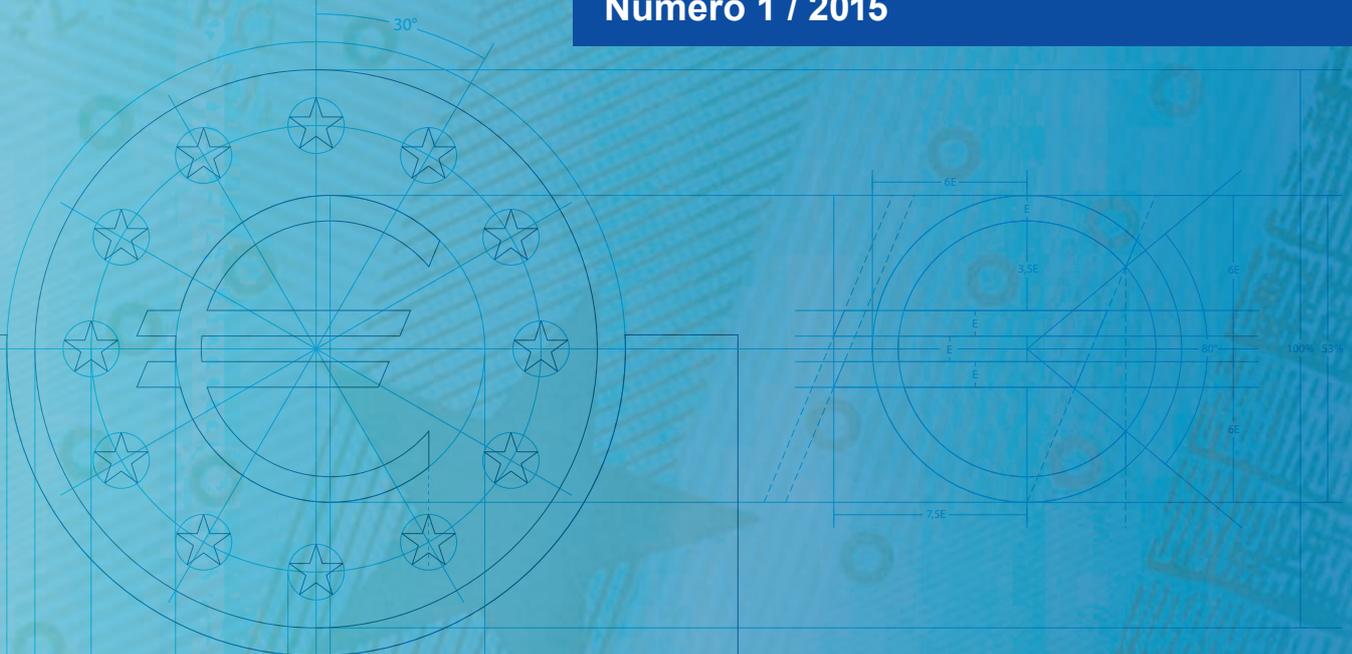




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2015



© Banque centrale européenne, 2015

Adresse postale

60640 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêtés des statistiques figurant dans cette publication est le 21 janvier 2015.

ISSN 2363-3425 (PDF)

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



TABLE DES MATIÈRES

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES RÉCENTES

Synthèse	5
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	13
5 Monnaie et crédit	15

ENCADRÉS

Encadré 1	Le programme étendu d'achats d'actifs du Conseil des gouverneurs	17
Encadré 2	Les perspectives de l'économie chinoise : risques, réformes et défis	21
Encadré 3	La Lituanie adopte l'euro	25
Encadré 4	Évolutions récentes du taux d'activité dans la zone euro	28
Encadré 5	La récente baisse des cours du pétrole et les perspectives économiques de la zone euro	30
Encadré 6	Les tendances observées pour les marges bénéficiaires des sociétés non financières de la zone euro	33
Encadré 7	La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance	37

ARTICLE

Les prix des produits de consommation courante dans la zone euro : conclusions tirées de l'analyse d'une base de données désagrégées sur les prix	41
---	----

STATISTIQUES	SI
--------------	----

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES RÉCENTES

SYNTHÈSE

La récente baisse des cours du pétrole soutient la reprise de l'économie mondiale. Toutefois, la reprise demeure progressive et les évolutions économiques varient selon les régions. La croissance reste robuste aux États-Unis, sa dynamique se ralentit en Chine et l'activité n'a pas redémarré au Japon. La situation économique s'est encore détériorée en Russie, mais ses répercussions sur d'autres marchés émergents demeurent limitées à ce jour. Le commerce mondial montre des signes de renforcement. Le fléchissement des prix de l'énergie a entraîné une baisse des taux d'inflation au plan mondial.

Sur les marchés financiers de la zone euro, les taux à court terme du marché monétaire ont poursuivi leur baisse dans un environnement d'excédent de liquidité accru, atteignant temporairement de nouveaux plus bas historiques. Les taux d'intérêt à long terme ont également franchi un nouveau plancher historique, reflétant la faiblesse du rythme de la croissance et l'atonie de la dynamique de l'inflation, ainsi que les anticipations par les marchés des achats de dette souveraine par l'Eurosystème. Dans le même temps, les cours des actions dans la zone euro se sont inscrits en hausse. Le taux de change de l'euro s'est de nouveau déprécié, tant en termes effectifs nominaux que vis-à-vis du dollar américain.

Globalement, les derniers indicateurs économiques disponibles et les résultats tirés d'enquêtes les plus récents continuent d'aller dans le sens d'une expansion économique modérée à court terme dans la zone euro, tandis que la récente baisse des cours du pétrole devrait soutenir la croissance à plus long terme. Cela étant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'amélioration, le chômage reste élevé et le niveau des capacités de production inutilisées ne devrait diminuer que progressivement.

L'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro a sensiblement fléchi en décembre, pour s'établir à - 0,2 %. Sur la base des informations disponibles, les perspectives d'inflation à court terme demeurent faibles et la variation annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à un niveau très bas ou négatif au cours des prochains mois. Soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise en cours et les prix actuels des contrats à terme qui reflètent une hausse progressive des cours du pétrole sur la période à venir, les taux d'inflation devraient augmenter graduellement plus tard dans l'année et en 2016.

L'analyse monétaire indique que le taux de croissance annuel de M3 s'est encore redressé en novembre. La baisse des prêts aux sociétés non financières a continué de se modérer, tandis que le taux de croissance des prêts aux ménages s'est stabilisé à un niveau faiblement positif. Ces évolutions ont été favorisées par une réduction importante et généralisée des taux débiteurs enregistrée depuis l'été 2014. Malgré l'amélioration des conditions de distribution du crédit, qui ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro de janvier 2015, les critères d'octroi sont demeurés relativement restrictifs. Les mesures de politique monétaire de la BCE devraient conforter une nouvelle amélioration des flux de crédits.

Au cours de son examen régulier de la situation économique et monétaire, lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à une réévaluation approfondie des perspectives d'évolution des prix et de la relance monétaire déjà réalisée. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé :

- premièrement, de lancer un programme étendu d'achats d'actifs, englobant les programmes en vigueur d'achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées ainsi que des achats, sur le marché secondaire, de titres libellés en euros de bonne qualité (*investment grade*) émis par les gouvernements et les agences de la zone euro et les institutions européennes (pour un exposé détaillé, voir l'encadré 1) ;

- deuxièmement, de modifier la tarification des six opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) en supprimant l'écart de 10 points de base par rapport au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème qui a été appliqué aux deux premières TLTRO ;
- troisièmement, conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

Le récent recul des cours du pétrole soutient la reprise économique mondiale. En réponse à un marché pétrolier caractérisé par une offre abondante, les cours du *Brent* ont continué de diminuer fortement en décembre et en janvier (cf. graphique 1) et se situaient, le 21 janvier 2015, à un niveau inférieur de 31 % environ aux niveaux de début décembre (en dollars). D'après la courbe des contrats à terme, les marchés intègrent une hausse seulement progressive des prix du pétrole au cours des prochaines années. Comme la baisse des prix du pétrole entraîne une redistribution des revenus des producteurs nets vers les consommateurs nets de pétrole, cette évolution soutient la demande mondiale, les pays consommateurs nets ayant une plus forte propension à dépenser.

Malgré le soutien apporté par la baisse des prix du pétrole, la reprise économique mondiale demeure progressive, et les enquêtes font état d'un certain ralentissement de la dynamique de croissance au quatrième trimestre 2014. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production hors zone euro a légèrement fléchi en décembre pour s'établir à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme et à son résultat du troisième trimestre (cf. graphique 2).

Le commerce mondial continue de montrer des signes de redressement. Les importations mondiales de marchandises en volume à l'exclusion de la zone euro, ont augmenté de 3,4 % en rythme trimestriel en octobre, s'établissant encore au-dessus de leur moyenne de long terme. Cependant, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a fléchi au dernier trimestre 2014.

Le recul des prix de l'énergie entraîne un fléchissement de l'inflation mondiale. Par conséquent, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE a continué de ralentir, ressortant à 1,5 % en novembre. La baisse de l'inflation a concerné l'ensemble des principales économies, à l'exception de la Russie, qui a enregistré une hausse sensible. L'inflation annuelle dans la zone OCDE, hors produits alimentaires et énergie, a poursuivi son recul pour s'établir à 1,7 % en novembre. Étant donné la faiblesse persistante des prix des matières premières, d'importantes tensions baissières sur l'inflation mondiale devraient se poursuivre.

Graphique 1 Cours du pétrole Brent et prix des contrats à terme

(en dollars ou en euros par baril)



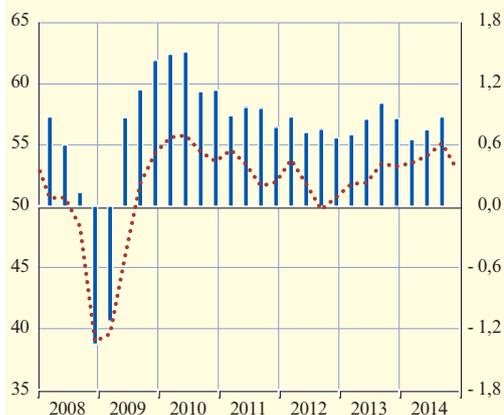
Sources: Bloomberg et services de la BCE.

Note: La courbe des contrats à terme est en date du 21 janvier 2015.

Graphique 2 Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production et PIB

(partie gauche: moyennes trimestrielles des indices de diffusion; partie droite: pourcentages; données trimestrielles)

— PIB mondial en glissement trimestriel (échelle de droite)
 Production composite (échelle de gauche)



Sources: Markit et BCE.

Note: La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2014 pour l'indice des directeurs d'achat et au troisième trimestre 2014 pour le PIB.

L'activité aux États-Unis a été plus forte que prévu, et les indicateurs font état d'une croissance robuste à court terme. Selon la troisième estimation, la croissance du PIB en volume s'est établie à 1,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, soit le taux de croissance le plus élevé en près d'une décennie. Les données récentes restent robustes, suggérant seulement un léger ralentissement de la croissance au dernier trimestre de l'année. Globalement, la hausse du revenu des consommateurs, entraînée par la baisse des cours du pétrole, devrait largement compenser l'incidence négative du nouveau renforcement du dollar observé depuis décembre, dopant ainsi les perspectives globales d'activité aux États-Unis. Dans le même temps, la baisse des prix du pétrole devrait entraîner un ralentissement de la hausse de l'IPC à court terme, mouvement renforcé par les tensions baissières résultant de l'appréciation du dollar. Cette évolution s'est déjà traduite par un ralentissement de la hausse annuelle de l'IPC, qui est revenue à 0,8 % en décembre, contre 1,7 % depuis le mois d'août.

L'économie du Japon ayant échoué à se renforcer de nouveau durablement après la hausse de la TVA en avril, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de relance budgétaire. La deuxième publication de données a confirmé le recul de 0,5 % du PIB japonais en volume, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2014. Les indicateurs à haute fréquence vont dans le sens d'un retour à une croissance positive, bien que faible, au quatrième trimestre. Le gouvernement a annoncé, fin 2014, un programme de relance et une réduction du taux effectif de l'impôt sur les sociétés afin de soutenir la croissance. La hausse annuelle des prix à la consommation a continué de ralentir, à 2,4 % en novembre, en raison essentiellement de la baisse des prix de l'énergie.

Au Royaume-Uni, les indicateurs à court terme font état d'un ralentissement de l'activité économique, tandis que l'inflation est revenue à des niveaux très faibles. Alors que l'activité sera soutenue par la hausse du revenu réel disponible, imputable à la baisse des prix de l'énergie, les indicateurs tirés d'enquêtes laissent présager un ralentissement à court terme du rythme d'expansion. La hausse annuelle de l'IPC a continué de ralentir, à 0,5 % en décembre 2014, en raison de la baisse des prix de l'énergie. Parallèlement, la hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie est restée globalement stable, aux alentours de 1,3 %.

Le rythme de croissance s'est ralenti en Chine, et l'inflation reste faible. Au dernier trimestre 2014, la croissance trimestrielle du PIB s'est ralentie à 1,5 %, en raison de la faiblesse du marché de l'immobilier résidentiel et des industries lourdes. Dans une perspective à plus long terme, la croissance chinoise poursuit son ralentissement progressif (cf. encadré 2), même si la récente baisse des prix du pétrole peut apporter un soutien temporaire. La hausse annuelle des prix à la consommation, ressortant à 1,5 % en décembre, se maintient près des niveaux les plus bas enregistrés depuis deux ans et demi et devrait continuer de fléchir, reflétant à la fois le ralentissement de la demande et la faiblesse actuelle des prix des matières premières.

