivés non compensés centralement. Actuellement, des modèles standard pour le calcul de la marge initiale sont mis au point par le secteur <sup>137</sup>. S'agissant des modèles internes de marge, si la marge de variation s'appuie uniquement sur des performances de prix passées et donc objectives, la marge initiale est une estimation des pertes potentielles futures reposant sur deux paramètres : le nombre de jours nécessaire pour remplacer ou couvrir de nouveau les positions, connu sous le terme de « période de marge en risque » (PMR), et la volatilité de l'actif sous-jacent durant la PMR. Les NTR fixent les deux paramètres : une PMR de dix jours minimum et un intervalle de confiance de 99 %. Les normes précisent également les critères relatifs aux exemptions intragroupes à ces exigences. En élaborant ces normes, les trois autorités européennes de surveillance ont pris en compte le cadre élaboré par l'OICV et le CBCB relatif aux exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement, ainsi que les recommandations prudentielles du CBCB relatives à la gestion des risques associés au règlement des transactions de change, tout en prenant en considération les caractéristiques spécifiques des marchés financiers européens.

**Le cadre international régissant les exigences de marge pour les produits dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale a été finalisé en mars 2015.** Le cadre CBCB-OICV impose aux intervenants de marché d'utiliser un modèle interne ou une méthode standard pour calculer les exigences de marge pour leurs dérivés non compensés centralement. Il prévoit une mise en œuvre échelonnée, qui a débuté dans un certain nombre de pays le 1<sup>er</sup> septembre 2016 avec les entités dont les portefeuilles de dérivés sont les plus importants <sup>138</sup>.

---

<sup>136</sup> Cf. [Norme technique complétant le règlement \(UE\) n°648/2012](#), Commission européenne, 2016.

<sup>137</sup> Cf., par exemple, [the Standard Initial Margin Model \(SIMM\)](#) élaboré par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

<sup>138</sup> Cf. [Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement](#), CBCB-OICV, 2015. Le Canada, les États-Unis et certaines autres juridictions ont commencé à mettre en œuvre le nouveau régime le 1<sup>er</sup> septembre 2016, tandis qu'en Europe il devrait pour l'heure être mis à place à partir de 2017. La principale nouveauté de ce cadre est l'échange de marge initiale (auparavant seules les marges de variation s'échangeaient).

## 4 Des lacunes et des difficultés subsistent

**Il y avait clairement une nécessité d'agir au moment du sommet de Pittsburgh, et beaucoup a été fait depuis lors en termes de réformes réglementaires.** Au niveau international, le 11e rapport d'étape du CSF conclut que « dans l'ensemble, des progrès continuent d'être réalisés dans le programme de réformes sur les produits dérivés négociés de gré à gré ». Même si, depuis le sommet de Washington, la mise en œuvre de ce programme semble marquée par de nombreux retards, dans l'UE aujourd'hui, les cadres législatifs sont en place dans les domaines de la déclaration des transactions, de la compensation centrale et des exigences en fonds propres pour les transactions ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale. Les exigences de marges sur les produits dérivés non compensés par une CC, ne faisant pas à proprement parler partie des engagements de Pittsburgh, devraient entrer en vigueur en 2017, et des exigences de négociation pour les produits dérivés de gré à gré entreront en vigueur en janvier 2018.

**Il reste encore des actions à mener pour atteindre l'objectif fixé par le G20 de rendre les marchés de produits dérivés de gré à gré plus transparents et plus résilients**<sup>139</sup>. Le rapport du CSF affirme que « les autorités continuent d'observer une série de difficultés dans la mise en œuvre, même si les chantiers internationaux visant à résoudre nombre de ces difficultés sont en cours ». En Europe ces difficultés ont trait, par exemple, à la déclaration des transactions (cf. section 4.3) en raison d'un manque de précision en ce qui concerne les déclarations, au régime de double déclaration et à la multiplicité des référentiels centraux. Un référentiel central est essentiellement une bibliothèque et la concurrence entre bibliothèques peut créer inutilement des complications. Dans cette perspective, un agrégateur de référentiels centraux européens accessible à toutes les autorités compétentes pourrait contribuer à surmonter certaines difficultés actuelles de qualité et d'agrégation. Sinon, la solution pour remédier à ces difficultés pourrait être une harmonisation complète au niveau européen de la déclaration des données concernant les produits dérivés de gré à gré aux référentiels centraux, ces données étant ensuite mises à la disposition des autorités. Du point de vue de la BCE, l'absence de progrès en matière de respect des exigences de négociation au niveau mondial est également préoccupante.

**Les risques se concentrant de plus en plus dans les CC et leur importance systémique étant croissante, des efforts sont nécessaires pour garantir que ces risques sont gérés efficacement.** Les CC éliminent le risque de contrepartie pour leurs membres, mais le recours croissant aux CC concentre le risque systémique<sup>140</sup> et augmente les interdépendances entre la CC, ses membres et leurs clients. Les CC deviennent ainsi des « aimants à risques », et ce, de plus en plus avec une obligation de compensation qui couvre toujours plus de produits dérivés

<sup>139</sup> Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE, est arrivé à la même conclusion en septembre 2013. Cf. « *Four years after Pittsburgh: What has OTC derivatives reform achieved so far* », discours prononcé à l'occasion d'une conférence organisée conjointement par la Banque de France, la Banque d'Angleterre et la BCE sur le thème des réformes sur les produits dérivés négociés de gré à gré, Paris, 2013.

<sup>140</sup> Cf. également Lieven (H.), McGoldrick (P.) et Schmiedel (H.), « *Central counterparties and systemic risk* », *ESRB Macro-prudential Commentaries*, n° 6, 2013.

(cf. section 3.3). Cette situation peut avoir pour conséquences des « points uniques de défaillance » et de « protéger le système contre des chocs relativement peu importants, au risque d'amplifier potentiellement des chocs plus importants », selon certains observateurs <sup>141</sup>. En raison de cette importance systémique croissante des CC, des dispositifs particulièrement robustes doivent être en place pour garantir qu'elles gèrent avec prudence les risques croissants. Les travaux actuels au niveau international et européen sur la résilience, le redressement et la résolution des CC (cf. section 4.1) traitent de ces préoccupations. Des travaux supplémentaires sont également entrepris pour renforcer la stabilité des marchés de produits dérivés, notamment une analyse approfondie des différentes exigences réglementaires affectant les CC (cf. section 4.2).

#### 4.1 Rendre les CC plus résistantes et en faciliter le redressement et la résolution

**Afin de garantir une gestion prudente des risques accrus relatifs aux CC, celles-ci doivent être soumises à de fortes exigences en matière de résistance, de redressement et de résolution** <sup>142</sup>. Concrètement, cela signifie que :

- Comme le prévoient les PIMF, les CC doivent être suffisamment résistantes au sens où leurs ressources financières (incluant les marges, les fonds de défaut préfinancés et les ressources liquides) doivent leur permettre de faire face à une probabilité très élevée de défaut des membres compensateurs et à d'autres situations de crise extrêmes mais plausibles.
- Comme le prévoient également les PIMF et les orientations complémentaires CPIM-OICV relatives au redressement des IMF <sup>143</sup>, les CC doivent disposer de plans de redressement adaptés à des conditions de marché plus sévères que « les conditions extrêmes mais plausibles ». Les plans de redressement doivent permettre aux CC de remédier pleinement aux pertes non couvertes et aux pénuries de liquidité, sans faire peser une charge excessive ou imprévisible sur les membres compensateurs et les autres institutions financières, dont beaucoup sont susceptibles d'être d'importance systémique à part entière.
- Enfin, conformément au cadre défini par le CSF sur la résolution des IMF publiée en 2014 <sup>144</sup>, les autorités doivent développer des plans de résolution pour les CC afin de garantir que, dans le cas où l'exécution du plan de redressement serait susceptible d'échouer, échouerait probablement ou pourrait mettre en péril la stabilité financière, la continuité des fonctions

<sup>141</sup> Cf. Domanski (D.), Gambacorta (L.) et Picillo (C.), « *Central clearing: trends and current issues* », *BIS Quarterly Review*, décembre 2015, p. 73.

<sup>142</sup> Benoît Cœuré a souligné ce point à plusieurs reprises dans ses discours, cf. par exemple « *Ensuring an adequate loss-absorbing capacity of central counterparties* », Chicago, 2015, et « *Central counterparty recovery and resolution* », Londres, 2014.

<sup>143</sup> « *Recovery of financial market infrastructures* », CPIM-OICV, 2014.

<sup>144</sup> « *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* » CSF, Annexe relative aux IMF, 2014.

critiques puisse être assurée avec un minimum d'externalités systémiques et sans utiliser l'argent des contribuables.

**En avril 2015, le CSF, le CPIM, l'OICV et le CBCB se sont mis d'accord sur un vaste programme de travail pour renforcer encore la résistance, la planification du redressement et la résolution des CC.**

Ce programme de travail consiste en : (1) une évaluation des normes existantes en termes de résistance des CC et, en particulier, de capacité d'absorption des pertes, de liquidité et de tests de résistance ; (2) un recensement des mécanismes de redressement existant pour les CC, y compris les outils de répartition des pertes, et une évaluation de la nécessité de normes plus granulaires ; (3) un examen des régimes et des dispositifs de planification de résolution des CC et une évaluation de la nécessité de normes plus granulaires ; et (4) une analyse des interdépendances entre les CC et les banques qui constituent leurs principaux membres compensateurs, ainsi que des canaux potentiels de transmission du risque.