Tandis que la situation économique s'est considérablement détériorée en Russie, les répercussions sur d'autres économies de marché émergentes demeurent jusqu'à présent limitées. Avec l'accélération de la baisse des prix du pétrole en décembre, les tensions sur les marchés russes des capitaux et des changes se sont intensifiées, déclenchant des mesures énergiques des autorités. Après une hausse de 100 points de base décidée le 11 décembre 2014 lors de sa réunion régulière, la Banque centrale de Russie a encore relevé le taux directeur de 650 points de base, le portant à 17 %, le 15 décembre 2014. Les répercussions sur d'autres économies de marché émergentes ont été comparativement limitées. Cependant, certains signes de dégradation sont apparus dans les indicateurs des marchés financiers de pays ayant des liens commerciaux plus étroits avec la Russie dans la Communauté des États indépendants et en Europe centrale et orientale.

2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES ¹

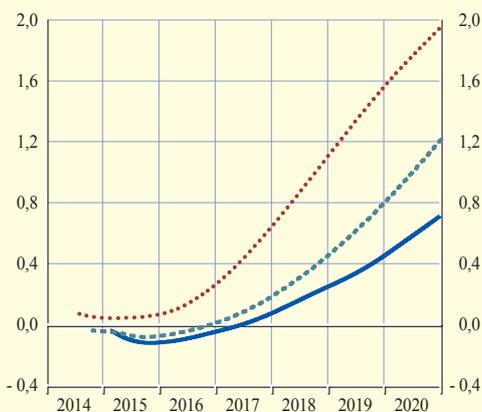
Les taux à court terme du marché monétaire ont encore fléchi, dans un contexte de hausse de l'excédent de liquidité, et ont brièvement atteint un nouveau point bas historique. Cette évolution est intervenue après le règlement de l'opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) de décembre 2014, la deuxième de la série, d'un montant de 129,8 milliards d'euros, après 82,6 milliards pour la première opération de ce type réalisée en septembre 2014. Le montant net de liquidité injecté lors de la deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée s'élevait à 95 milliards d'euros, contribuant à une augmentation significative de l'excédent de liquidité. L'Eonia est revenu d'un niveau moyen de - 2 points de base environ au cours de la première semaine de la douzième période de constitution de réserves à un niveau moyen de - 5 points de base environ durant les quatre semaines restantes (enregistrant un nouveau point bas historique de - 8,5 points de base le 24 décembre), dans un contexte d'excédent de liquidité plus élevé. L'Eonia est ressorti à - 6,8 points de base le 21 janvier 2015 (cf. graphique 3).

Les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro ont également atteint de nouveaux points bas historiques sur fond de perspectives économiques moroses et d'anticipations de faible inflation. Une mesure synthétique des rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro est revenue de 0,84 % le 4 décembre 2014 à un nouveau point bas historique de 0,48 % le 16 janvier 2015 (cf. graphique 4). À la fin de la période sous revue, ils ressortaient à 0,54 %. La baisse des rendements à long terme a reflété les anticipations, par les marchés, d'un nouveau ralentissement de la dynamique de l'inflation dans un contexte de faible croissance ainsi que les anticipations croissantes du marché d'une éventuelle acquisition par la BCE, de titres de dette souveraine. Le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans (cf. graphique 4) a enregistré une baisse comparable à celle des

Graphique 3 Anticipations relatives à l'Eonia établies à partir de la courbe des rendements des swaps de taux au jour le jour

(en pourcentages annuels)

— 21 janvier 2015
 Après la réunion du Conseil des gouverneurs de juin (baisse des taux d'intérêt du 5 juin 2014)
 - - - - 30 septembre 2014

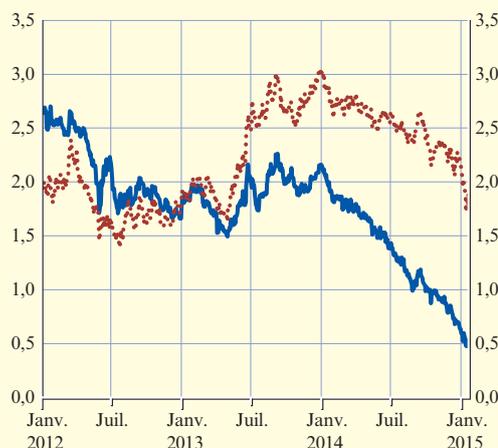


Sources : Reuters et calculs de la BCE.

Graphique 4 Rendements des emprunts publics à dix ans

(en pourcentages annuels)

— Zone euro
 États-Unis



Sources : EuroMTS, BCE et Bloomberg.

Note : Le rendement des emprunts publics de la zone euro est fondé sur les données de la BCE relatives aux emprunts publics notés AAA, qui incluent actuellement les emprunts publics autrichiens, finlandais, allemands et néerlandais.

¹ La période sous revue est comprise entre le 4 décembre 2014 et le 21 janvier 2015.

rendements dans la zone euro, indiquant que des facteurs mondiaux ont probablement aussi contribué au recul de la mesure synthétique du rendement des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations souveraines entre l'Allemagne et les autres pays de la zone euro sont restés relativement stables, même si en Grèce, les incertitudes politiques ont entraîné une hausse de plus de 200 points de base.

Dans la zone euro, les cours des actions ont augmenté durant la dernière partie de la période sous revue. L'indice large EuroStoxx a augmenté de 3,1 % sur l'ensemble de la période sous revue. La prépondérance de facteurs négatifs, tels que la faible dynamique de croissance ainsi que les incertitudes politiques en Grèce, s'est atténuée dans la semaine au cours de laquelle a eu lieu la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, sur fond d'anticipations par le marché d'achats de dette souveraine par la BCE. L'incertitude sur les marchés boursiers dans la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, s'est accrue, atteignant à la fin de la période sous revue le haut de la fourchette des niveaux enregistrés durant les deux dernières années. Le marché boursier a fléchi aux États-Unis au cours de la période sous revue, l'indice Standard & Poor's 500 diminuant de 1,9 %, et la volatilité implicite s'est légèrement accentuée.

L'euro a continué de se déprécier dans un contexte d'anticipations de nouvelles divergences des politiques monétaires dans la zone euro et à l'étranger. Au total, l'euro s'est déprécié de 3,4 %, en termes pondérés des échanges commerciaux, au cours de la période sous revue. Dans la zone euro, les perspectives de faible inflation et la baisse des rendements obligataires de référence qui reflètent, notamment, l'accentuation générale de l'aversion au risque, a pesé sur le taux de change. L'euro a fléchi de 5,8 % par rapport au dollar, dépréciation à laquelle l'incertitude des marchés a contribué dans un contexte de recul des cours du pétrole et de regain des tensions géopolitiques. L'euro a également continué de se déprécier, à un rythme plus lent cependant, contre la livre sterling, qui a atteint son plus haut niveau depuis six ans par rapport à la monnaie unique. La plus grande volatilité et la moindre appétence pour le risque ont soutenu le yen japonais, aboutissant à un recul de près de 8 % de l'euro par rapport à la devise nipponne. Après l'annonce par la Banque nationale suisse, le 15 janvier 2015, qu'elle abandonnait son objectif de taux de change plancher de 1,20 franc suisse pour un euro, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au franc suisse, s'échangeant plus ou moins à parité depuis lors. La couronne danoise a continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II, la Banque nationale du Danemark ayant abaissé ses taux directeurs à deux reprises au cours de la période sous revue. En revanche, l'affaiblissement des monnaies des pays d'Europe centrale et orientale a atténué la dépréciation de l'euro en termes effectifs. Le 1^{er} janvier 2015, la Lituanie a adopté l'euro, devenant ainsi le 19^e membre de la zone euro (cf. encadré 3).

3 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Après six trimestres de croissance positive de la production, les données solides les plus récentes continuent de refléter une poursuite de l'expansion modérée de l'activité économique au quatrième trimestre 2014.

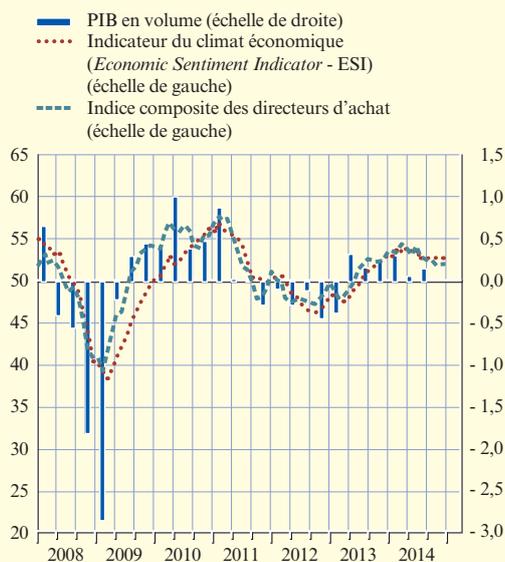
En octobre et novembre, la production industrielle hors construction s'est établie, en moyenne, 0,3 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre, où elle s'était contractée de 0,4 %. Sur la même période, la production dans la construction est ressortie 0,5 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre, où elle avait également enregistré une baisse. Les évolutions récentes dans le commerce de détail et les immatriculations de voitures reflètent une poursuite de la croissance de la consommation privée au quatrième trimestre, tandis que la production de biens d'équipement témoigne d'une expansion modérée de l'investissement dans la zone euro.

La perspective d'une reprise progressive est également confirmée par les données d'enquêtes plus récentes. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production dans la zone euro a baissé entre le troisième et le quatrième trimestre, reflétant principalement une dégradation de la confiance dans le secteur des services. Toutefois, sa moyenne pour le quatrième trimestre continue d'aller dans le sens d'une croissance positive modérée, signe d'une poursuite de la reprise progressive en cours (cf. graphique 5). L'indicateur du climat économique (ESI) a également fléchi, dans de faibles proportions cependant, sur la même période. Comme pour l'indice des directeurs d'achat, la moyenne de cet indicateur pour le quatrième trimestre de l'année correspond toutefois toujours à une croissance de la production.

Les marchés du travail, en dépit de leur faiblesse persistante, se sont de nouveau légèrement améliorés. L'emploi a progressé de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, après une hausse

Graphique 5 PIB en volume de la zone euro, indice composite des directeurs d'achat et indicateur du climat économique

(croissance trimestrielle en pourcentage; indices)

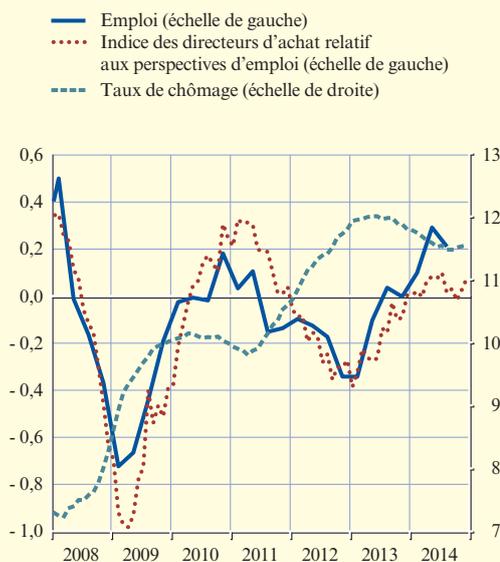


Sources: Markit, DG-ECFIN, Eurostat et BCE.

Notes: L'indicateur du climat économique est normalisé avec la moyenne et l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat sur la période qui s'est écoulée depuis janvier 2000. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2014 pour le PIB et à décembre 2014 pour l'indicateur du climat économique et l'indice des directeurs d'achat.

Graphique 6 Emploi, indice des directeurs d'achat relatif aux perspectives d'emploi et chômage dans la zone euro

(croissance trimestrielle en pourcentage; indice; en pourcentage de la population active)



Sources: Eurostat et Markit.

Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2014 pour l'emploi, à novembre 2014 pour le chômage et à décembre 2014 pour l'indice des directeurs d'achat.

de 0,3 % au trimestre précédent (cf. graphique 6). Le taux de chômage pour la zone euro, qui avait amorcé un recul mi-2013, est demeuré stable, à 11,5 %, entre août et novembre 2014 (cf. également l'encadré 4). Des informations plus récentes tirées de résultats d'enquêtes font état d'un renforcement modeste des marchés du travail au dernier trimestre 2014.

Au-delà du court terme, la récente baisse des cours du pétrole devrait soutenir la croissance, notamment la demande intérieure, via l'accroissement du revenu disponible réel des ménages et des bénéfices des entreprises (cf. encadré 5). La demande intérieure devrait également être confortée par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, l'amélioration en cours des conditions de financement et les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. Par ailleurs, la demande d'exportations de la zone euro devrait bénéficier de la reprise au niveau mondial. Toutefois, la reprise dans la zone euro pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé. Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé pour 2015 ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage, à 1,1 %, par rapport à la précédente campagne, tandis que pour 2016 elles sont demeurées globalement inchangées, à 1,5 %. Dans le même temps, les anticipations concernant le chômage demeurent inchangées.