**Tous les axes du programme de travail mondial des CC ont, dans le même temps, sensiblement progressé et, s'agissant de la résistance et du redressement, le CPIM et l'OICV ont publié deux rapports en août 2016** <sup>145</sup>.

Le premier rapport évalue la mise en œuvre des PIMF dans le domaine de la gestion du risque financier et des pratiques de redressement par une sélection de dix CC <sup>146</sup>. Il conclut que, si les CC ont réalisé des progrès significatifs dans la mise en œuvre des PIMF, il subsiste toutefois des lacunes qui devront être rapidement comblées, notamment dans le domaine de la planification du redressement et de la gestion du risque de crédit et de liquidité. Le CPIM et l'OICV prévoient de faire suite à ces résultats en 2017. Le second rapport est consultatif et formule des propositions pour une orientation plus granulaire sous plusieurs aspects fondamentaux des PIMF, y compris la gouvernance, les tests de résistance relatifs au crédit et à la liquidité, la couverture des ressources financières, les marges et la contribution aux pertes d'une contrepartie centrale en termes de ressources financières <sup>147</sup>. Le CPIM et l'OICV finaliseront leurs propositions pour une orientation plus granulaire dans ces domaines d'ici mi-2017 en tenant compte des commentaires reçus lors de la consultation publique.

**Concernant la résolution, le CSF a publié en août 2016 une note d'analyse sur les aspects essentiels de la planification de la résolution des CC, et une législation spécifique de l'UE a également été proposée.**

La note du CSF se concentre sur : (1) le calendrier du déclenchement du processus de résolution ; (2) l'adéquation des ressources financières au cours du processus de résolution ; (3) le choix des outils appropriés pour faire revenir une contrepartie centrale à un portefeuille à maturités symétriques ; (4) l'ordre pour la couverture des pertes dans le processus de résolution et l'application du principe selon lequel aucun créancier

<sup>145</sup> Cf. leur communiqué de presse du 16 août 2016 « *Reports from CPMI-IOSCO advance regulatory agenda on central counterparties* ».

<sup>146</sup> « *Implementation monitoring of PFMI: Level 3 assessment - Report on the financial risk management and recovery practices of 10 derivatives CCPs* », CPIM-OICV, 2016.

<sup>147</sup> « *Resilience and recovery of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI – consultative report* » CPIM-OICV, 2016.

ne peut être plus mal traité ; (5) la coopération transfrontière dans le processus de résolution ; et (6) les effets globaux de la stratégie de résolution sur les incitations pour les diverses parties prenantes d'une CC <sup>148</sup>. Le CSF publiera une proposition pour des principes plus spécifiques sur la résolution des CC début 2017, en vue de finaliser l'orientation avant le sommet du G20 de juillet 2017. En parallèle, la Commission européenne a publié une proposition législative sur le redressement et la résolution des CC de l'UE, qui a été développée et sera encore affinée en ligne avec les travaux internationaux <sup>149</sup>.

**Les travaux portant sur l'identification, la quantification et l'analyse des interdépendances entre les CC et les principaux membres compensateurs, et sur les externalités systémiques qui y sont liées, progressent également.** À cette fin, un groupe d'étude conjoint regroupant le CBCB, le CPIM, le CSF et l'OICV a été mis en place en juillet 2015. Le groupe a collecté des données auprès d'environ 20 CC afin de mettre en évidence les interconnexions entre les CC et leurs membres, tant directs qu'indirects, leurs contreparties, leurs fournisseurs de liquidité ainsi que les autres institutions financières, et présentera ses conclusions aux comités début 2017.

**Tandis que les efforts se concentrent actuellement sur la mise en œuvre intégrale et rapide du programme de travail des CC, les instances normatives mondiales lancent déjà des travaux visant à accroître encore la robustesse de la compensation centrale à moyen terme.** En particulier, outre la proposition d'orientations supplémentaires sur les tests de résistance internes pour les CC, le CPIM et l'OICV ont commencé à travailler à la conceptualisation d'un cadre pour les tests de résistance prudentiels des CC. Le but de l'exercice est d'évaluer la réponse collective d'une série de CC à une même situation de crise. De plus, le CPIM et l'OICV développent des critères et un processus visant à identifier les CC d'importance systémique dans plus d'une juridiction, afin de mettre en place des accords de coopération adéquats entre les autorités pour l'ensemble des CC transfrontières pertinentes. Une coopération étroite entre les autorités tout au long du cycle de vie potentiel d'une contrepartie centrale, c'est-à-dire depuis la gestion du risque en cours jusqu'au redressement potentiel, et même jusqu'à la résolution, fournira un élément supplémentaire important pour garantir que les externalités liées au risque systémique des CC peuvent être pleinement identifiées et traitées avec efficacité.

---

<sup>148</sup> « *Essential Aspects of CCP Resolution Planning, Discussion Note* », CSF, 2016.

<sup>149</sup> Cf. la proposition intitulée *Recovery and resolution of CCPs*, publiée par la Commission européenne le 28 novembre 2016.

## 4.2 Renforcer la stabilité des marchés de produits dérivés

**Compte tenu du rôle central des CC dans le système financier, des exigences sont mises en place non seulement pour assurer leur robustesse microprudentielle mais aussi pour renforcer les mesures de protection macroprudentielles de la compensation centrale.** Les PIMF imposent déjà aux CC d'adopter des pratiques de marge contracyclique et de décote des garanties, notamment pour éviter des hausses soudaines et prononcées des exigences respectives durant un ralentissement économique. Les PIMF prévoient également que les CC d'importance systémique transfrontière ou dont le profil de risque est plus complexe doivent respecter des exigences plus strictes en termes de ressources financières, en particulier en couvrant, avec des ressources financières préfinancées ou liquides, le défaut potentiel des deux participants à l'origine de l'exposition la plus élevée en termes de liquidité ou de crédit total <sup>150</sup>.

**Les mesures en cours dans le cadre du programme de travail des CC amélioreront encore les garanties macroprudentielles pour la compensation centrale.** Par exemple, les orientations CPIM-OICV sur la résistance des CC renforceront les exigences de comportement anti-procyclical en exigeant des CC qu'elles adoptent une approche holistique dans le traitement de ces questions, en utilisant des mesures quantitatives et en prenant en compte cet aspect durant le processus de validation du modèle. De même, des dispositions plus strictes concernant les tests de résistance renforceront la prudence dans la préparation aux périodes de tensions sur les marchés. Les programmes de redressement et de résolution des CC sont développés afin de s'assurer que les CC sont à même de surmonter des situations extrêmes sur les marchés d'une façon prévisible et ordonnée. Enfin, les travaux sur les interdépendances dans le cadre de la compensation centrale joueront un rôle clé pour mieux comprendre comment les CC sont susceptibles de propager les risques financiers, tandis que les progrès de la coopération transfrontière entre les autorités permettront de concevoir des mesures efficaces pour lutter contre ces vulnérabilités. À moyen terme, les progrès des tests de résistance prudentiels, conjugués à la collecte régulière de données mondiales sur les interdépendances entre les CC, pourraient soutenir l'application de tests de résistance descendants (fondés sur des modèles) au réseau de compensation centrale.

**De plus, il pourrait être bénéfique de permettre aux autorités macroprudentielles d'introduire des exigences relatives à la prudence en matière de marges et aux décotes appliquées aux garanties pour les opérations sur produits dérivés de gré à gré afin de traiter de façon préventive l'apparition de risques systémiques, y compris la constitution d'un effet de levier excessif sur ce compartiment de marché en pleine croissance.** Dans sa réponse à la consultation publique sur la révision du règlement EMIR, la BCE a proposé d'inclure des seuils minimaux et des exigences supplémentaires variables

<sup>150</sup> Comme expliqué dans la section 2.1, les PIMF exigent généralement des CC qu'elles couvrent le défaut potentiel d'un membre (« *cover-one requirement* »), mais la barre est relevée à deux membres pour les CC d'importance systémique transfrontière ou dont le profil de risque est plus complexe (« *cover-two requirement* »).

dans le temps aux décotes et aux marges comprises dans la panoplie d'outils macroprudentiels <sup>151</sup>. Cette proposition s'appliquerait au niveau des transactions et ce, que les échanges concernés fassent ou non l'objet d'une compensation centrale.

**De récents éléments théoriques et empiriques vont dans le sens de l'introduction de tels outils à large périmètre** <sup>152</sup>. Les travaux universitaires récents suggèrent le recours à un large périmètre pour qu'un cadre macroprudentiel soit efficace <sup>153</sup>. De plus, ils font valoir que les outils contracycliques sont peut-être plus efficaces que les outils statiques dans le traitement de la constitution d'un effet de levier dans le système financier et de la procyclicité des marges et des décotes.

**L'interaction entre les différentes exigences réglementaires appliquées à l'écosystème de la compensation centrale doit également être évaluée de façon plus approfondie.** Il est important pour une contrepartie centrale d'avoir des membres compensateurs et des clients résistants, et une contrepartie centrale robuste est cruciale pour les membres compensateurs et leurs clients. Les axes de travail internationaux mentionnés dans la section 4.1 en lien avec les interdépendances dans le cadre de la compensation centrale et les tests de résistance prudentiels de plusieurs CC fourniront des informations utiles sur la robustesse globale de l'écosystème de la compensation centrale. Dans le même temps, une analyse plus approfondie (fondée sur les données) est nécessaire pour mieux comprendre la façon dont les différentes exigences réglementaires, prudentielles pour l'essentiel, ont été résumées et comment elles affectent les incitations à la compensation centrale ainsi que les moyens traditionnels de fournir des services de CC (par exemple, le passage aux services de compensation directe).