4 PRIX ET COÛTS

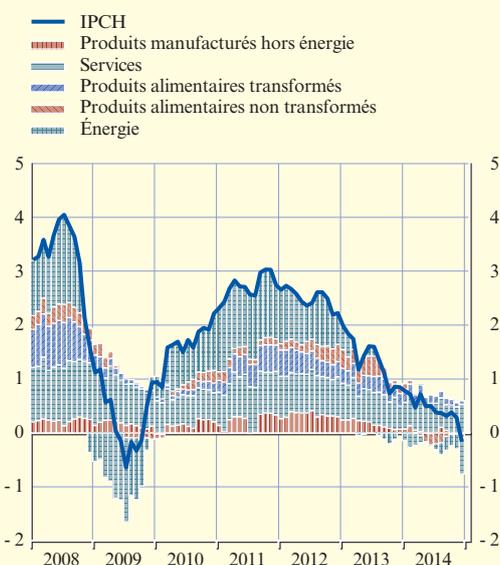
Le récent recul des cours du pétrole a entraîné de fortes tensions à la baisse sur l'évolution de l'IPCH (cf. encadré 5). Le rythme annuel de variation de l'IPCH dans la zone euro est ressorti à $-0,2\%$ en décembre 2014, soit le premier taux négatif enregistré depuis octobre 2009, contre $0,3\%$ enregistré en novembre 2014 (cf. graphique 7). Contrairement à l'inflation globale, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie se maintient sur une trajectoire globalement stable, continuant de s'inscrire à $0,7\%$ sur la période allant d'octobre à décembre.

Les évolutions des prix en amont de la chaîne de production continuent de faire état de perspectives d'inflation faible. Le rythme annuel de variation des prix à la production hors construction et énergie s'est stabilisé entre octobre et novembre pour s'inscrire à $-0,2\%$ en décembre. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement ralenti en novembre. Le rythme annuel de variation des prix à l'importation des biens intermédiaires a été le seul à enregistrer une valeur positive depuis novembre 2012, ce qui s'explique en partie par la récente dépréciation du taux de change effectif de l'euro. Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH sont demeurées faibles à tous les stades de la chaîne des prix. En novembre, le rythme annuel de variation des prix à la production des biens de consommation alimentaires s'est légèrement ralenti, alors que les prix agricoles à la production dans la zone euro étaient également relativement bas.

La croissance des coûts de main-d'œuvre reste modérée. Le rythme annuel de variation de la rémunération par tête pour la zone euro s'est légèrement ralenti, enregistrant une progression de $1,3\%$ au troisième trimestre 2014, contre $1,4\%$ au trimestre précédent (cf. graphique 8). Les données sectorielles font apparaître que le ralentissement de la croissance annuelle de la rémunération par tête s'explique essentiellement par des contributions plus faibles des secteurs de l'industrie et de la construction. Le taux de variation annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre pour la zone euro

Graphique 7 Contribution des différentes composantes à l'IPCH global de la zone euro

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

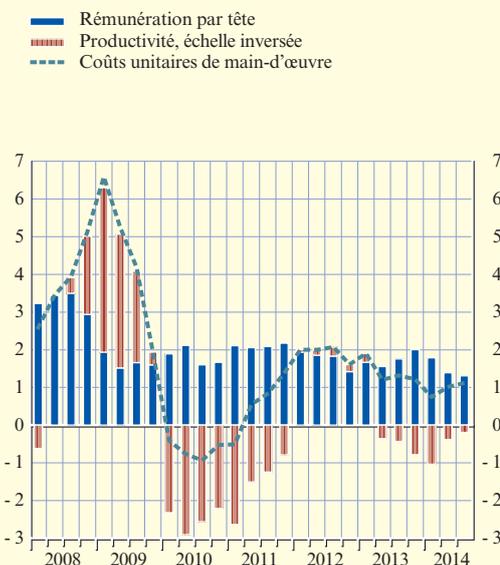


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2014.

Graphique 8 Rémunération par tête, productivité et coûts unitaires de main-d'œuvre dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2014.

a légèrement progressé, à 1,1 % au troisième trimestre 2014, le ralentissement de la hausse de la rémunération par tête ayant été largement contrebalancé par celui de la croissance de la productivité.

De même, les marges bénéficiaires demeurent réduites. La croissance des bénéfices (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) est demeurée inchangée à 1,0 % au troisième trimestre 2014, en phase avec le redressement modeste de la croissance économique. La faiblesse de cette dynamique reflète des contributions limitées de la croissance du PIB en volume et de celle des bénéfices par unité de production (qui mesurent les marges bénéficiaires). D'un point de vue sectoriel, les évolutions atones des bénéfices sont observées à la fois pour le secteur industriel et pour celui des services marchands. L'encadré 6 analyse en détail les évolutions récentes des bénéfices.

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à moyen et long terme ont présenté des signes de détérioration, tandis que les mesures des anticipations à long terme tirées d'enquêtes sont restées plus stables. Les taux de *swaps* indexés sur l'inflation anticipés à long terme et les points morts d'inflation à cinq ans dans cinq ans dérivés des obligations ont nettement reculé en décembre et début janvier 2015, à la suite de la forte baisse des cours du pétrole. Ces mesures s'établissent actuellement à 1,5-1,6 % environ, reflétant probablement dans une certaine mesure le niveau négatif de la prime de risque d'inflation. En revanche, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes demeurent globalement inchangées. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2015, les anticipations d'inflation pour 2019 se situent en moyenne à 1,8 % environ (cf. l'enquête à l'adresse suivante : www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport201501.en.pdf). Les anticipations d'inflation à court terme tirées des enquêtes et des marchés, mesurées par les taux des *swaps* indexés sur l'inflation, ont continué de se détériorer et font état de perspectives d'inflation très faibles au cours des deux prochaines années.

Sur la base des informations disponibles et des cours constatés des contrats à terme sur le pétrole, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à un niveau très bas ou négatif au cours des prochains mois. Soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise attendue de la demande et l'hypothèse d'une hausse progressive des cours du pétrole au cours de la période à venir, les taux d'inflation devraient augmenter graduellement plus tard dans l'année et en 2016. Selon les résultats de la dernière EPP, les anticipations d'inflation s'établissent en moyenne à 0,3 %, 1,1 % et 1,5 % pour 2015, 2016 et 2017, respectivement. Les révisions à la baisse, de 0,7 point de pourcentage pour 2015 et de 0,3 point de pourcentage pour 2016, reflètent principalement la baisse des cours du pétrole.

5 MONNAIE ET CRÉDIT

La dynamique de la monnaie reste sur la voie du redressement. Le taux de croissance annuel de M3 s'est accéléré à 3,1 % en novembre, après 2,5 % en octobre et 0,8 %, son point bas, en avril (cf. graphique 9). La progression au cours des trois derniers mois s'est établie à 5 % en rythme annuel. Le redressement de la croissance de M3 a concerné l'ensemble des pays et des secteurs et a reflété des entrées importantes au titre des dépôts à vue détenus par les ménages et les sociétés non financières (SNF).

Dans un contexte de taux d'intérêt très faibles, les investisseurs poursuivent leur quête de rendement. La faible rémunération des actifs monétaires incite les détenteurs de monnaie à privilégier les dépôts à vue au détriment des autres dépôts ou des instruments négociables inclus dans M3, même si des signes indiquent que la contraction des instruments négociables s'atténue progressivement. Tandis que certains investisseurs ont réorienté leurs placements des dépôts moins liquides de M3 vers des actifs plus risqués non inclus dans M3, d'autres se sont détournés des engagements financiers à long terme, soutenant ainsi la croissance de M3. Le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie a continué de fléchir en novembre. De plus, les investisseurs internationaux ont de nouveau montré un vif intérêt pour les titres de la zone euro. Sur la période de douze mois s'achevant fin novembre 2014, la position extérieure nette des IFM a augmenté de 315 milliards d'euros. Ce chiffre reflète dans une large mesure les acquisitions nettes par les non-résidents de titres émis par les résidents de la zone euro ainsi que des excédents au titre des transactions courantes.

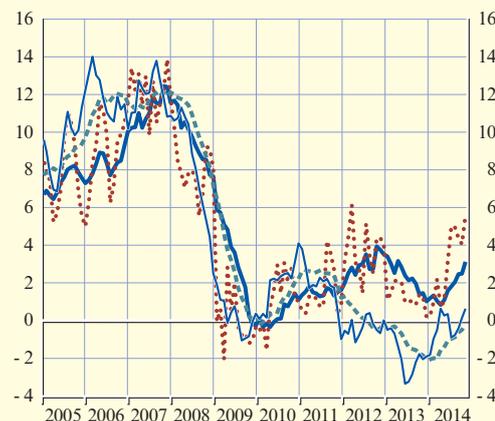
Les prêts au secteur privé poursuivent leur redressement progressif. Le rythme annuel de variation des prêts des IFM au secteur privé s'est établi à -0,2 % en novembre, après -0,5 % en octobre (cf. graphique 9). L'amélioration progressive de la dynamique du crédit a été observée pour les ménages et les entreprises. Le rythme annuel de variation des prêts consentis par les IFM aux SNF (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est établi à -1,3 % en novembre, contre -1,6 % en octobre et -3,2 %, son point bas, en février. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement augmenté pour s'établir à 0,7 % en novembre, se maintenant ainsi légèrement au-dessus de la moyenne observée depuis début 2013. En dépit de ces évolutions favorables, l'assainissement des bilans des banques et les besoins de désendettement qui subsistent dans certains secteurs économiques et juridictions bancaires freinent encore la dynamique du crédit.

La baisse des taux débiteurs bancaires a été importante depuis l'été 2014. Le coût nominal global du financement externe des SNF de la zone euro s'est replié au quatrième trimestre 2014, après s'être stabilisé à l'automne 2014. Le coût du financement par endettement de marché a continué de se réduire en janvier 2015, tandis que le coût des fonds propres s'est stabilisé. Ces baisses sont liées à l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, à la réduction des coûts composites de financement des banques,

Graphique 9 M3 et prêts au secteur privé

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

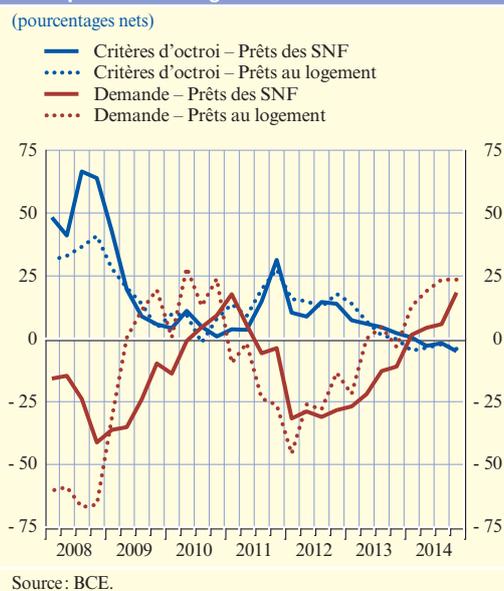
— M3 (taux de croissance annuel)
 M3 (taux de croissance annualisé sur trois mois)
 - - - Prêts au secteur privé (taux de croissance annuel)
 — Prêts au secteur privé (taux de croissance annualisé sur trois mois)



Source : BCE.

qui se sont stabilisés à un niveau proche de leurs points bas historiques, et à la concurrence accrue entre les banques pour les crédits. Les taux pratiqués sur les prêts aux SNF ont encore reculé en novembre, notamment dans le cas des prêts à long terme (l'indicateur du coût d'emprunt pour les SNF de la zone euro est revenu à 2,5 % en novembre, contre 2,8 % en juin). Les taux des prêts au logement accordés aux ménages ont également reculé en novembre (l'indicateur du coût d'emprunt pour les achats de logement des ménages est revenu à 2,6 %). Dans le même temps, le coût du financement par les dépôts pour les banques de la zone euro est demeuré globalement stable, tandis que les rendements des obligations bancaires ont légèrement diminué. Les émissions de titres de créance par les IFM sont demeurées négatives, et la poursuite par les banques de la réduction de la taille de leur bilan et du renforcement de leur assise en fonds propres réduit, pour ces institutions, la nécessité d'avoir à émettre des titres de créance pour se financer.

Graphique 10 Critères d'octroi des prêts et demande nette de prêts des sociétés non financières et de prêts au logement de la part des ménages



L'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état d'améliorations des conditions de crédit ; les critères d'octroi demeurent toutefois restrictifs dans une perspective historique (cf. l'enquête à l'adresse suivante : www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blsurvey_201501.pdf). Les banques ont continué d'assouplir les critères d'attribution des prêts aux SNF et aux ménages (en termes nets) au quatrième trimestre 2014 (cf. graphique 10). Cette évolution favorable s'explique par une amélioration des coûts de financement et de la situation de bilan, ainsi que par une intensification de la pression concurrentielle. De plus, l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) sur la distribution de crédits devrait essentiellement s'exercer *via* un resserrement des marges sur les prêts. L'enquête fait apparaître un redressement de la demande de prêts aux SNF et de crédits à la consommation et une poursuite de la croissance de la demande de prêts au logement (cf. graphique 10). La demande de prêts des entreprises s'explique dans une large mesure par les besoins de financement de la FBCF.