### 4.3 Améliorer encore la transparence des marchés de produits dérivés

**L'obligation de déclaration des opérations sur produits dérivés auprès des RC autorisés constitue une avancée importante vers une transparence accrue du marché traditionnellement opaque des produits dérivés de gré à gré.** Les données EMIR ont la capacité de fournir aux régulateurs, aux superviseurs et aux banques centrales des éléments précieux pour leurs missions de politique économique clés, telles que la surveillance microprudentielle des institutions financières, la surveillance et la supervision des infrastructures de marché, l'élaboration de politiques macroprudentielles et l'évaluation du risque systémique. L'expérience des utilisateurs montre toutefois qu'il subsiste des lacunes et des insuffisances dans les données EMIR (cf. encadré 3) malgré les progrès déjà réalisés.

<sup>151</sup> « *ECB response to the European Commission's consultation on the review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR)* », BCE, 2015.

<sup>152</sup> Cf. Battistini (N.), Grill (M.), van der Veer (K.) et Marmara (P.), « *A case for macroprudential margins and haircuts* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2016.

<sup>153</sup> Brumm (J.), Grill (M.), Kubler (F.) et Schmedders (K.), « *Margin regulation and volatility* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 75, 2015.

### Encadré 3

#### Données EMIR : expérience des utilisateurs et lacunes subsistantes

---

**Les données EMIR sont analysées en étroite collaboration par les experts de la BCE et du Comité européen du risque systémique (CERS)** <sup>154</sup>. Selon leurs conclusions, les données collectées par les RC peuvent de fait fournir des informations utiles sur la structure des marchés de produits dérivés et sur l'exposition aux risques sous-jacents des intervenants de marché. Cependant, les travaux ont également mis en évidence plusieurs lacunes importantes auxquels il n'a pas encore été remédié.

**La lacune la plus importante a trait à la qualité des données.** Compte tenu de la complexité des marchés financiers modernes, il est primordial que les données conçues pour permettre aux autorités de préserver la stabilité financière soient exactes et significatives. Dans cette optique, l'AEMF a introduit à plusieurs reprises des règles de validation imposant des contrôles stricts des données soumises aux RC. Le graphique A montre que les règles introduites en décembre 2014 ont permis de réduire le nombre de rapports dans lesquels des observations manquent pour les variables clés. Toutefois, l'expérience CERS/BCE a montré que les données EMIR continuent de souffrir d'un nombre important de problèmes de qualité qui devront être traités à l'avenir.

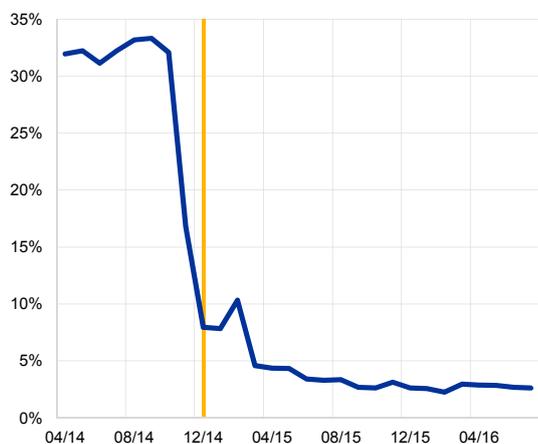
**Les problèmes de qualité des données peuvent être regroupés en deux grandes catégories : ceux qui sont dus à des erreurs de déclaration par les contreparties ou les RC, et ceux qui résultent d'un manque de normalisation et d'harmonisation.** Dans la première catégorie, un des principaux problèmes détectés est lié à la valeur de marché des contrats déclarés : un nombre important de transactions exceptionnelles n'ont pas de valeur de marché attribuée, bien que la plupart des contreparties soient tenues de fournir des mises à jour quotidiennes de ce champ de saisie. Une enquête CERS/BCE, en collaboration avec les RC, l'AEMF et les autorités compétentes nationales, a révélé que ce problème est essentiellement lié au fait que (1) les contreparties ne parviennent pas à soumettre de messages d'annulation pour les transactions annulées et (2) les RC ne peuvent pas intégrer de messages d'annulation. Si ce problème peut être traité localement par les autorités qui analysent les données de manière *ad hoc* en éliminant les observations concernées, il souligne cependant le fait que les RC et les contreparties (y compris les principaux intervenants de marché) disposent encore d'une marge de manœuvre importante pour améliorer les procédures sous-jacentes, bien que le règlement EMIR soit en vigueur depuis plus de deux ans.

---

<sup>154</sup> Cf., par exemple, Abad *et al.*, « *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset* », 2016.

## Graphique A

Pourcentage d'observations manquantes pour une sélection de variables dans les rapports EMIR sur les transactions en cours



Source: Calculs de la BCE établis à partir des rapports sur les transactions en cours en fin de mois fournis par la DTCC. Cf. Abad *et al.*, « *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset* », 2016, pour plus de détails.

Notes : Le graphique présente le pourcentage moyen d'observations manquantes pour quatre variables : l'identifiant bénéficiaire, le montant notionnel, la date effective et le multiplicateur de prix. La ligne verticale jaune se rapporte à la première introduction, en décembre 2014, des règles de validation de l'AEMF pour les données déclarées aux RC.

**S'agissant du manque de normalisation et d'harmonisation, une distinction peut être établie entre les problèmes locaux et les problèmes mondiaux.** Au niveau européen, les problèmes clés sont liés à l'exhaustivité des NTR/NTE existantes. Dans le cadre du règlement EMIR, les contreparties sont tenues de déclarer environ 85 variables. La pratique a montré que certaines variables doivent être révisées. Par exemple, un seul champ de saisie est prévu pour la date d'échéance alors que certains contrats importants sur produits dérivés, tels que les accords de taux futurs et les options sur *swaps*, ont deux dates d'échéance. Cela empêche d'analyser ces contrats de manière pertinente dans le cadre du régime de déclaration actuel. De même, il y a un seul champ de saisie pour la marge initiale et la marge de variation, ce que certains analystes considèrent être une lacune importante. Les NTR révisées sur le niveau de détail minimum des données devant être déclarées aux RC, que la Commission européenne a adoptées le

19 octobre 2016, devraient contribuer à résoudre ces problèmes <sup>155</sup>.

**D'autres difficultés ont trait à l'harmonisation des données EMIR, entre les différents RC et les rapports établis par les différentes contreparties.** Actuellement, chacun des six RC

autorisés par l'AEMF fournit sa propre série de rapports aux régulateurs, ce qui laisse peser une charge considérable sur les utilisateurs finaux en termes de consolidation des données (par exemple, en raison de la fourniture facultative de rapports sur les transactions en cours mentionnés dans l'encadré 2). Les NTR/NTE révisées proposées par l'AEMF concernant les informations que les RC doivent déclarer aux autorités <sup>156</sup> traiteront certains de ces problèmes, mais elles doivent d'abord être approuvées par la Commission européenne.

**Au niveau mondial, le manque d'harmonisation de plusieurs éléments de données <sup>157</sup> ne permet pas aux agents déclarants de remplir correctement leurs obligations ni aux autorités d'agréger et analyser correctement les données.** Par exemple, les taux d'intérêt de référence se rapportant aux *swaps* de taux d'intérêt sont présentés dans un champ de saisie de texte libre dans le cadre du règlement EMIR. En conséquence, deux contreparties impliquées dans une transaction fournissent souvent des éléments légèrement différents. Ces problèmes devraient être réglés par les travaux CPIM-OICV sur l'identifiant de produit unique, l'identifiant de transaction unique et d'autres éléments de données (cf. encadré 1). Un autre aspect fondamental bénéficiera de ces

<sup>155</sup> Cf. [Norme technique complétant le règlement \(UE\) n°648/2012](#), Commission européenne, 2016.

<sup>156</sup> Cf. le « [Consultation Paper on the review of the technical standards on reporting under Article 9 of EMIR](#) », AEMF, 2014.

<sup>157</sup> Le manque d'harmonisation de ces éléments de données découle également en partie du manque de standardisation des produits dérivés négociés.

travaux, à savoir le manque d'harmonisation dans la façon dont les événements au cours du cycle de vie d'un contrat sont déclarés. Actuellement, les difficultés que rencontrent les autorités pour identifier la compression, l'annulation et les autres événements du cycle de vie compromettent sérieusement leur capacité à agréger les données et à identifier le montant notionnel effectif qui doit être pris en compte, tout en évitant les doubles comptabilisations.

---

## 5 Conclusion

**Depuis l'engagement de Pittsburgh de rendre les marchés de produits dérivés de gré à gré plus transparents et plus résistants, des progrès considérables ont été accomplis.** Il a fallu plus de temps à l'Union européenne qu'au Japon et aux États-Unis pour mettre en œuvre les obligations de déclaration et de compensation et les autres éléments du programme de Pittsburgh, mais, à l'exception des exigences de négociation, tous les cadres législatifs sont à présent entrés en vigueur.

**Toutefois, plusieurs lacunes subsistent par rapport aux objectifs de Pittsburgh et de nouveaux travaux seront nécessaires pour les combler.** Du point de vue de la BCE, il s'agit des trois lacunes suivantes, qui ont une dimension en partie mondiale mais devraient principalement être traitées *via* de nouvelles réformes du cadre réglementaire dans l'UE pour les domaines concernés :

- rendre les CC encore plus résistantes et faciles à redresser et résoudre, en particulier par la mise en œuvre intégrale et rapide du programme de travail mondial sur les CC ;
- renforcer la stabilité des marchés de produits dérivés, y compris par le biais d'une analyse plus approfondie de la façon dont les diverses exigences réglementaires (prudentielles) se conjuguent et affectent les incitations à la compensation centrale ;
- améliorer encore la transparence des marchés de produits dérivés de gré à gré, en particulier en augmentant la qualité des données et en créant les mécanismes efficaces d'agrégation des données européennes et mondiales qui manquent actuellement, mais dont les travaux d'harmonisation des données en cours constituent un préalable important.

La BCE et l'Eurosystème ont œuvré activement pour les réformes post-Pittsburgh et continueront de suivre attentivement l'évolution des infrastructures et des marchés de produits dérivés de gré à gré et de contribuer à l'amélioration de leur transparence et de leur résistance.

# 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 <sup>1)</sup> (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup> (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,8	-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	1,2	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 T4	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,6	0,5	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	0,0	2,1	0,0
T2	0,6	0,4	0,7	0,2	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,4	2,1	-0,1
T3	.	0,8	0,5	0,5	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
2016 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 <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
Sept.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Octobre	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	0,9	.	2,1	0,5
Nov. <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,6

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 <sup>1)</sup>		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial <sup>2)</sup>	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	2,8	-0,2	4,9
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,6	3,8	1,8
2015	53,3	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	1,3	3,8	-0,3
2015 T4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,1	0,4	1,6
2016 T1	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,1	0,6	-2,2
T2	50,8	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,5	0,1	-0,9
T3	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	0,8	1,1	0,7
2016 Juin	50,6	51,2	52,5	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,5	0,1	-0,9
Juillet	51,2	51,8	47,4	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,4	0,3	0,4
Août <sup>4)</sup>	51,1	51,5	53,5	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	1,2	1,6	1,0
Sept.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,4	50,2	0,8	1,1	0,7
Octobre	53,3	54,9	54,7	51,3	52,9	53,3	53,4	53,3	50,5	.	.	.
Nov.	53,2	54,9	55,2	52,0	52,9	53,9	53,2	53,2	50,7	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1)</sup>					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							
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
Septembre	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Octobre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Novembre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06

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 <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>			
	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												
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
Septembre	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Octobre	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Novembre	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29

Source : BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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														
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
Septembre	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Octobre	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Novembre	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux			TAE <sup>3)</sup>				
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an		Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans		> 5 ans et ≤ 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2015	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,05	2,31	2,31	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	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23
	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	2,00	2,20	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	2,10	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	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,96	5,87	6,18	2,45	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
	Août	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
	Septembre	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,76	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
	Octobre <sup>(p)</sup>	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,17	5,68	6,10	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,24	1,81

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE<sup>3)</sup>).

### 2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) <sup>1), 2)</sup>

(en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2015	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	2,09
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	2,11
	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	1,38	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	2,67	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
	Juillet	0,09	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
	Août	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
	Septembre	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,43	1,82	1,86	1,73	1,28	1,61	1,64	1,86
	Octobre <sup>(p)</sup>	0,08	0,15	0,45	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83

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 <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
<b>Court terme</b>														
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 273	517	151	.	61	478	65	335	150	37	.	32	82	34
2016														
Avril	1 295	519	136	.	78	495	68	355	155	39	.	33	82	46
Mai	1 306	530	133	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
Juin	1 287	525	132	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
Juillet	1 272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
Août	1 290	526	141	.	70	484	70	316	138	51	.	24	77	26
Septembre	1 301	539	136	.	68	492	65	345	155	40	.	30	85	36
<b>Long terme</b>														
2013	15 114	4 403	3 094	.	920	6 069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15 131	4 045	3 164	.	994	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15 236	3 784	3 274	.	1 060	6 481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016														
Avril	15 109	3 724	3 138	.	1 067	6 548	633	219	61	35	.	25	91	7
Mai	15 218	3 732	3 160	.	1 081	6 611	634	238	59	57	.	26	88	8
Juin	15 218	3 733	3 104	.	1 080	6 663	638	216	73	41	.	14	79	10
Juillet	15 178	3 698	3 127	.	1 083	6 629	641	203	55	46	.	10	84	9
Août	15 167	3 692	3 125	.	1 082	6 628	640	99	32	17	.	3	42	5
Septembre	15 194	3 673	3 152	.	1 101	6 630	638	216	52	45	.	29	84	7

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
<b>Encours</b>											
2013	16 369,5	4 886,1	3 218,6	.	986,6	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 451,0	4 587,9	3 295,1	.	1 052,1	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 508,7	4 301,2	3 425,6	.	1 120,8	6 959,3	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016											
Avril	16 403,3	4 243,1	3 273,1	.	1 144,4	7 042,5	700,2	6 462,6	505,5	917,8	5 039,4
Mai	16 523,8	4 262,0	3 293,0	.	1 160,6	7 106,5	701,6	6 552,7	491,5	923,5	5 137,6
Juin	16 504,7	4 258,6	3 235,5	.	1 147,2	7 156,0	707,3	6 210,2	395,0	862,0	4 953,2
Juillet	16 449,7	4 222,3	3 250,8	.	1 154,4	7 115,6	706,6	6 494,8	427,0	874,1	5 193,7
Août	16 456,6	4 217,1	3 266,0	.	1 151,9	7 112,0	709,5	6 536,0	444,7	881,4	5 209,9
Septembre	16 494,9	4 212,0	3 288,6	.	1 169,0	7 121,7	703,7	6 592,9	427,5	877,9	5 287,5
<b>Taux de croissance</b>											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	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	5,3	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016											
Avril	-1,0	-6,8	-0,2	.	3,6	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
Mai	-0,7	-5,9	-0,6	.	4,7	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
Juin	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,7	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
Juillet	-0,2	-4,7	-1,5	.	4,3	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
Août	0,0	-4,6	-0,1	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Septembre	0,0	-3,8	-0,8	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.8 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> )	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	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5	
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8	
2015 T4	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3	
2016 T1	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1	
T2	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4	
T3	95,2	90,5	91,5	.	.	.	110,6	90,1	
2016 Juin	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3	
Juillet	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9	
Août	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2	
Septembre	95,4	90,7	91,6	-	-	-	110,9	90,3	
Octobre	95,5	90,8	91,4	-	-	-	110,6	90,1	
Novembre	95,0	90,3	90,6	-	-	-	110,3	89,8	
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>						
2016 Novembre	-0,5	-0,6	-0,8	-	-	-	-0,2	-0,3	
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>						
2016 Novembre	4,2	3,7	2,8	-	-	-	4,1	3,4	

Source : BCE.

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

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

### 2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 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
Septembre	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Octobre	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Novembre	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2016 Novembre	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,6	2,1	1,9	-2,8	0,4	1,5	-1,2	-2,1
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2016 Novembre	8,0	-1,1	0,0	-0,3	-1,1	-11,1	3,3	23,0	1,5	5,8	-0,7	0,6

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Encours (position extérieure)</b>													
2015	T3	21 708,7	23 017,6	-1 308,9	9 437,3	7 778,0	6 851,3	10 159,9	-45,7	4 821,5	5 079,7	644,2	13 185,1
	T4	22 235,2	23 309,6	-1 074,4	9 815,1	8 079,3	7 175,3	10 303,2	-44,6	4 645,1	4 927,1	644,2	13 003,1
2016	T1	22 100,0	23 183,1	-1 083,1	9 672,8	7 999,2	7 111,8	10 113,0	-21,8	4 661,9	5 070,9	675,3	13 234,3
	T2	22 550,0	23 431,9	-881,9	9 710,4	8 031,1	7 432,1	10 147,6	-54,9	4 740,5	5 253,2	721,8	13 331,6
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2016	T2	212,6	220,9	-8,3	91,5	75,7	70,1	95,7	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,7
<b>Flux</b>													
2015	T4	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016	T1	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
	T2	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
	T3	191,6	88,2	103,4	63,6	-12,8	124,9	-13,5	1,4	-6,0	114,5	7,7	-
2016	Avril	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
	Mai	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
	Juin	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
	Juillet	123,1	116,1	7,0	15,6	-6,7	42,0	-16,8	5,8	60,5	139,6	-0,9	-
	Août	117,0	81,2	35,7	60,6	14,1	38,8	4,7	-2,2	18,0	62,5	1,8	-
	Septembre	-48,5	-109,2	60,6	-12,6	-20,2	44,1	-1,3	-2,3	-84,5	-87,6	6,8	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2016	Septembre	932,9	575,8	357,1	385,5	272,7	497,5	-31,3	36,5	-2,1	334,4	15,5	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2016	Septembre	8,7	5,4	3,3	3,6	2,6	4,7	-0,3	0,3	0,0	3,1	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 <sup>1)</sup>			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Expor- tations <sup>1)</sup>	Impor- tations <sup>1)</sup>	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2013	9 932,1	9 602,3	5 561,2	2 094,5	1 947,0	1 000,6	572,4	369,1	-0,4	329,9	4 370,2	4 040,3
2014	10 133,2	9 775,3	5 633,7	2 125,1	1 986,4	1 000,6	598,7	382,2	30,2	357,9	4 532,8	4 174,9
2015	10 455,8	9 981,2	5 744,1	2 163,9	2 063,1	1 018,6	631,8	407,6	10,1	474,6	4 831,6	4 357,1
2015 T4	2 642,9	2 523,7	1 446,8	546,7	525,4	258,0	163,2	102,8	4,8	119,2	1 215,0	1 095,8
2016 T1	2 659,3	2 533,0	1 454,2	551,2	526,1	259,5	163,8	102,2	1,5	126,3	1 199,4	1 073,1
T2	2 671,6	2 547,1	1 461,1	554,1	533,5	260,2	165,2	107,3	-1,5	124,5	1 212,8	1 088,3
T3	2 683,0	2 561,6	1 467,4	558,2	536,0	.	.	.	0,0	121,3	1 216,4	1 095,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2015 T4	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,4	3,3	-1,2	-	-	0,8	1,5
2016 T1	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,5	-0,8	-	-	0,2	-0,1
T2	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,3	0,7	5,3	-	-	1,2	1,2
T3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	.	.	.	-	-	0,1	0,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 T4	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,3	5,6	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 T1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,0	4,7	0,7	-	-	2,4	3,4
T2	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,3	5,2	4,7	-	-	2,5	3,8
T3	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	.	.	.	-	-	2,2	2,9
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015 T4	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	-	-
2016 T1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
T2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-	-
T3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 T4	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 T1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
T2	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
T3	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	.	.	.	-0,1	-0,2	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