Toutefois, la croissance globale du financement externe des sociétés non financières dans la zone euro, considérée en termes annuels, demeure relativement faible. Selon les comptes de la zone euro les plus récents, au troisième trimestre 2014, les émissions de titres de créance par les SNF de la zone ont enregistré un ralentissement mais, conjointement au rythme soutenu des émissions d'actions, elles sont restées suffisantes pour contrebalancer largement la diminution des remboursements nets de prêts bancaires. Les données relatives aux émissions de titres pour octobre et novembre suggèrent que les flux demeurent positifs et vont dans le sens d'une augmentation progressive du financement externe des SNF de la zone euro.

ENCADRÉS



Encadré I

LE PROGRAMME ÉTENDU D'ACHATS D'ACTIFS DU CONSEIL DES GOUVERNEURS

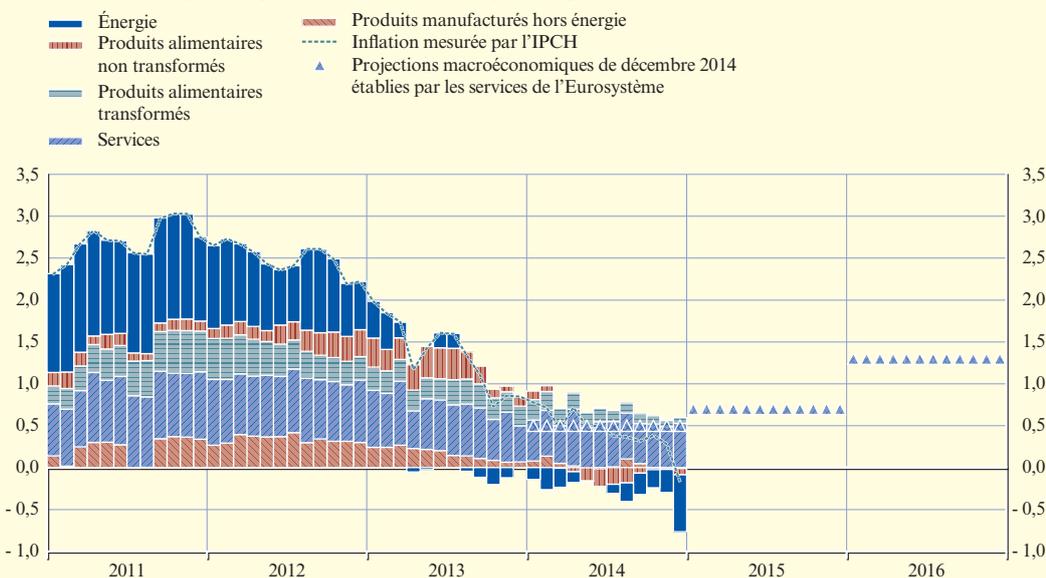
Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de lancer un programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programm*), englobant les programmes en vigueur d'achats de titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées, ainsi que des achats, sur le marché secondaire, de titres libellés en euros de bonne qualité (*investment grade*) émis par les gouvernements et les agences de la zone et les institutions européennes. Dans le cadre de ce nouveau programme, les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé s'élèveront à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués jusque fin septembre 2016 et seront en tout cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cet encadré explique les raisons de la décision du Conseil des gouverneurs d'étendre le programme d'achat d'actifs existant et présente les principaux canaux de transmission et les principales modalités du nouveau programme d'achats d'actifs.

Les raisons de l'extension du programme d'achats d'actifs de la BCE

Les projections de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème sur les perspectives d'évolution des prix font apparaître une trajectoire d'inflation relativement faible jusqu'en 2016, dans un contexte de reprise progressive. Plus récemment, la chute des cours du pétrole a encore pesé sur les perspectives d'inflation à court terme. Dans ce contexte, la probabilité que l'inflation demeure trop faible durant une période prolongée s'est accrue, impliquant des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Si la forte baisse des cours du pétrole intervenue au cours des derniers mois demeure le principal facteur à l'origine des évolutions actuelles de l'inflation, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est également inscrit en recul depuis 2013 et est demeuré relativement faible en 2014 (cf. graphique A).

Graphique A Inflation annuelle mesurée par l'IPCH et projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème

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



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

De plus, à partir de l'été 2014, le ralentissement de la dynamique de l'inflation a commencé à influencer les mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché sur une large gamme d'échéances, notamment sur des horizons où elles devraient normalement se montrer résistantes aux observations de l'inflation effective. En janvier 2015, les anticipations d'inflation fondées sur le marché allaient dans le sens d'un retour à des niveaux plus proches de la normale seulement à des horizons très éloignés. Globalement, le risque s'est accru que la succession de mauvaises surprises affectant les chiffres de l'inflation se propage à l'avenir à la formation des prix.

S'agissant de l'évaluation de la relance monétaire réalisée par le biais des mesures de politique monétaire adoptées entre juin et septembre 2014, le Conseil des gouverneurs a examiné deux aspects : le potentiel de transmission de chaque unité de liquidité en euros injectée et la quantité de liquidité susceptible d'être générée.

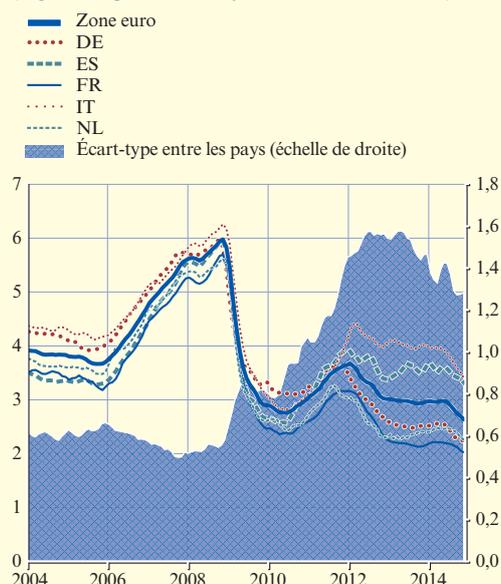
La vigueur de la transmission d'un montant donné de liquidité injectée aux coûts d'emprunt du secteur privé a été satisfaisante. Elle peut être observée, par exemple, par la tendance baissière des taux débiteurs appliqués par les banques aux sociétés non financières, qui a débuté au troisième trimestre 2014, coïncidant avec la première opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) et l'annonce du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et d'obligations sécurisées (CBPP-3; cf. graphique B). De plus, au cours des derniers mois, les remboursements nets de prêts aux sociétés non financières se sont ralentis, en moyenne, par rapport aux niveaux historiquement élevés enregistrés un an auparavant, et les flux nets de prêts sont devenus légèrement positifs en novembre 2014. De plus, l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire a fait état d'un nouvel assouplissement net des critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts au quatrième trimestre 2014.

Toutefois, la quantité de liquidité générée par les mesures de politique monétaire s'est avérée insuffisante. À cet égard, les mesures récentes n'ont pas été à la hauteur des attentes s'agissant de l'expansion du bilan de l'Eurosystème qui avait été envisagée lorsque les mesures avaient été calibrées pour favoriser un retour plus rapide de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Cette situation a affaibli la transmission globale des mesures aux conditions de financement plus larges au sein de l'économie, diminuant ainsi nettement le soutien à la hausse que les mesures de l'été 2014 devaient apporter à l'inflation à moyen terme.

Une réponse de politique monétaire vigoureuse est par conséquent devenue nécessaire. Compte tenu de l'affaiblissement des perspectives à moyen terme en matière de stabilité des prix et des résultats quantitatifs insuffisants des mesures de politique monétaire existantes, le Conseil des

Graphique B Indicateur composite du coût nominal de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières

(en pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur composite du coût de l'emprunt est calculé par l'agrégation des taux à court terme et à long terme en prenant la moyenne sur 24 mois des volumes de nouveaux contrats. L'écart-type entre les pays est calculé sur un échantillon fixe de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte aux données provisoires pour novembre 2014.

gouverneurs a estimé que la politique monétaire actuelle n'était pas assez accommodante pour contrer de manière adéquate les risques accrus d'une période trop prolongée de faible inflation et pour garantir que la BCE remplisse son objectif de stabilité des prix.

Les canaux de transmission et les principales modalités du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE

Les taux d'intérêt directeurs ayant atteint leurs niveaux planchers, le Conseil des gouverneurs a considéré qu'il était justifié de procéder à des achats fermes de titres fortement susceptibles d'influer sur les conditions de financement des ménages et des sociétés de la zone euro, compte tenu de la mission de la BCE de maintenir la stabilité des prix. Lorsque les taux d'intérêt directeurs ont atteint leurs niveaux planchers, l'adoption de nouvelles mesures quantitatives susceptibles d'accroître la taille et de modifier la structure du bilan de l'Eurosystème constitue le seul outil efficace pour accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire. À cet égard, les mesures liées au bilan prises sous la forme d'achats fermes d'actifs permettent de prendre pleinement le contrôle du niveau de relance monétaire. Dans le même temps, les nouveaux achats fermes doivent porter sur des actifs dotés à la fois d'un potentiel élevé de transmission à l'économie réelle et disponibles en quantité suffisante. De ce point de vue, les achats d'obligations bien notées (*investment grade*) émises par les souverains de la zone euro constituent un instrument efficace et ce, pour au moins deux raisons. Premièrement, la courbe des rendements des obligations souveraines est l'indicateur fondamental de référence pour la fixation du prix d'un large éventail d'instruments de crédit et de formes de financement externe du secteur privé, comme par exemple les prêts bancaires, les prêts aux entreprises et les actions. Procéder à ces achats dans des proportions qui, d'un émetteur souverain à l'autre, reflètent indirectement le poids économique des différents États membres dans l'économie de la zone euro élargit le périmètre d'intervention et accentue, par conséquent, l'impact monétaire de ces opérations. Deuxièmement, le marché sur lequel ces titres se négocient est suffisamment profond et liquide pour réduire au minimum les éventuels effets de distorsion des mesures prises par la banque centrale sur la formation des prix de marché.

Le programme d'achats d'actifs agira par les mêmes canaux que ceux à l'œuvre dans d'autres juridictions en liaison avec des politiques quantitatives, l'importance relative de ces canaux pouvant cependant varier. Les interventions de la BCE soulignent la détermination du Conseil des gouverneurs à recourir à tous les instruments dont il dispose dans le cadre de sa mission afin de remédier aux risques liés à une période trop prolongée de faible inflation. Ainsi, l'annonce d'un accroissement significatif de la taille et de la structure du bilan de l'Eurosystème à l'aide du programme étendu d'achats d'actifs renforcera la confiance et soutiendra les anticipations d'inflation, ce qui aura une incidence directe sur les taux d'intérêt réels et empêchera donc un resserrement injustifié des conditions financières. En outre, les interventions de la BCE abaisseront les rendements des emprunts publics, ce qui enclenchera un enchaînement plus traditionnel de canaux de propagation, propice au soutien de la reprise économique et au retour de l'inflation vers des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. Ces options agissent par le biais d'effets prix (comme cela a été évoqué précédemment, les prix d'une large gamme d'actifs et de contrats de prêt dans l'économie sont déterminés en fonction des taux souverains) et d'effets quantité, la liquidité supplémentaire injectée grâce aux achats servant aux investisseurs privés à procéder à des arbitrages de portefeuille en faveur d'une pluralité d'autres placements non concernés par les interventions de la banque centrale, ce qui aboutit à un assouplissement des conditions parmi les grandes sources de financement du secteur privé.

Le Conseil des gouverneurs a décidé des modalités d'achat dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Les achats seront réalisés tous les mois, pour un montant de 60 milliards d'euros, et ce, jusque fin septembre 2016 et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les achats mensuels porteront sur des titres adossés à des actifs et des obligations sécurisées dans le cadre du programme d'achats d'ABS (ABSPP) et du programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP-3) et comporteront également des achats supplémentaires de titres émis par les gouvernements et les agences de la zone euro et les institutions européennes. S'agissant de ces achats d'actifs supplémentaires, le Conseil des gouverneurs garde le contrôle de l'ensemble des caractéristiques du programme, notamment de la répartition des achats, de l'éligibilité des actifs, et du rythme et de l'ampleur des achats, préservant ainsi l'unicité de la politique monétaire de l'Eurosystème. Tandis que la BCE coordonnera les achats, l'Eurosystème mobilisera ses ressources à travers une mise en œuvre décentralisée.

S'agissant du partage des pertes éventuelles, le Conseil des gouverneurs a décidé que 20 % des achats d'actifs supplémentaires seront soumis au régime de partage des pertes. Le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats de titres émis par les institutions européennes (qui représenteront 12 % des achats d'actifs supplémentaires et seront acquis par les BCN) seraient soumis au régime de partage des pertes. Les autres achats d'actifs supplémentaires réalisés par les BCN n'y seront pas soumis. La BCE détiendra 8 % des achats d'actifs supplémentaires. Cela signifie que 20 % de ces achats supplémentaires feront l'objet d'un régime de partage des risques. Ce dispositif souligne le choix de l'instrument de politique monétaire le plus approprié pour préserver la stabilité des prix, tout en tenant compte de l'architecture institutionnelle unique de la zone euro, qui fait coexister une monnaie unique et une politique monétaire unique avec dix-neuf politiques budgétaires nationales. En particulier, le régime choisi garantit l'efficacité des achats d'obligations souveraines, en réduisant les problèmes d'aléa moral, préservant ainsi l'incitation à mettre en œuvre une politique budgétaire prudente ainsi que les réformes structurelles indispensables.