## 3 Activité économique

### 3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 3 Activité économique

### 3.3 Emploi <sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personnes employées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 T3	1,0	1,2	-0,1	-1,0	0,3	-0,3	1,1	1,7	-0,5	0,7	3,2	1,0	1,0
T4	1,3	1,5	-0,2	-0,9	0,3	-0,1	1,6	1,8	-0,4	0,5	3,3	1,1	1,6
2016 T1	1,4	1,7	-0,3	-0,9	0,6	0,0	1,7	2,6	0,0	1,3	3,4	1,1	1,7
T2	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,5	-0,2	2,0	1,9	-0,1	0,4	3,1	1,2	1,7
<b>Heures travaillées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 T3	1,2	1,5	0,3	0,0	0,4	0,3	0,8	2,9	-0,7	1,5	3,8	1,3	1,4
T4	1,2	1,5	0,3	0,4	0,1	0,6	1,3	2,2	-0,1	-0,4	3,2	1,1	1,6
2016 T1	1,6	2,0	0,3	1,0	1,0	0,5	1,9	3,3	0,5	0,4	4,0	1,1	1,1
T2	1,7	1,8	1,1	0,6	1,2	0,1	2,2	2,5	0,8	0,3	3,6	1,1	1,9
<b>Heures travaillées par personne employée</b>													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 T3	0,2	0,2	0,4	1,0	0,1	0,5	-0,3	1,2	-0,3	0,9	0,6	0,3	0,4
T4	0,0	-0,1	0,5	1,3	-0,2	0,7	-0,3	0,5	0,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
2016 T1	0,2	0,3	0,7	1,9	0,4	0,5	0,2	0,7	0,4	-0,9	0,6	0,0	-0,6
T2	0,3	0,2	1,1	0,8	0,6	0,3	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-0,1	0,2

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 <sup>1)</sup>	Sous- emploi, % de la popu- lation active <sup>1)</sup>	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi <sup>2)</sup>	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						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	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,304	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,215	10,4	3,421	23,7	9,932	11,5	8,704	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,150	22,3	9,254	10,7	8,188	11,0	1,5
2015 T4	161,147	4,5	16,916	10,5	5,4	13,842	9,4	3,074	21,9	8,946	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 T1	161,013	4,5	16,640	10,3	5,2	13,628	9,2	3,012	21,5	8,732	10,1	7,909	10,6	1,7
T2	161,849	4,5	16,372	10,1	5,1	13,391	9,1	2,981	21,1	8,506	9,8	7,866	10,5	1,7
T3	.	.	16,172	10,0	.	13,214	8,9	2,958	20,9	8,378	9,6	7,794	10,4	1,6
2016 Mai	–	–	16,352	10,1	–	13,369	9,0	2,983	21,1	8,487	9,8	7,866	10,5	–
Juin	–	–	16,336	10,1	–	13,362	9,0	2,974	21,0	8,483	9,7	7,853	10,5	–
Juillet	–	–	16,229	10,0	–	13,263	9,0	2,966	21,0	8,410	9,6	7,819	10,4	–
Août	–	–	16,200	10,0	–	13,232	8,9	2,968	20,9	8,380	9,6	7,820	10,4	–
Septembre	–	–	16,086	9,9	–	13,147	8,9	2,939	20,7	8,344	9,6	7,742	10,3	–
Octobre	–	–	15,908	9,8	–	12,969	8,8	2,939	20,7	8,286	9,5	7,621	10,1	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

### 3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Construc- tion	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels				Énergie			Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,5	2,6	8,8
2015 T4	1,8	2,3	1,7	3,4	1,9	-1,9	0,5	2,9	2,5	1,2	3,3	2,1	10,0
2016 T1	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,5	2,6	0,6	2,2	1,7	2,9	1,4	9,5
T2	1,0	1,1	1,1	1,3	1,1	-0,9	-0,2	-2,3	1,7	0,6	2,7	2,2	8,5
T3	0,9	1,2	1,4	0,9	1,4	-1,0	2,9	0,2	1,4	1,2	1,6	2,2	6,5
2016 Mai	0,4	0,5	1,1	-0,4	0,5	-1,4	-0,5	-1,6	1,7	0,8	2,3	3,8	10,3
Juin	0,8	1,0	0,6	1,5	1,4	-3,5	0,6	-2,5	1,9	0,8	3,1	0,3	6,9
Juillet	-0,5	0,1	0,6	-1,4	1,8	-4,7	4,1	-3,3	1,9	1,4	2,4	2,8	5,8
Août	2,2	2,5	2,5	3,4	0,8	1,1	2,1	2,1	1,3	0,5	2,1	1,6	3,9
Septembre	1,2	1,3	1,3	1,2	1,6	0,7	1,8	1,9	1,0	1,7	0,4	2,1	9,4
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	2,1	3,3	0,7	4,2
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Mai	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	-0,4	-2,8	0,2	0,8	0,3	0,8	-0,3	1,2	0,3
Juin	0,9	0,9	-0,3	1,7	0,9	-0,3	0,2	1,1	0,1	-0,1	0,8	-3,2	-1,0
Juillet	-0,7	-0,7	-0,3	-1,9	0,4	0,9	1,5	-1,6	0,4	0,8	-0,3	2,0	-0,2
Août	1,8	2,1	1,8	4,2	0,0	2,5	0,1	2,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,4
Septembre	-0,8	-1,0	-0,7	-2,2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,9	-0,4	0,5	-1,2	0,1	4,9
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,2	2,3	-1,0	-4,8

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

## 3 Activité économique

### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

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

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) <sup>1)</sup>	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,6	-1,8	32,3	4,1	129,6	2,0	-0,1	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,8	1,2	32,9	4,8	131,1	2,5	6,5	1,4
2015	12,3	94,1	1,9	2,0	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	2,7	2,2
2015 T3	12,4	94,3	1,7	2,0	2,0	2,6	2,0	34,3	6,0	134,0	3,4	0,1	2,0
T4	12,3	94,1	1,8	2,0	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,5	3,9	4,8	2,2
2016 T1	12,4	93,6	2,3	1,9	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,9	3,8	4,5	2,1
T2	12,5	93,6	2,4	2,3	6,1	3,3	3,9	33,8	6,7	133,4	4,0	5,0	2,2

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 <sup>1)</sup>	
	Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 T4	899,5	823,5	76,0	524,9	433,6	194,8	182,0	153,6	149,3	26,2	58,6	18,4	9,4
2016 T1	879,1	793,3	85,8	515,5	426,1	194,3	177,3	144,2	135,3	25,1	54,6	9,8	11,1
T2	882,1	788,1	94,0	518,2	420,3	190,1	177,8	148,6	136,6	25,2	53,4	7,0	6,6
T3	879,9	798,2	81,7	518,1	428,5	190,6	175,9	145,5	129,7	25,8	64,0	6,2	5,0
2016 Avril	293,6	260,3	33,3	172,3	139,9	63,3	58,9	49,6	43,8	8,4	17,7	2,5	2,0
Mai	294,7	262,9	31,7	172,1	140,0	63,9	59,6	50,3	45,3	8,4	18,0	1,8	2,2
Juin	293,8	264,8	29,0	173,7	140,4	63,0	59,2	48,7	47,5	8,4	17,7	2,8	2,4
Juillet	292,7	265,5	27,2	172,2	143,8	63,5	58,3	48,4	43,2	8,6	20,2	2,3	1,8
Août	296,4	267,3	29,1	175,1	144,4	63,4	58,7	49,5	43,1	8,5	21,1	1,7	1,5
Septembre	290,8	265,4	25,3	170,7	140,4	63,7	59,0	47,6	43,4	8,7	22,7	2,2	1,7
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2016 Septembre	3 540,6	3 203,1	337,5	2 076,7	1 708,6	769,8	712,9	591,9	550,9	102,2	230,7	41,5	32,2
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2016 Septembre	33,2	30,1	3,2	19,5	16,0	7,2	6,7	5,6	5,2	1,0	2,2	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 <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>													
2015 T4	3,4	2,5	508,1	236,4	105,8	153,5	425,6	444,6	247,5	73,5	114,9	325,3	44,3
2016 T1	-0,9	-2,7	502,8	233,4	104,2	151,2	422,3	438,4	241,2	71,7	116,7	326,3	37,4
T2	-0,1	-4,1	502,2	231,0	105,5	153,3	432,9	429,6	235,9	70,9	114,7	324,3	42,3
T3	-0,3	-2,6	505,5	.	.	.	426,0	436,4	.	.	.	323,4	.
2016 Avril	-0,7	-5,4	168,8	77,7	35,9	51,0	146,3	143,7	78,2	24,1	38,5	109,3	13,3
Mai	2,1	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,9	141,9	78,5	22,8	38,2	106,1	14,4
Juin	-1,5	-4,7	167,6	77,3	34,8	51,6	145,8	144,1	79,3	24,1	38,0	108,9	14,6
Juillet	-9,3	-8,3	166,3	77,4	33,4	50,4	134,9	145,5	80,1	23,2	38,6	104,2	14,9
Août	8,3	3,7	170,0	78,6	34,6	51,8	146,9	146,6	80,6	23,9	38,9	111,6	14,2
Septembre	2,0	-2,4	169,1	.	.	.	144,2	144,3	.	.	.	107,5	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>													
2015 T4	0,8	5,2	118,1	115,0	119,4	122,5	117,2	107,6	107,6	107,8	108,2	110,4	101,3
2016 T1	-0,8	2,3	118,5	116,0	117,5	121,8	117,1	109,9	110,9	105,8	109,9	111,2	110,8
T2	2,1	4,0	118,0	114,1	119,0	123,7	120,1	107,1	106,4	104,5	110,0	111,9	101,1
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Mars	-0,5	-0,6	119,3	115,5	121,6	121,6	117,7	109,0	109,8	107,3	110,5	109,8	107,2
Avril	1,7	3,0	119,6	115,7	121,9	124,2	122,0	108,1	107,0	107,0	110,0	112,9	105,0
Mai	5,0	7,1	117,1	113,2	117,7	122,8	117,5	106,5	106,4	101,2	110,4	110,2	101,8
Juin	-0,1	2,0	117,3	113,3	117,5	124,2	120,8	106,8	105,9	105,2	109,7	112,8	96,6
Juillet	-8,4	-4,0	116,7	113,6	112,8	121,7	111,7	107,7	106,8	103,2	110,0	107,4	102,2
Août	9,0	7,0	118,8	115,3	115,4	124,5	121,2	108,3	107,3	105,7	110,9	114,5	98,7

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 <sup>1)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2										
% 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 T4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	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	0,7	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
T3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
2016 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	0,2
Juillet	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3
Août	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2
Septembre	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Octobre	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Novembre <sup>3)</sup>	100,8	0,6	0,8	.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	.	.

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communi-cations	Services de loisirs et per-sonnels			
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manu-facturés hors énergie	Énergie					Loyers		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 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 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	
T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
2016 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	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3	
Septembre	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3	
Octobre	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1	
Novembre <sup>3)</sup>	0,7	0,7	0,6	.	0,3	-1,1	.	.	.	.	.	.	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 ([https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Eurosysteme\\_et\\_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_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-tiel <sup>1)</sup>	Indicateur expérimen-tal relatif aux prix de l'immobilier commer-cial <sup>1)</sup>
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu-facturier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen-taires, boissons et tabac	Produits non alimen-taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,2	-1,6	0,2	-1,8	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2015 T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,2	2,2	5,9
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	3,5
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,9	.	.	.
2016 Mai	100,9	-3,8	-2,9	-1,1	-2,8	0,5	-0,5	-0,8	0,2	-10,8	-	-	-
Juin	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-	-
Juillet	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,2	-0,3	0,1	-7,5	-	-	-
Août	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Septembre	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,5	0,1	0,1	0,1	-4,5	-	-	-
Octobre	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-	-

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 <sup>1)</sup>	Impor-tations <sup>1)</sup>		Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>		
			Total	Consom-mation privée	Consom-mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	Total	Alimen-taires	Non alimen-taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,2	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,5	-1,3	81,9	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 T4	106,3	1,3	0,4	0,3	0,5	0,8	-0,2	-2,3	39,5	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 T1	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
T2	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
T3	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6
Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,0	-0,4	6,9	-3,1	-10,4	8,0
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,1	-0,2	18,2	2,1	-8,3	18,1

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

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

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 <sup>1)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,8
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 T4	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 T1	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
T2	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5
T3	.	.	.	.	.	.	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2
2015 T3	105,0	0,3	2,7	-2,2	1,0	0,6	1,5	0,8	2,6	2,2	1,1	2,3
T4	105,3	0,5	0,5	-2,0	-0,3	1,5	1,7	0,5	2,5	1,7	1,3	2,1
2016 T1	105,4	1,0	1,8	0,4	0,1	0,9	1,3	1,6	3,8	2,2	1,2	1,8
T2	105,7	0,9	1,9	0,5	-0,2	1,1	0,3	1,7	2,4	1,2	1,3	0,7
<b>Rémunération par tête</b>												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 T3	108,1	1,2	1,6	1,6	0,9	1,4	2,6	0,3	2,6	1,8	0,9	1,1
T4	108,5	1,2	2,1	1,4	0,8	1,7	1,9	0,3	3,0	1,5	1,2	0,9
2016 T1	108,8	1,3	2,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,8	3,3	1,5	1,2	1,5
T2	109,0	1,2	2,5	1,1	1,5	1,2	1,1	1,6	3,1	1,3	1,3	0,8
<b>Productivité par personne employée</b>												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1
2015 T3	102,9	0,9	-1,0	3,9	0,0	0,7	1,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	-1,2
T4	103,1	0,7	1,6	3,5	1,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-1,2
2016 T1	103,2	0,3	0,5	1,0	1,2	0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	0,0	-0,3
T2	103,2	0,2	0,6	0,6	1,7	0,1	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,1
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,8	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,1	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,3	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 T3	109,6	1,0	1,0	1,4	0,3	1,6	1,4	0,6	1,9	1,3	0,7	0,7
T4	110,2	1,3	1,1	1,5	0,5	2,0	1,3	0,1	3,3	1,2	1,3	1,0
2016 T1	110,3	1,0	0,3	1,0	0,9	1,1	0,6	1,3	3,7	0,7	1,2	2,1
T2	110,5	1,0	2,1	0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	3,1	0,8	1,5	0,6
<b>Productivité horaire du travail</b>												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0
2015 T3	104,8	0,7	-2,0	3,8	-0,6	1,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,6
T4	105,0	0,8	0,2	3,7	0,5	0,4	-0,3	-0,5	1,4	-0,2	-0,1	-1,2
2016 T1	105,1	0,1	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,8	-0,2	0,5	-1,3	0,0	0,2
T2	104,9	0,0	-0,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,5	0,1	-0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

### 5.1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions							
1	2	3	4	5								
<b>Encours</b>												
2013	909,8	4 473,4	5 383,3	1 681,2	2 143,2	3 824,4	9 207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9 833,7
2014	969,5	4 977,5	5 946,9	1 581,0	2 149,8	3 730,8	9 677,8	125,4	422,2	106,3	653,9	10 331,7
2015	1 036,5	5 576,9	6 613,4	1 438,5	2 161,9	3 600,4	10 213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10 844,2
2015 T4	1 036,5	5 576,9	6 613,4	1 438,5	2 161,9	3 600,4	10 213,8	78,3	478,8	73,3	630,4	10 844,2
2016 T1	1 049,6	5 711,7	6 761,3	1 420,2	2 164,8	3 585,1	10 346,4	88,7	465,6	94,6	648,9	10 995,2
T2	1 054,6	5 818,6	6 873,2	1 410,2	2 172,0	3 582,2	10 455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11 116,0
T3	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11 242,4
2016 Mai	1 051,1	5 789,3	6 840,3	1 403,5	2 170,8	3 574,3	10 414,6	87,5	475,5	87,2	650,2	11 064,8
Juin	1 054,6	5 818,6	6 873,2	1 410,2	2 172,0	3 582,2	10 455,4	84,2	481,7	94,7	660,6	11 116,0
Juillet	1 058,2	5 876,2	6 934,4	1 404,8	2 172,9	3 577,7	10 512,1	82,4	485,2	97,4	665,0	11 177,1
Août	1 061,5	5 919,6	6 981,1	1 393,0	2 174,0	3 567,0	10 548,1	82,3	479,8	98,6	660,8	11 208,9
Septembre	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,5	669,1	11 242,4
Octobre <sup>(p)</sup>	1 072,4	5 972,3	7 044,7	1 343,9	2 175,0	3 518,9	10 563,6	74,5	504,3	90,0	668,7	11 232,3
<b>Flux</b>												
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,8	-88,1	349,4	1,6	10,4	12,4	24,4	373,8
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,1	510,0	-48,2	51,1	-25,9	-23,0	487,0
2015 T4	8,1	135,5	143,6	-5,3	-0,9	-6,2	137,3	-19,0	21,3	-4,8	-2,5	134,9
2016 T1	13,3	145,2	158,5	-14,1	3,2	-10,9	147,6	10,9	-13,4	19,2	16,7	164,3
T2	5,0	102,0	107,0	-12,7	7,2	-5,5	101,5	-1,6	15,5	-1,1	12,8	114,3
T3	12,0	121,6	133,6	-15,7	2,2	-13,5	120,2	-3,7	13,8	-2,5	7,6	127,8
2016 Mai	2,7	34,2	36,9	-9,5	6,0	-3,5	33,3	-0,2	3,5	-5,6	-2,4	31,0
Juin	3,5	30,1	33,6	6,0	1,3	7,3	41,0	-3,4	6,1	5,5	8,3	49,2
Juillet	3,6	57,2	60,8	-4,4	1,0	-3,4	57,3	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,8
Août	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
Septembre	5,0	20,5	25,5	0,6	0,2	0,8	26,3	-1,8	15,3	-5,7	7,7	34,0
Octobre <sup>(p)</sup>	5,9	25,8	31,7	-25,0	0,7	-24,2	7,5	-6,1	9,1	-5,0	-1,9	5,6
<b>Taux de croissance</b>												
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	1,3	2,5	18,1	3,9	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2015 T4	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-38,1	11,9	-25,1	-3,5	4,7
2016 T1	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-27,8	6,6	-1,2	-1,1	5,2
T2	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
T3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
2016 Mai	4,3	10,0	9,1	-5,4	0,6	-1,8	5,1	-15,2	7,4	-2,0	2,2	4,9
Juin	4,0	9,6	8,7	-4,1	0,6	-1,3	5,1	-2,0	9,1	-3,1	5,5	5,1
Juillet	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-17,0	6,8	16,5	4,3	5,0
Août	3,6	9,7	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-14,9	4,7	18,5	3,4	5,0
Septembre	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-13,9	8,1	13,6	5,5	5,1
Octobre <sup>(p)</sup>	4,0	8,7	7,9	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-28,3	6,9	12,5	1,7	4,4