Concernant l'éligibilité des actifs, le Conseil des gouverneurs a annoncé les critères suivants. Le Conseil des gouverneurs a décidé de faire l'acquisition de titres qui répondent aux critères d'éligibilité des garanties pour les actifs négociables conditionnant la participation aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. Les titres ne répondant pas aux critères définis seront éligibles aussi longtemps que le seuil minimum de qualité de crédit de l'Eurosystème n'est pas appliqué dans les exigences d'éligibilité de leurs garanties. En outre, s'agissant des États membres de la zone euro faisant l'objet d'un programme d'assistance financière, l'éligibilité sera suspendue durant la période d'examen et rétablie uniquement en cas de résultat positif.

La forte croissance du bilan de l'Eurosystème contribuera à un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire, et le programme étendu d'achats d'actifs apportera un soutien décisif à l'ancrage ferme des anticipations d'inflation à moyen et long terme. En outre, ces décisions prises par le Conseil des gouverneurs apportent un soutien à sa politique consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (*forward guidance*) et renforcent le fait qu'il existe des différences significatives et croissantes entre les principales économies avancées dans les cycles de la politique monétaire. Conjointement, ces facteurs devraient favoriser la demande, augmenter le taux d'utilisation des capacités et soutenir la croissance de la monnaie et du crédit, contribuant ainsi à un retour durable de l'inflation vers un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Encadré 2

LES PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE CHINOISE : RISQUES, RÉFORMES ET DÉFIS

La croissance économique de la Chine s'est encore ralentie en 2014, poursuivant la modération observée depuis le plan de relance mis en œuvre après la crise financière. Des facteurs cycliques ont joué un rôle, notamment le fléchissement de la demande mondiale et le durcissement de la politique monétaire visant à freiner l'expansion du crédit. Cependant, ce ralentissement est en grande partie structurel, les moteurs traditionnels de la forte croissance chinoise, à savoir une démographie favorable, des exportations de produits manufacturés et l'adhésion du pays à l'Organisation mondiale du commerce, commençant à s'essouffler.

Malgré l'affaiblissement de l'activité économique, les déséquilibres internes continuent de s'accroître, notamment le recours à l'investissement fondé sur le crédit pour alimenter la croissance. En 2013, l'investissement a atteint 46 % du PIB en Chine (cf. graphique A). Au vu des tendances actuelles (c'est-à-dire jusqu'au troisième trimestre 2014), ce ratio ne devrait s'inscrire qu'en très légère baisse en 2014, en dépit du fort recul de l'investissement dans l'immobilier résultant de l'atonie du marché de l'immobilier résidentiel. Dans le même temps, le recours à l'endettement a continué d'augmenter : depuis fin 2007, le ratio crédit au secteur privé/PIB de la Chine a augmenté de plus de 80 points de pourcentage et la progression du crédit est demeurée nettement supérieure à la croissance du PIB nominal, bien qu'elle se soit quelque peu modérée depuis début 2013 (cf. graphique B).

Ces déséquilibres ont fait apparaître plusieurs défis. L'endettement des entreprises et des administrations locales s'est considérablement accru, à la faveur du développement rapide du système bancaire parallèle. En outre, le surinvestissement et la mauvaise allocation des capitaux entre certains secteurs, notamment l'immobilier et les activités industrielles qui y sont liées, constituent une source de préoccupation croissante pour les analystes et les responsables de la politique économique. Le marché de l'immobilier résidentiel s'est nettement ralenti en 2014, entraînant un

Graphique A Investissement

(en pourcentage du PIB)

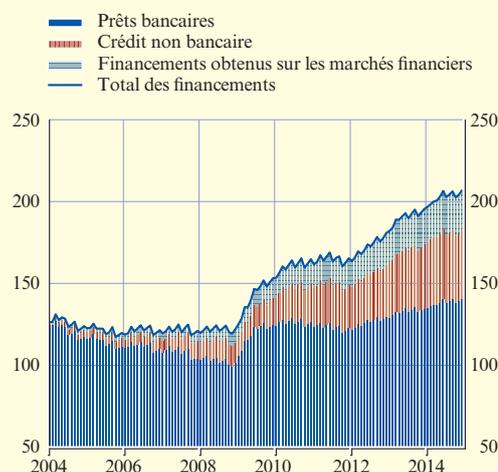


Source : Haver Analytics.

Note : La dernière observation se rapporte à 2013.

Graphique B Répartition du total des financements

(en pourcentage du PIB)



Source : Banque populaire de Chine.

Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2014.

accroissement des stocks et une baisse des prix des logements. Certains éléments indiquent que les promoteurs immobiliers, en particulier les petites sociétés, sont poussés à consolider ou réduire leur activité. Les prix des produits liés à la construction (comme l'acier) ont également fléchi et la variation de l'indice des prix à la production en Chine est négative depuis début 2012, ce qui pèse sur les marges bénéficiaires de plusieurs secteurs de l'industrie lourde. De plus, l'expansion rapide du crédit a entraîné une hausse des ratios de créances douteuses, qui demeurent toutefois à un niveau bas. Un certain nombre de défaillances ou de quasi-défaillances sur les obligations et autres produits financiers, phénomène jusque-là inconnu en Chine, dénotent également des tensions accrues dans le secteur financier. En outre, des niveaux d'endettement élevés et en hausse semblent limiter la capacité des administrations locales à poursuivre leurs investissements dans les infrastructures à un niveau aussi soutenu qu'il y a quelques années. Il convient de noter que la récente baisse des cours du pétrole constitue une évolution globalement positive pour la Chine, ce pays étant un gros importateur net de pétrole. Cependant, cette évolution ne sera significative que si les cours du pétrole restent bas sur une longue période. Au total, même s'il est probable que la décélération de la croissance de la Chine se poursuive de manière progressive dans un avenir prévisible, en ligne avec la baisse de son potentiel, les risques à la baisse pesant sur les perspectives économiques semblent s'être accentués.

Des réformes structurelles sont nécessaires pour remédier aux vulnérabilités. Un vaste programme de réformes a été annoncé fin 2013, sur la base d'un diagnostic des défis économiques structurels auxquels la Chine doit faire face. Les principes généraux sous-tendant ce programme mettent l'accent sur la nécessité pour les marchés de jouer un rôle décisif dans l'allocation des ressources à l'ensemble des entreprises, qu'elles soient privées ou publiques, celles-ci pouvant entrer en concurrence sur un pied d'égalité. Ils visent également à limiter le champ d'action de l'État à une régulation efficace et au maintien de la stabilité macroéconomique, plutôt qu'à la microgestion des décisions des acteurs économiques. Les propositions précises sont diverses et incluent la libéralisation des prix et du secteur financier, l'ouverture des marchés aux entreprises privées et à la concurrence étrangère, la réforme des entreprises d'État, des réformes budgétaires, ainsi que la réforme de l'enregistrement des ménages et des terres. Si elles sont intégralement mises en œuvre, ces réformes devraient contribuer à réduire les risques de brusque ralentissement de la croissance à moyen terme.

Des mesures prometteuses ont été prises à ce jour, mais les progrès ont été inégaux. Des avancées notables ont été réalisées dans le domaine de la réforme du secteur financier, promouvant les flux de capitaux transfrontières, de la protection sociale et des réformes budgétaires, tandis que les mesures visant à libéraliser l'économie et à réformer les entreprises d'État semblent avoir été plus limitées jusqu'ici. Le Conseil des affaires d'État a proposé un système de garantie des dépôts et approuvé les programmes visant à rendre la dette des administrations locales plus transparente et plus soutenable. D'autres mesures ont été prises en vue de libéraliser le compte de capital (le programme pilote de connexion des marchés boursiers de Shanghai et Hong-Kong étant un bon exemple). La fourchette de variation quotidienne du taux de change a été portée à 2 % et les taux d'intérêt sont progressivement libéralisés. La mobilité du travail a également été encouragée par le biais d'une réforme du système chinois du *hukou* (enregistrement des ménages). Dans d'autres domaines, les progrès ont été plutôt inégaux. Certaines administrations locales ont annoncé des calendriers de réforme concernant la gouvernance des entreprises détenues par l'État et la réduction des sociétés *holding* publiques, sans toutefois clairement redéfinir le rôle des entreprises d'État. En outre, les mesures visant à libéraliser l'économie sont assez modestes, se concentrant sur la rationalisation des processus d'approbation administratifs et l'ouverture d'un certain nombre de projets d'infrastructures et de secteurs aux capitaux privés et à l'investissement étranger.

Alors que d'importants défis subsistent, les autorités chinoises maintiennent leur engagement à poursuivre le processus de réforme. Les autorités ont fixé à 2020 la date limite de mise en œuvre de la majeure partie des réformes et ont récemment réaffirmé leur engagement à atteindre cet objectif. S'agissant du secteur financier, compléter le système de garantie des dépôts qui a été proposé par un cadre de résolution des institutions financières non viables plus clair contribuera à réduire encore l'aléa moral tout en permettant de progresser sur la voie de la libéralisation des taux d'intérêt. En outre, le démantèlement des obstacles administratifs et des restrictions à l'investissement dans des secteurs tels que la banque, les télécommunications et l'énergie stimulerait une concurrence efficace, permettrait à de nouvelles entreprises d'entrer sur le marché et doperait l'innovation et la productivité, plaçant en définitive la croissance sur une trajectoire plus durable.

Encadré 3

LA LITUANIE ADOPTE L'EURO

Le 1^{er} janvier 2015, la Lituanie a adopté l'euro, devenant ainsi le dix-neuvième membre de la zone euro.

Le taux de conversion entre le litas lituanien et l'euro a été irrévocablement fixé à LTL 3,45280 c'est-à-dire le cours pivot du litas lituanien durant toute la participation du pays au Mécanisme de change européen II.

La Lituanie est une très petite économie par rapport au reste de la zone euro. Par conséquent, l'adoption de l'euro par ce pays n'aura pas d'incidence significative sur les données macroéconomiques agrégées de la zone (cf. tableau). La Lituanie compte 3 millions d'habitants environ et son PIB représente quelque 0,4% du PIB de la zone euro. En 2013, le PIB par habitant en termes de parité de pouvoir d'achat était légèrement inférieur à 70% de la moyenne de la zone euro.

Principales caractéristiques économiques de la Lituanie et de la zone euro

	Période considérée	Unité	Zone euro hors Lituanie	Zone euro y compris Lituanie	Lituanie
Population et activité économique					
Population totale ¹⁾	2013	en millions	335,8	338,8	3,0
PIB	2013	en milliards d'euros	9 904,4	9 939,4	35,0
PIB par tête	2013	en milliers d'euros	29,5	29,3	11,8
PIB par tête en parité de pouvoir d'achat (PPA)	2013	Euro 18 = 100	100,0	99,7	67,5
PIB (part du PIB mondial) ²⁾	2013	en pourcentage	12,3	12,4	0,1
Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique ³⁾					
Agriculture, pêche, sylviculture	2013	en pourcentage du total	1,7	1,7	3,8
Industrie (y compris la construction)	2013	en pourcentage du total	24,6	24,6	30,7
Services (y compris les services non marchands)	2013	en pourcentage du total	73,6	73,6	65,5
Indicateurs monétaires et financiers					
Financements accordés au secteur privé ⁴⁾	2013	en pourcentage du PIB	128,8	128,5	45,8
Capitalisation boursière ⁵⁾	2013	en pourcentage du PIB	56,9	56,7	9,1
Commerce extérieur					
Exportations de biens et services ⁶⁾	2013	en pourcentage du PIB	43,7	43,8	84,1
Importations de biens et services ⁶⁾	2013	en pourcentage du PIB	40,2	40,4	82,8
Solde du compte de transactions courantes ⁶⁾	2013	en pourcentage du PIB	2,2	2,2	1,6
Marché du travail ⁷⁾					
Taux d'activité ⁸⁾	T3 2014	en pourcentage	72,4	72,4	74,1
Taux de chômage	T3 2014	en pourcentage	11,1	11,1	9,3
Taux d'emploi ⁸⁾	T3 2014	en pourcentage	64,4	64,4	67,2
Administrations publiques					
Excédent (+) ou déficit (-)	2013	en pourcentage du PIB	- 2,9	- 2,9	- 2,6
Recettes	2013	en pourcentage du PIB	46,5	46,5	32,8
Dépenses	2013	en pourcentage du PIB	49,4	49,4	35,5
Encours de dette brute	2013	en pourcentage du PIB	93,3	93,1	39,0

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

1) Moyenne annuelle estimée.

2) Les parts de PIB sont calculées sur la base des PIB nationaux en parité de pouvoir d'achat (PPA).

3) Données établies à partir de la valeur ajoutée brute nominale (au prix de base).

4) Les financements comprennent les prêts, les portefeuilles de titres autres que les actions, ainsi que les avoirs en actions et autres participations.

5) La capitalisation boursière se définit comme l'encours total d'actions cotées, hors fonds d'investissement et parts de fonds d'investissement monétaires, émises par les résidents de la zone euro/litaniens à la valeur de marché.

6) Données de balance des paiements. Les données de la zone euro sont calculées sur la base des transactions avec les résidents des pays hors zone euro (c'est-à-dire hors flux intra-zone euro). Les données pour la Lituanie incluent les transactions avec les résidents du reste du monde (c'est-à-dire y compris les transactions avec la zone euro).

7) Se rapporte à la population en âge de travailler (entre 15 ans et 64 ans). Données tirées de l'Enquête sur les forces de travail.

8) Part de la population en âge de travailler (entre 15 ans et 64 ans).