Source : BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>
	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
<b>Encours</b>													
2013	1 713,6	1 188,9	398,1	109,8	16,8	5 414,7	2 539,0	876,5	1 994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1 845,1	1 349,0	365,1	111,6	19,4	5 557,8	2 749,6	812,1	1 993,2	2,8	875,8	222,2	332,9
2015	1 929,8	1 483,9	321,0	116,4	8,4	5 751,0	3 059,8	695,1	1 993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2015 T4	1 929,8	1 483,9	321,0	116,4	8,4	5 751,0	3 059,8	695,1	1 993,7	2,4	984,3	225,7	364,7
2016 T1	1 984,6	1 536,4	322,7	116,0	9,4	5 830,1	3 137,4	693,6	1 996,4	2,7	975,9	218,9	375,9
T2	2 013,4	1 573,9	314,0	117,1	8,4	5 906,5	3 214,6	688,8	2 000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
T3	2 047,5	1 602,5	317,9	118,1	9,1	5 979,6	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
2016 Mai	2 007,9	1 564,7	318,6	116,6	8,0	5 877,0	3 184,7	690,6	1 998,3	3,5	972,0	214,7	379,5
Juin	2 013,4	1 573,9	314,0	117,1	8,4	5 906,5	3 214,6	688,8	2 000,1	3,0	974,7	210,7	379,8
Juillet	2 029,4	1 590,7	313,9	116,5	8,4	5 933,3	3 245,7	684,0	2 000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
Août	2 031,7	1 595,9	310,1	117,0	8,7	5 961,2	3 277,6	677,6	2 003,3	2,8	976,5	213,4	386,0
Septembre	2 047,5	1 602,5	317,9	118,1	9,1	5 979,6	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	967,5	206,2	386,3
Octobre <sup>(p)</sup>	2 036,7	1 604,4	307,1	118,1	7,0	5 984,7	3 334,1	643,3	2 004,6	2,8	944,9	206,4	393,0
<b>Flux</b>													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	69,0	91,1	-26,4	1,5	2,8	140,7	208,9	-65,0	-1,4	-1,7	54,0	7,3	21,0
2015	81,0	121,6	-34,2	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	91,1	-0,1	30,3
2015 T4	18,3	21,7	-2,5	0,7	-1,6	59,8	74,1	-12,0	-1,6	-0,7	18,9	6,6	6,7
2016 T1	61,1	57,6	2,8	-0,4	1,1	81,2	78,8	-0,6	2,8	0,3	-2,7	-6,5	12,1
T2	27,1	36,2	-9,0	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,8	-8,5	3,7
T3	35,2	29,8	4,1	0,6	0,7	73,5	87,5	-16,6	3,1	-0,5	-6,3	-4,2	6,3
2016 Mai	2,4	6,0	-3,5	0,5	-0,5	24,6	23,7	-1,8	2,7	-0,1	2,2	-0,9	2,2
Juin	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,5	29,8	-1,8	1,9	-0,5	2,0	-4,0	0,4
Juillet	16,6	17,2	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,1	-4,7	0,7	-0,1	-1,5	4,0	5,9
Août	2,3	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,7	-1,2	0,2
Septembre	16,2	7,2	7,9	0,7	0,4	18,4	24,4	-5,5	-0,2	-0,2	-8,4	-7,0	0,2
Octobre <sup>(p)</sup>	-10,1	0,5	-8,3	-0,1	-2,1	22,6	27,7	-6,6	1,4	0,2	-24,5	0,2	7,3
<b>Taux de croissance</b>													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 T4	4,4	8,9	-9,6	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 T1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	5,6	-3,3	10,2
T2	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
T3	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
2016 Mai	7,9	11,0	-2,6	3,4	-32,7	4,5	10,5	-6,9	0,1	-6,3	2,7	-7,4	9,3
Juin	7,9	11,0	-3,1	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	3,8	-8,5	10,3
Juillet	7,2	10,2	-3,2	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	2,0	-7,4	11,2
Août	7,2	10,1	-4,3	2,1	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,0	-6,2	9,2
Septembre	7,4	9,9	-1,4	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,7	-5,7	8,0
Octobre <sup>(p)</sup>	5,5	7,9	-2,9	0,8	-29,6	5,2	10,7	-5,4	0,6	-20,0	-1,8	-9,4	8,1

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	Aux ménages <sup>4)</sup>	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup>	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension	Titres de créance		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Encours</b>												
2013	3 410,3	1 098,8	2 311,5	12 708,2	10 544,5	10 973,3	4 353,0	5 222,9	869,8	98,8	1 367,2	796,5
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 506,9	10 456,6	10 728,8	4 299,5	5 200,8	827,3	129,0	1 280,0	770,3
2015	3 904,3	1 112,4	2 789,5	12 601,3	10 514,1	10 809,1	4 274,7	5 307,7	808,0	123,7	1 304,9	782,4
2015 T4	3 904,3	1 112,4	2 789,5	12 601,3	10 514,1	10 809,1	4 274,7	5 307,7	808,0	123,7	1 304,9	782,4
2016 T1	4 053,5	1 115,9	2 924,5	12 634,2	10 565,5	10 828,3	4 288,7	5 339,3	828,7	108,8	1 312,5	756,2
T2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 663,0	10 565,2	10 869,1	4 296,4	5 348,6	816,3	103,9	1 342,5	755,4
T3	4 272,1	1 105,2	3 153,6	12 768,4	10 622,4	10 926,6	4 288,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,5	780,4
2016 Mai	4 144,3	1 125,9	3 005,3	12 674,5	10 585,0	10 850,6	4 306,8	5 347,6	819,8	110,7	1 330,4	759,1
Juin	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 663,0	10 565,2	10 869,1	4 296,4	5 348,6	816,3	103,9	1 342,5	755,4
Juillet	4 247,0	1 109,1	3 124,5	12 710,9	10 592,1	10 892,5	4 299,5	5 356,0	826,2	110,4	1 359,6	759,1
Août	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 743,6	10 601,0	10 907,2	4 294,7	5 366,4	829,4	110,5	1 364,8	777,7
Septembre	4 272,1	1 105,2	3 153,6	12 768,4	10 622,4	10 926,6	4 288,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,5	780,4
Octobre <sup>(p)</sup>	4 290,9	1 099,6	3 178,0	12 810,1	10 655,4	10 955,5	4 301,7	5 388,5	850,6	114,6	1 376,4	778,3
<b>Flux</b>												
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014	73,8	16,4	57,4	-104,7	-49,8	-36,1	-61,4	-14,9	14,7	11,7	-89,8	35,0
2015	285,0	-21,0	305,7	85,4	56,9	72,3	-14,7	98,2	-21,0	-5,6	25,0	3,5
2015 T4	81,2	-13,9	95,0	13,0	26,1	35,4	1,1	24,0	-0,5	1,5	-16,8	3,7
2016 T1	120,0	1,5	118,6	71,8	81,4	53,3	35,3	36,5	24,3	-14,7	11,3	-21,0
T2	116,3	-8,9	125,2	54,0	21,7	64,4	19,0	14,6	-7,0	-5,0	30,8	1,5
T3	69,2	-7,3	76,2	113,3	69,7	71,6	6,1	33,4	25,1	5,2	21,6	22,0
2016 Mai	38,7	1,4	37,4	27,1	13,1	17,7	10,6	1,6	2,7	-1,9	9,2	4,8
Juin	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,7	35,9	-1,4	5,2	-3,7	-6,9	14,8	-1,4
Juillet	47,9	-3,3	51,0	53,3	36,0	31,5	11,2	7,8	10,6	6,4	15,3	2,1
Août	9,1	-1,4	10,5	35,9	13,1	17,9	-4,2	11,4	5,8	0,1	5,1	17,7
Septembre	12,2	-2,6	14,7	24,0	20,6	22,2	-0,9	14,2	8,7	-1,4	1,2	2,2
Octobre <sup>(p)</sup>	38,2	-5,5	43,7	44,5	33,2	29,4	15,5	7,6	4,6	5,5	11,1	0,2
<b>Taux de croissance</b>												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,6	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2015 T4	7,9	-1,8	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,3	1,9	0,4
2016 T1	10,2	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-0,6	-19,2	3,2	-2,3
T2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
T3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
2016 Mai	11,1	-1,9	16,9	1,4	1,2	1,2	1,2	2,1	-0,6	-21,1	5,1	-2,3
Juin	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-3,0
Juillet	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,4	1,8	1,3	2,0	0,6	-16,1	4,6	-3,6
Août	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,8	1,1	2,0	1,2	-14,1	4,1	-0,5
Septembre	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,2	-10,7	3,5	0,8
Octobre <sup>(p)</sup>	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,7	-7,8	5,7	0,1