Les déséquilibres macroéconomiques qui se sont accumulés au cours des années précédant la crise de 2007-2008 ont été corrigés grâce à des mesures mises en place par le gouvernement lituanien, sans aucun soutien extérieur. Avant 2007, la croissance du crédit et les entrées de capitaux ont alimenté la progression de la demande intérieure en Lituanie, qui a enregistré un des plus forts taux de croissance de l'UE. Dans le même temps, les déséquilibres macroéconomiques se sont accumulés à mesure que le pays enregistrerait d'importantes entrées de capitaux, essentiellement vers le secteur non ouvert à la concurrence internationale. En 2008, le gouvernement a commencé à mettre en œuvre des mesures d'ajustement en réduisant les salaires nominaux dans les secteurs public et privé afin de restaurer la compétitivité. Une stratégie d'assainissement crédible et mise en œuvre par anticipation, conjuguée à des réformes structurelles, a également favorisé l'ajustement de la Lituanie. Le déficit budgétaire a été ramené de 9,4% en 2009 à 2,6% en 2013. Simultanément à la fourniture de liquidité au système bancaire, des mesures ont été prises pour accroître les coussins de fonds propres et des réformes adoptées pour renforcer la surveillance bancaire. L'économie a commencé à se redresser en 2010, à la faveur d'un renforcement des exportations, lié à la vigueur de la demande étrangère et à des gains de compétitivité, suivi par un rebond de la demande intérieure. Bien que le ratio dette publique/PIB ait plus que doublé au cours de la crise économique, il s'est établi à 39% en 2013, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne de la zone euro, qui est ressortie à 93% cette même année.

Plus récemment, l'activité économique est restée dynamique, caractérisée par une croissance du PIB en volume de 2,6% en rythme annuel au troisième trimestre 2014 et par des évolutions positives du marché du travail. Le taux de chômage s'élève à 9,3%, après un pic à 18,2% au deuxième trimestre 2010. Toutefois, la population active a diminué, un certain nombre de personnes ayant émigré pour chercher du travail dans d'autres pays de l'UE. Cette situation, conjuguée à l'inadéquation entre les compétences et les emplois disponibles qui caractérise le marché du travail lituanien, risque d'entraîner des pénuries de main-d'œuvre qualifiée et des hausses de salaires, compromettant la capacité de la Lituanie à continuer de gagner des parts de marché dans le commerce mondial.

Les structures de production de la Lituanie sont globalement similaires à celles de la zone euro dans son ensemble. Au sein de l'économie lituanienne, l'industrie (y compris la construction) contribue à hauteur de 31% environ à la valeur ajoutée totale. À environ 66%, la part des services est légèrement inférieure à celle observée pour l'ensemble de la zone euro, tandis que la contribution du secteur agricole, qui s'établit à 4%, est légèrement supérieure. En outre, la Lituanie est une économie très ouverte avec pour principal partenaire commercial le reste de la zone euro, qui représente environ 38% de ses exportations totales et 40% de ses importations totales. La Pologne et la Russie comptent parmi ses autres partenaires commerciaux importants.

Le secteur financier du pays est dominé par les banques. Les crédits bancaires au secteur privé représentaient 46% du PIB en 2013. Le système bancaire, fortement concentré et dominé par les banques nordiques, est passé sous contrôle étranger à 90% après la faillite des deux plus grandes banques nationales. Par ailleurs, le secteur financier non bancaire de la Lituanie est de très petite taille et sous-développé; sa capitalisation boursière, qui représentait un peu moins de 10% du PIB en 2013, compte parmi les plus faibles des pays de la zone euro. Les marchés de capitaux sont peu développés et essentiellement constitués d'obligations d'État.

Afin de profiter pleinement des avantages de l'euro et de permettre aux mécanismes d'ajustement de fonctionner efficacement au sein de la zone monétaire élargie, la Lituanie doit poursuivre ses efforts de réforme après l'adoption de l'euro¹. Les politiques économiques doivent être axées sur le maintien de la stabilité des prix et garantir la soutenabilité du processus de convergence et une croissance durable à long terme. Les autorités lituaniennes se sont engagées à aligner complètement leur cadre budgétaire sur les exigences budgétaires de la zone euro, à le renforcer par le pacte budgétaire et à accroître la flexibilité de l'économie en cas de chocs défavorables. Le Parlement ayant adopté une loi à cet effet, le *Lietuvos bankas* est doté de pouvoirs macroprudentiels, qui renforceront davantage la coopération au sein de l'Union bancaire européenne et maintiendront la stabilité financière. La Lituanie doit rester vigilante en mettant en œuvre des politiques macroprudentielles qui évitent l'apparition de nouveaux déséquilibres financiers suite à l'adoption de l'euro. Malgré les progrès réalisés jusqu'ici en termes de réformes structurelles, les autorités se sont engagées à continuer d'améliorer l'environnement dans lequel opèrent les entreprises, en investissant pour combler les besoins d'infrastructures et en améliorant la qualité des entreprises publiques, dans le but de maintenir la compétitivité de l'économie. Il est nécessaire de remédier à l'inadéquation des compétences sur le marché du travail afin de réduire le niveau élevé du chômage structurel, en réformant le système éducatif et en réduisant le coïnc fiscal sur le travail. Ces réformes entraîneraient une amélioration du marché du travail et contribueraient à la croissance potentielle. Dans le cadre de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité, il est essentiel que la Lituanie garantisse un environnement économique propice à une croissance durable de la production et à la création d'emplois à moyen et long terme.

1 Pour plus de détails, cf. le *Rapport sur la convergence* de la BCE (2014).

Encadré 4

ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU TAUX D'ACTIVITÉ DANS LA ZONE EURO

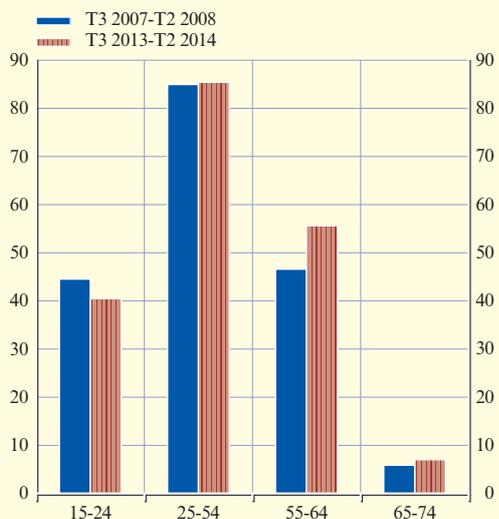
En dépit des périodes de grave récession qui ont touché la zone euro ces dernières années, le taux d'activité dans la zone a affiché des évolutions (anormalement) positives. Défini comme la part de la population en âge de travailler qui soit occupe un emploi soit est en recherche d'emploi, le taux d'activité¹ dans la zone euro s'est inscrit en hausse de 2000 à 2012. Il s'est ensuite stabilisé autour de 64% en 2014. L'encadré examine les évolutions récentes des taux d'activité dans l'ensemble de la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone, et analyse l'incidence des tendances démographiques par rapport à d'autres facteurs conjoncturels et structurels².

L'augmentation du taux d'activité agrégé résulte principalement de la hausse du taux d'activité des tranches d'âge plus élevées (de 55 à 74 ans), alors que celui des plus jeunes (de 15 à 24 ans) a diminué (cf. graphique A). Dans le même temps, l'évolution de la distribution de la population a exercé une pression à la baisse sur le taux d'activité. Cela est dû au fait que la part des sous-groupes de la population dont le taux d'activité est le plus bas (personnes âgées de 55 à 74 ans) a augmenté, tandis que celle des sous-groupes dont le taux d'activité est le plus élevé (essentiellement la tranche des 25-54 ans) a diminué (cf. graphique B).

Les taux d'activité des quatre principaux pays de la zone euro ont présenté des évolutions divergentes depuis le début de la crise. Il a fortement augmenté en Allemagne et a enregistré une légère progression en France (cf. graphique C). En Espagne, il a poursuivi sa hausse en dépit de la forte incidence de la crise sur le marché du travail du pays³, avant d'entamer une baisse début 2013. En Italie, après avoir fléchi, le taux d'activité s'est de nouveau inscrit en hausse en 2012.

Graphique A Évolution des taux d'activité des différentes tranches d'âge dans la zone euro

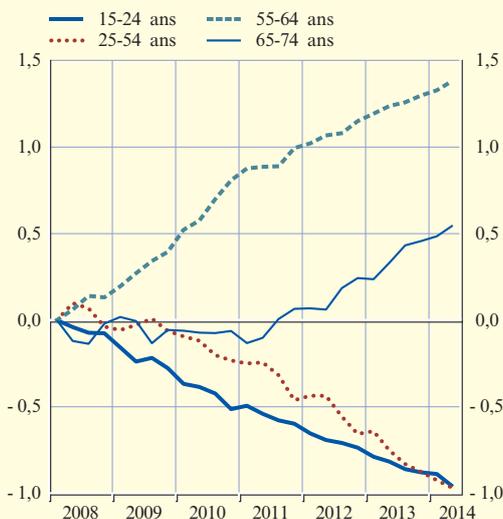
(taux d'activité des personnes âgées de 15 à 74 ans)



Source : Eurostat, Enquête sur les forces de travail.

Graphique B Évolution des parts de chaque sous-groupe de la population dans la population totale en âge de travailler (personnes âgées de 15 à 74 ans)

(variations en points de pourcentage depuis le deuxième trimestre 2008)



Source : Eurostat, Enquête sur les forces de travail.

1 L'encadré porte sur les personnes âgées de 15 à 74 ans.

2 Pour une analyse plus détaillée des facteurs qui influent sur le taux d'activité, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes du taux d'activité dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013.

3 Le taux d'activité en Espagne a manifestement fait preuve d'une très forte résistance, tandis que le taux de chômage a triplé entre 2008 et 2013.

L'augmentation du taux d'activité constaté en Allemagne résulte essentiellement de modifications du comportement d'activité au sein des différentes tranches d'âge, en particulier chez les plus âgés, en raison probablement des réformes Hartz et de la suppression progressive des possibilités de retraite anticipée entre 2006 et 2010. À compter de 2009, les taux d'activité ont également bénéficié de la hausse de l'immigration nette en Allemagne. En France, la légère progression du taux d'activité est essentiellement attribuable à l'augmentation constatée pour les tranches d'âge plus élevées (sous l'effet du relèvement de l'âge de départ à la retraite). En Espagne, la hausse du taux d'activité observée jusqu'en 2012 reflète pour l'essentiel les évolutions positives des décisions d'activité (principalement chez les personnes âgées de 40 à 64 ans), qui ont globalement compensé l'incidence négative de l'évolution de la structure de la population. La forte

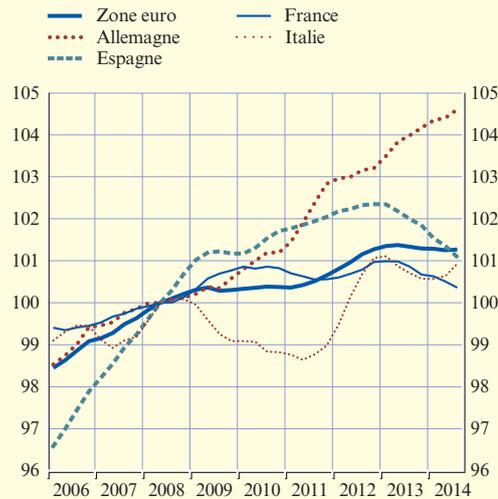
augmentation du taux d'activité en Espagne a également bénéficié de la hausse persistante du taux d'activité des femmes (qui a débuté dans les années quatre-vingt). Le recul constaté depuis 2013 reflète dans une certaine mesure le mouvement d'émigration des étrangers et peut également s'expliquer par le recul du taux d'activité aussi bien des jeunes que des plus âgés (entre 65 et 74 ans). En Italie, l'incidence négative des modifications de la structure de la population a été globalement contrebalancée par les changements observés des décisions d'activité. La forte baisse du taux d'activité qui avait débuté après 2008 était liée au plus grand nombre de travailleurs découragés. À partir de 2012, le taux d'activité s'est de nouveau inscrit en hausse, en partie sous l'effet de la réforme du régime de retraite, qui prévoyait un relèvement progressif de l'âge de départ à la retraite ainsi que des limitations en matière de retraite anticipée.

Conclusion

À l'avenir, la distribution de la population dans la zone euro est appelée à évoluer, avec une hausse progressive, en particulier, de la part des tranches d'âge plus élevées (dont les taux d'activité sont plus bas). Si l'on peut s'attendre à une augmentation du taux d'activité de ces tranches d'âge (sous l'effet d'une amélioration de la santé et de l'espérance de vie, des réformes des prestations sociales et du relèvement de l'âge de la retraite), de nouvelles progressions concernant l'ensemble des tranches d'âge seront néanmoins nécessaires pour que le taux d'activité, au niveau agrégé, reste orienté à la hausse.

Graphique C Taux d'activité dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(personnes âgées de 15 à 74 ans ; moyenne mobile sur quatre trimestres ; indice : T2 2008 = 100)



Source : Eurostat, Enquête sur les forces de travail.

Encadré 5

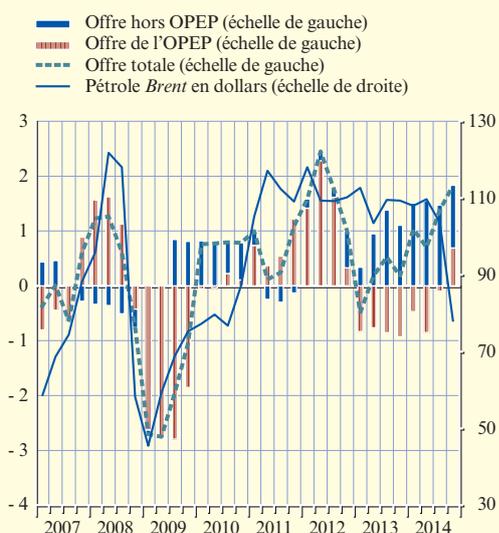
LA RÉCENTE BAISSÉ DES COURS DU PÉTROLE ET LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO

La forte baisse récente des cours du pétrole semble s'expliquer principalement par des facteurs d'offre. L'offre mondiale de pétrole a été soutenue par l'augmentation de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, ainsi que par le maintien du niveau de production de la Russie, de l'Irak et de la Libye, tandis que l'OPEP a décidé en novembre de ne pas diminuer son objectif de production (cf. graphique A). En outre, la demande mondiale de pétrole a diminué et les prévisions pour 2014 et 2015 ont été revues à la baisse à plusieurs reprises¹. Toutefois, le rôle des facteurs de demande dans le recul des cours du pétrole est manifestement limité. C'est ce qui ressort des évolutions de prix d'autres matières premières, qui présentent en général une forte corrélation avec l'activité économique et la demande, et dont la baisse a été beaucoup moins prononcée que celle des cours du pétrole (cf. graphique B). Cela indique que des chocs d'offre, propres aux cours du pétrole, ont joué un rôle prépondérant.

La récente baisse des cours du pétrole devrait donc soutenir l'activité économique mondiale. La baisse des cours du pétrole entraîne un transfert de revenus des exportateurs de pétrole vers les importateurs. Avec une production mondiale de 90 millions de barils jour, une baisse de 60 dollars (par baril) des cours du pétrole, comme on a pu l'observer depuis juillet 2014, conduit à une redistribution du revenu net global de 2 % du PIB mondial environ. Les importateurs de pétrole ayant, en moyenne, une plus forte propension à consommer, la demande mondiale augmente. Outre la zone euro, la plupart de ses partenaires commerciaux devraient profiter d'une chute des cours du pétrole.

Graphique A Offre mondiale de pétrole

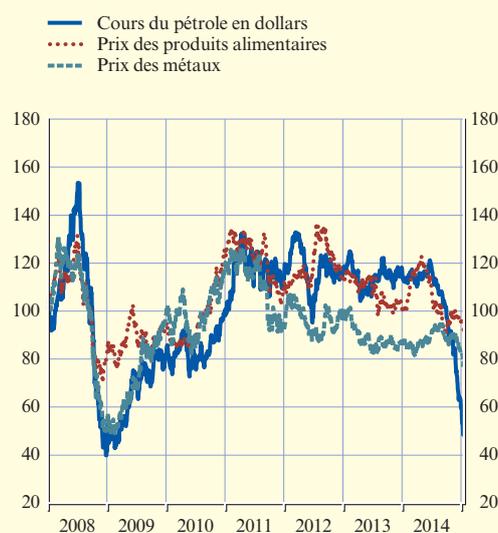
(variations annuelles en millions de barils par jour; données trimestrielles)



Source : Agence internationale de l'énergie (AIE).

Graphique B Corrélation des prix du pétrole, des produits alimentaires et des métaux

(indice : 1^{er} janvier 2008 = 100)



Source : BCE.

Note : L'indice relatif aux métaux recouvre l'aluminium, le plomb, le cuivre, le nickel, le zinc et l'étain.

¹ L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a revu à la baisse, à plusieurs reprises, les prévisions relatives à la demande de pétrole, réduisant de 0,8 % les estimations de la demande mondiale pour 2015.

Pour les économies importatrices de pétrole, comme la zone euro, le récent recul des cours du pétrole exerce à court terme une forte pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH.

Les effets directs se transmettent aux prix à la consommation de l'énergie avec un léger décalage, l'évolution des cours du pétrole en amont se répercutant en général intégralement sur les prix à la consommation avant impôt avec un décalage de trois à cinq semaines seulement. La diminution des prix de l'énergie peut également influencer sur d'autres prix par le biais d'effets indirects, qui se propagent vraisemblablement ultérieurement². En outre, elle peut entraîner des effets de second tour dans les comportements de fixation des prix et des salaires.

La variation des cours du pétrole affecte l'activité économique principalement via le revenu réel disponible et les bénéfices des entreprises.

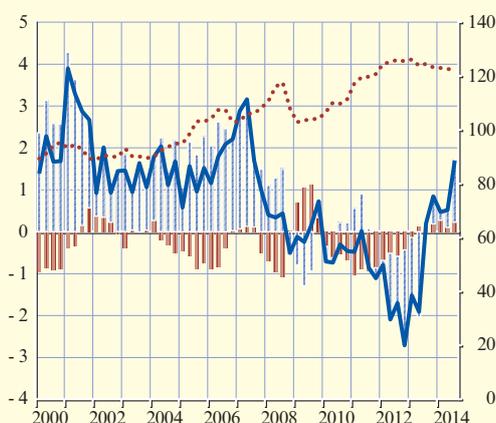
Une baisse des cours du pétrole a généralement des effets favorables sur l'activité économique, dans la mesure où elle aboutit à une augmentation directe du revenu disponible réel et des bénéfices. Dans le même temps, l'ampleur de la réaction de ces variables à une baisse des cours du pétrole peut varier considérablement, selon les facteurs à l'origine de ce recul. Si la baisse des cours du pétrole résulte essentiellement d'une offre abondante, le revenu disponible réel et les bénéfices augmenteront très nettement. Toutefois, si c'est la faiblesse de la demande mondiale qui infléchit les cours du pétrole à la baisse, l'augmentation du pouvoir d'achat et de la rentabilité résultant d'une diminution des prix de l'énergie sera, au moins en partie, amoindrie par un recul de la demande étrangère.

Les données historiques confirment que le revenu disponible réel et les bénéfices réagissent de manière significative à une variation des cours du pétrole. Le graphique C retrace l'évolution des prix de l'énergie et du revenu disponible réel. La progression du revenu disponible réel est ventilée en fonction des gains et des pertes attribuables aux variations des prix de l'énergie et à l'ensemble

Graphique C Croissance du revenu réel disponible et contributions à son évolution

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

- Revenu réel disponible (échelle de gauche)
- Prix réel de l'énergie en euros (échelle de droite)
- Contribution des prix de l'énergie (échelle de gauche)
- Contribution des autres facteurs (échelle de gauche)



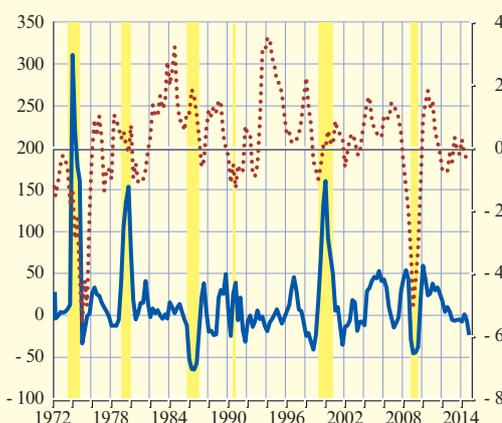
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le prix réel de l'énergie en euros est calculé à l'aide du prix en dollars du pétrole *Brent*, du taux de change euro/dollar et de l'IPCH pour la zone euro.

Graphique D Marges bénéficiaires et cours du pétrole

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

- Cours du pétrole en euros (échelle de gauche)
- Marges bénéficiaires (échelle de droite)



Sources : Eurostat, base de données du modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (AWM) et calculs des services de la BCE.

Note : Les barres jaunes correspondent aux périodes durant lesquelles un choc pétrolier a eu lieu.

² Cf. également l'encadré intitulé *Les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de décembre 2014.

³ La contribution des mouvements des prix de l'énergie aux variations du revenu disponible réel correspond au produit de la part des dépenses nominales d'énergie et de la variation en pourcentage des prix réels de l'énergie.

des autres facteurs ³. Le graphique D représente l'évolution des cours du pétrole et des marges bénéficiaires, la progression de ces dernières correspondant approximativement à la différence entre la hausse du déflateur du PIB et celle des coûts unitaires de main-d'œuvre. À la suite des épisodes de renchérissement du pétrole observés en 1999, en 2000 et dans la seconde moitié des années deux mille, le revenu disponible réel et les marges bénéficiaires ont diminué. Lors de la forte baisse des cours du pétrole en 1986, qui, tout comme la baisse actuelle, a résulté pour l'essentiel d'une offre abondante, les marges bénéficiaires (pour lesquelles des données sur une plus longue période sont disponibles) ont fortement augmenté. En revanche, la baisse des cours du pétrole qui a eu lieu fin 2008 et début 2009 a coïncidé avec une demande mondiale très faible, et le revenu réel disponible et les marges bénéficiaires ont fortement diminué. Compte tenu de son caractère apparemment persistant et du fait qu'il résulte principalement de facteurs d'offre, le récent recul des cours du pétrole devrait soutenir le revenu réel disponible et les bénéfices.

Au total, si la récente baisse des cours du pétrole devrait entraîner un net recul de l'inflation mesurée par l'IPCH en 2015, elle devrait soutenir l'activité économique dans la zone euro en 2015 et en 2016. D'une manière générale, les effets de la variation des cours du pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH devraient être temporaires, les marchés à terme prévoyant une remontée progressive des cours du pétrole. Si ces évolutions devaient se matérialiser, l'incidence baissière des cours du pétrole sur l'IPCH finira par s'estomper et les cours du pétrole commenceront à apporter une contribution positive à l'IPCH en 2016. La baisse des cours du pétrole étant, semble-t-il, essentiellement imputable à des facteurs d'offre, l'incidence globale sur l'activité économique de la zone euro devrait être principalement positive. Cet effet se prolongera en 2016, dans la mesure où l'on peut généralement s'attendre à ce que l'activité économique réagisse avec un certain décalage à la baisse des cours du pétrole.

Encadré 6

LES TENDANCES OBSERVÉES POUR LES MARGES BÉNÉFICIAIRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO**Les marges bénéficiaires constituent un facteur important d'évolution des prix à la production.**

Elles sont habituellement considérées comme une majoration des coûts et leur évolution peut ainsi constituer un indicateur de la capacité ou de la nécessité pour les entreprises de répercuter ou d'absorber les variations de différents coûts ou charges dans leurs prix à la production. Les marges bénéficiaires ou la variation des bénéfices sont également pertinentes pour apprécier les évolutions de l'économie réelle, comme l'investissement. Au niveau agrégé, le rôle des marges bénéficiaires dans les évolutions des prix à la production est souvent approximé par les variations de l'excédent brut d'exploitation (EBE) par unité produite (en résumé, les bénéfices unitaires bruts) rapportées à la croissance du PIB ou aux déflateurs de la valeur ajoutée. Toutefois, pour les différents secteurs institutionnels de l'économie, la mesure en termes de bénéfices de l'excédent brut d'exploitation tend à rendre compte de forces économiques assez différentes et inclut également des composantes qui peuvent ne pas correspondre à la notion de bénéfices au sens strict. Dans ce contexte, le présent encadré examine l'évolution des bénéfices du secteur des sociétés non financières (SNF), ce qui représente à peu près la moitié de l'excédent brut d'exploitation dans la zone euro, et analyse les composantes sous-jacentes de l'excédent brut d'exploitation¹.

Évolution des marges bénéficiaires

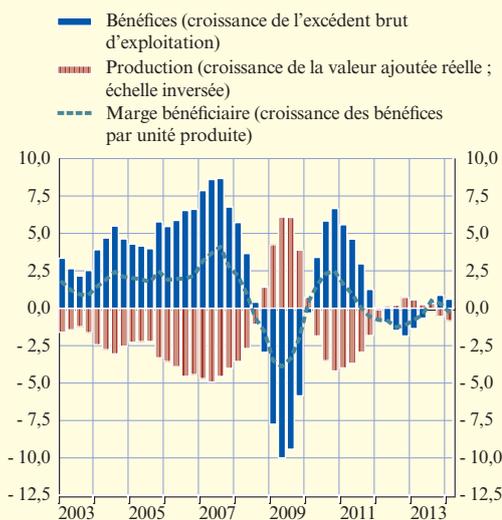
Les marges bénéficiaires des SNF se sont fortement contractées durant la récession de 2008-2009 et ont également fléchi au cours des deux dernières années (cf. graphique A). Mesurées en termes de bénéfices unitaires bruts, elles reflètent l'interaction entre l'évolution de l'excédent brut d'exploitation au numérateur et la valeur ajoutée réelle en tant que mesure de la production au dénominateur. Leur diminution durant la grande récession et au cours des deux dernières années s'explique par des baisses de l'excédent brut d'exploitation plus prononcées que celles de la valeur ajoutée réelle. En 2014, une légère amélioration de la valeur ajoutée réelle a contribué au recul des bénéfices unitaires bruts.