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	Prêts corrigés <sup>4)</sup>				2	Prêts corrigés <sup>4)</sup>			
<b>Encours</b>										
2013	4 353,0	4 450,6	1 065,6	741,0	2 546,4	5 222,9	5 547,7	573,8	3 853,3	795,8
2014	4 299,5	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,8	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,7	4 257,6	1 038,5	758,5	2 477,6	5 307,7	5 640,6	595,9	3 947,9	764,0
2015 T4	4 274,7	4 257,6	1 038,5	758,5	2 477,6	5 307,7	5 640,6	595,9	3 947,9	764,0
2016 T1	4 288,7	4 261,3	1 048,4	768,4	2 471,9	5 339,3	5 659,2	602,7	3 974,5	762,0
T2	4 296,4	4 278,0	1 039,7	774,9	2 481,8	5 348,6	5 683,4	604,4	3 986,0	758,2
T3	4 288,6	4 278,9	1 008,0	787,2	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
2016 Mai	4 306,8	4 277,8	1 049,1	771,4	2 486,3	5 347,6	5 675,5	602,2	3 986,3	759,1
Juin	4 296,4	4 278,0	1 039,7	774,9	2 481,8	5 348,6	5 683,4	604,4	3 986,0	758,2
Juillet	4 299,5	4 277,6	1 028,7	780,3	2 490,5	5 356,0	5 692,3	605,1	3 994,3	756,6
Août	4 294,7	4 279,1	1 021,5	782,4	2 490,8	5 366,4	5 700,1	608,3	4 003,4	754,7
Septembre	4 288,6	4 278,9	1 008,0	787,2	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
Octobre <sup>(p)</sup>	4 301,7	4 287,2	1 021,8	787,2	2 492,7	5 388,5	5 712,6	612,2	4 018,7	757,6
<b>Flux</b>										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,4	-68,7	-14,3	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-14,7	19,2	-65,0	32,2	18,1	98,2	76,3	21,8	80,0	-3,6
2015 T4	1,1	18,9	-23,1	12,9	11,3	24,0	20,0	5,2	21,0	-2,1
2016 T1	35,3	27,1	18,7	12,9	3,7	36,5	24,5	8,2	28,7	-0,4
T2	19,0	28,4	-4,5	8,8	14,8	14,6	29,4	1,8	13,4	-0,6
T3	6,1	10,0	-23,6	14,8	14,8	33,4	27,4	4,8	32,7	-4,1
2016 Mai	10,6	10,0	2,2	0,0	8,3	1,6	9,7	-2,1	3,8	-0,1
Juin	-1,4	11,5	-5,4	5,1	-1,0	5,2	12,8	2,7	1,4	1,1
Juillet	11,2	6,9	-6,0	6,9	10,3	7,8	9,2	0,6	8,4	-1,2
Août	-4,2	1,1	-6,2	2,2	-0,2	11,4	8,2	3,4	9,5	-1,4
Septembre	-0,9	2,0	-11,4	5,8	4,7	14,2	10,0	0,9	14,8	-1,5
Octobre <sup>(p)</sup>	15,5	10,9	13,4	0,3	1,8	7,6	9,9	3,8	5,4	-1,6
<b>Taux de croissance</b>										
2013	-2,9	-3,1	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 T4	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,2	-2,2	5,1	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
T2	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
T3	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 Mai	1,2	1,7	-2,0	4,8	1,5	2,1	1,7	4,5	2,3	-0,7
Juin	1,3	1,9	-2,2	5,2	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Juillet	1,3	2,0	-2,9	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
Août	1,1	2,0	-4,1	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Septembre	1,4	2,0	-3,1	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Octobre <sup>(p)</sup>	1,7	2,1	-1,2	5,5	1,7	1,9	1,8	3,5	2,3	-1,1

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 <sup>1)</sup>

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Encours</b>										
2013	264,6	7 312,7	2 374,8	91,6	2 507,4	2 338,9	1 146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7 123,5	2 186,6	92,2	2 383,7	2 461,0	1 381,8	220,3	184,5	139,7
2015	285,0	6 996,5	2 119,5	79,8	2 253,2	2 544,0	1 331,5	288,6	205,9	135,6
2015 T4	285,0	6 996,5	2 119,5	79,8	2 253,2	2 544,0	1 331,5	288,6	205,9	135,6
2016 T1	314,6	6 961,8	2 113,3	76,9	2 178,4	2 593,1	1 282,2	301,7	247,1	152,1
T2	319,2	7 004,1	2 094,0	74,6	2 172,9	2 662,6	1 275,8	308,6	238,0	144,0
T3	309,7	6 958,0	2 068,5	72,4	2 122,2	2 694,8	1 170,6	298,9	209,2	129,1
2016 Mai	297,2	6 976,8	2 109,8	75,2	2 182,5	2 609,3	1 238,4	281,6	226,9	138,6
Juin	319,2	7 004,1	2 094,0	74,6	2 172,9	2 662,6	1 275,8	308,6	238,0	144,0
Juillet	326,3	6 981,9	2 084,5	73,9	2 148,2	2 675,2	1 222,1	305,3	212,9	128,2
Août	318,7	6 963,9	2 078,0	73,2	2 138,2	2 674,5	1 182,3	309,7	215,4	134,6
Septembre	309,7	6 958,0	2 068,5	72,4	2 122,2	2 694,8	1 170,6	298,9	209,2	129,1
Octobre <sup>(p)</sup>	323,7	6 966,0	2 087,7	72,4	2 121,1	2 684,9	1 113,1	307,9	192,8	133,7
<b>Flux</b>										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-159,7	-120,6	2,0	-148,7	107,6	241,9	-1,0	0,7	17,8
2015	9,5	-218,7	-106,4	-13,5	-205,6	106,7	-99,5	6,9	21,4	-4,0
2015 T4	-9,9	-56,6	-41,3	-3,6	-41,8	30,0	-37,5	11,8	-9,6	-7,2
2016 T1	29,4	-57,3	-3,5	-2,8	-46,3	-4,7	-75,0	19,6	41,3	17,3
T2	4,2	-15,2	-22,1	-1,8	-18,1	26,8	-71,2	4,3	-9,2	-8,1
T3	-9,6	-53,1	-25,8	-2,1	-40,7	15,6	-101,6	-15,8	-19,2	-13,7
2016 Mai	-17,4	-1,8	-4,2	-0,3	-2,3	5,1	-27,6	-26,4	-10,2	-1,5
Juin	22,0	-17,4	-17,4	-0,6	-9,5	10,2	-19,9	32,9	11,1	5,4
Juillet	7,1	-25,2	-9,5	-0,7	-18,8	3,8	-56,4	-1,1	-25,1	-15,8
Août	-7,7	-7,1	-6,6	-0,7	-7,1	7,3	-32,5	4,7	2,5	6,4
Septembre	-9,0	-20,8	-9,7	-0,7	-14,8	4,4	-12,7	-19,3	3,4	-4,3
Octobre <sup>(p)</sup>	13,1	2,1	-0,7	-0,8	-8,1	11,7	-61,2	-0,8	-13,2	4,7
<b>Taux de croissance</b>										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-5,9	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 T4	3,7	-3,0	-4,8	-14,5	-8,4	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 T1	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
T2	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
T3	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 Mai	6,4	-2,5	-2,6	-13,6	-6,9	2,2	-	-	0,5	-2,9
Juin	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
Juillet	28,8	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,7	-	-	1,8	-10,6
Août	15,0	-2,5	-3,9	-12,3	-6,7	2,8	-	-	1,4	1,1
Septembre	4,9	-2,6	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
Octobre <sup>(p)</sup>	-7,5	-2,1	-3,4	-12,0	-6,1	2,8	-	-	4,4	-6,3

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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

## 6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

### 6.5 Titres de créance des administrations publiques <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>						
	Total	Principal	Intérêts		Encours		Encours				Opérations		
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois			Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Émissions	Remboursements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 T3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
T4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 T1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
T2	15,4	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
2016 Mai	15,1	13,2	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	13,5	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	3,0	0,3	1,2
Août	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Septembre	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Octobre	14,8	13,0	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,8	0,3	1,3

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

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

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2016**

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 7 décembre 2016.

ISSN 2363-3425 (PDF))

Numéro de catalogue UE : QB-BP-16-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général