Excédent brut/excédent net d'exploitation

Lorsque l'activité s'est effondrée durant la crise de 2008, l'EBE s'est réduit et est demeuré en

Graphique A Bénéfices unitaires bruts des sociétés non financières et contributions

(variations annuelles en pourcentage)



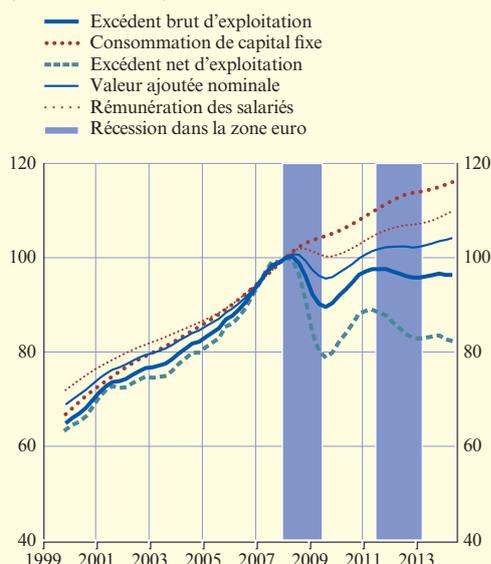
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La valeur ajoutée réelle des sociétés non financières est fondée sur une estimation de la BCE.

¹ Pour une analyse des bénéfices pour l'ensemble de l'économie, cf. l'encadré intitulé *Le rôle des bénéfices dans la détermination des tensions d'origine interne s'exerçant sur les prix dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mars 2013. Pour une présentation des évolutions des marges bénéficiaires des SNF par pays en déficit ou en excédent externe, cf. l'encadré intitulé *Analyse des déséquilibres de la zone euro à partir des comptes sectoriels* du *Bulletin mensuel* de février 2012. Cf. également l'encadré intitulé *Les comptes intégrés de la zone euro au deuxième trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* de novembre 2014.

Graphique B Excédent brut et excédent net d'exploitation des sociétés non financières

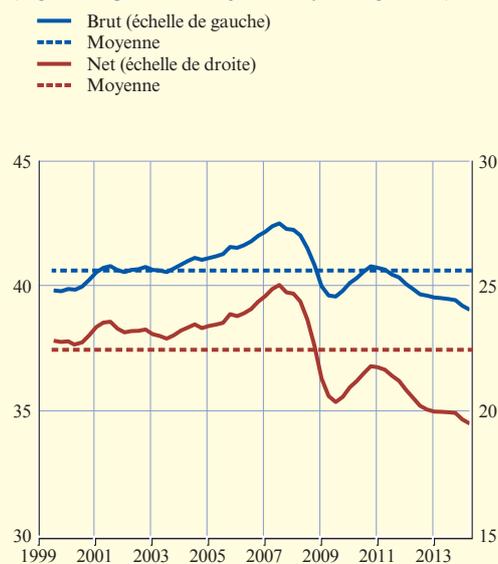
(indice T12008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique C Parts des bénéfices bruts et nets des sociétés non financières

(en pourcentage de la valeur ajoutée ; moyenne depuis 1999)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

deçà de ses niveaux antérieurs. Dans un environnement d'évolution de la valeur ajoutée nominale modérée pour l'essentiel, cette réduction de l'EBE reflète la réactivité relativement faible de la rémunération des salariés (cf. graphique B). En conséquence, la part des bénéfices (dans la valeur ajoutée) est brutalement tombée à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, après avoir affiché une tendance haussière avant la crise (cf. graphique C). Au cours des deux dernières années, la part des bénéfices a continué de diminuer. Ces évolutions sont plus prononcées lorsque l'on examine l'excédent net d'exploitation, étant donné que la consommation de capital fixe et les coûts associés des services liés au capital n'ont cessé de croître durant la crise. La part des bénéfices nets est donc nettement plus en deçà de sa moyenne de long terme et a continué à fléchir de manière plus prononcée que la part des bénéfices bruts au cours des deux dernières années.

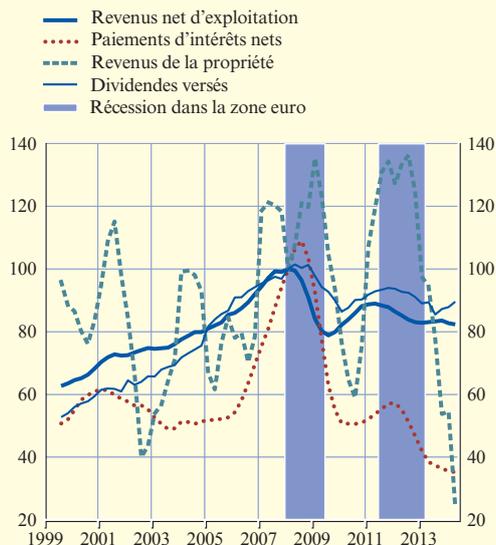
La baisse de la part des bénéfices peut avoir plusieurs origines. D'une part, elle traduit le fait que, dans l'environnement économique morose ayant caractérisé l'essentiel de la période depuis 2008, les nouvelles hausses des coûts des services liés au capital et au travail ne pouvaient être répercutées sur les prix à la vente. D'autre part, la part des bénéfices avait fortement progressé avant la crise de 2008 et, à cet égard, il est difficile d'évaluer l'évolution de la part des bénéfices car il n'en existe pas de mesure véritablement fiable à long terme.

Revenu net d'entreprise et bénéfices nets non distribués

Le revenu net d'entreprise et les bénéfices nets non distribués ont évolué de manière modeste au cours des deux dernières années, mais sont demeurés relativement plus robustes que l'excédent net d'exploitation. Si l'on soustrait de l'excédent net d'exploitation les coûts relatifs aux paiements d'intérêts nets et les loyers versés et que l'on ajoute les revenus de la propriété reçus hors intérêts (tels que les dividendes reçus et les revenus d'investissement attribués aux assurés), on obtient la

Graphique D Excédent net d'exploitation des sociétés financières et certaines composantes

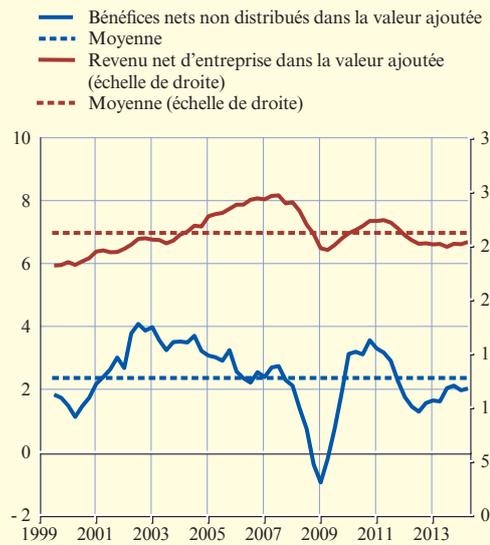
(indice T12008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique E Part du revenu net d'entreprise et des bénéfices nets non distribués dans la valeur ajoutée pour les sociétés non financières

(en pourcentage de la valeur ajoutée ; moyenne depuis 1999)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

mesure en termes de bénéfices du revenu net d'entreprise. Étant donné la diminution des paiements d'intérêts nets et des loyers versés enregistrée au cours des dernières années et, plus récemment, l'augmentation des revenus de la propriété reçus hors intérêts (cf. graphique D), le revenu net d'entreprise a évolué de manière plus favorable que l'excédent net d'exploitation. Sur le revenu net d'entreprise, les entreprises doivent encore payer, notamment, les impôts sur le revenu et sur la fortune et les dividendes ; les bénéfices nets non distribués (épargne nette), mesure du revenu que les entreprises ont *in fine* à leur disposition comme source de financement supplémentaire, sont donc moins élevés que le revenu net d'entreprise. Contrairement aux pures composantes de coûts telles que les paiements d'intérêts nets, les versements de dividendes sont à la discrétion des entreprises, au moins tant qu'ils demeurent conformes aux anticipations de la valeur formées par les actionnaires. Les versements de dividendes fournissent donc aux entreprises une certaine marge de manœuvre pour influencer leurs bénéfices nets non distribués². En raison d'une réduction des versements de dividendes, les bénéfices nets non distribués ont diminué moins fortement que le revenu d'entreprise.

Les parts du revenu net d'entreprise et des bénéfices nets non distribués dans la valeur ajoutée se sont récemment stabilisées ou légèrement améliorées. Cette situation contraste avec le fléchissement continu des parts correspondantes de l'excédent net et de l'excédent brut d'exploitation. De plus, les parts du revenu net d'entreprise et des bénéfices non distribués se sont établies à des niveaux légèrement inférieurs à leur moyenne de long terme, sans toutefois atteindre des niveaux historiquement bas (cf. graphique E). Les évolutions relatives des variables signifient que les pressions à la baisse sur les prix découlant des bénéfices unitaires nets sur la croissance du déflateur de la valeur ajoutée au cours des douze derniers mois ne reflètent pas de nouvelle

2 À cet égard, les bénéfices nets non distribués peuvent également refléter le choix des SNF concernant la génération de fonds de financement interne ou externe, notamment en période de difficultés d'accès au financement externe ou de pressions en faveur du désendettement et du besoin de redressement des bilans.

contraction des bénéfices unitaires nets non distribués mais plutôt une baisse des paiements d'intérêts nets et de dividendes.

Conclusions

En gardant à l'esprit qu'il existe une forte hétérogénéité entre les pays de la zone euro, les données pour l'ensemble de la zone indiquent que les marges bénéficiaires des SNF ont nettement baissé, la hausse des coûts des services liés au travail et au capital ayant pesé sur les bénéfices après la récession de 2008-2009. Cette situation reflète les possibilités limitées qu'ont les entreprises de répercuter les hausses de coûts sur les prix à la production, dans un contexte de faiblesse de la demande et dans un environnement concurrentiel. Les coûts se sont eux-mêmes inscrits en hausse, au moins par rapport au revenu, en raison d'une faible croissance de la productivité et de rigidités à la baisse des salaires.

Toutefois, la mesure en termes de bénéfices, plus stricte, du revenu net d'entreprise et des bénéfices nets non distribués est récemment demeurée plus robuste que les bénéfices nets, le revenu d'entreprise s'étant redressé en raison du fléchissement de coûts tels que les paiements d'intérêts nets et les bénéfices nets non distribués étant soutenus par des baisses des dividendes versés. D'autres mesures de la rentabilité des SNF confirment la faible évolution des bénéfices. Les mesures du rendement du capital, telles que le ratio revenu d'entreprise/prêts, obligations et actions net de la trésorerie, s'établissent actuellement à des niveaux relativement bas mais ont affiché des premiers signes d'amélioration en 2014.

Encadré 7

LA FLEXIBILITÉ DANS LE CADRE DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Le 13 janvier, la Commission européenne a publié une communication intitulée « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance » qui doit « contribuer à la mise au point d'une position budgétaire plus propice à la croissance dans la zone euro ». Elle sera mise en œuvre avec effet immédiat. Sans modifier la législation existante, elle clarifie et élargit à la fois la flexibilité de l'application des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) dans trois grands domaines : (a) les conditions conjoncturelles, (b) les réformes structurelles et (c) l'investissement public. Cet encadré présente les principaux éléments de cette communication et ses conséquences en matière de surveillance dans le cadre de gouvernance budgétaire de l'UE.

Le nouveau traitement des conditions conjoncturelles dans le cadre du volet préventif du PSC

En vertu de l'article 5, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1466/1997, qui établit les dispositions applicables aux pays de l'UE soumis au volet préventif du PSC, les États membres qui n'ont pas encore atteint leur objectif budgétaire à moyen terme doivent procéder à une amélioration annuelle de leur solde budgétaire structurel de 0,5 % du PIB, à titre de référence. Le règlement précise également que les États membres dont le niveau d'endettement est supérieur à 60 % du PIB ou qui sont exposés à des risques importants liés à la soutenabilité globale de leur dette sont tenus de réaliser une amélioration annuelle de leur solde structurel supérieure à 0,5 % du PIB. En particulier, pour évaluer si la trajectoire d'ajustement de chaque pays en vue de la réalisation de l'objectif budgétaire à moyen terme est appropriée, le Conseil et la Commission doivent examiner si « un effort d'ajustement plus important est consenti en période de conjoncture économique favorable », tandis que l'effort « peut être plus limité en période de conjoncture économique défavorable ».

La communication de la Commission définit ce qu'est une « période de conjoncture économique favorable » et classe les situations économiques plus mauvaises que celle constatée lors d'une « conjoncture normale » en périodes de conjoncture « défavorable », « très défavorable » et « exceptionnellement défavorable »¹. À cet effet, elle comporte une matrice qui définit les ajustements budgétaires nécessaires en fonction de la valeur de l'écart de production (*output gap*) et de la croissance économique pour les pays dont la dette publique est inférieure à 60 % du PIB et pour ceux dont la dette publique est supérieure à 60 % du PIB². Selon cette matrice, quel que soit le niveau d'endettement, aucun ajustement budgétaire n'est requis (ce qui équivaut à une exemption) dans les pays confrontés à une « période exceptionnellement défavorable », définie par une croissance négative ou un écart de production inférieur à -4 % du PIB. En outre, en « période de conjoncture très défavorable », définie par un écart de production compris entre -4 % et -3 % du PIB, l'effort structurel auquel sont tenus les pays dont l'endettement est inférieur à 60 % du PIB est annulé, et il est réduit à 0,25 % du PIB pour les pays dont l'endettement est supérieur à ce niveau. À titre de comparaison, ces exigences sont de 0,1 % et 0,5 % du PIB, respectivement, pour ces groupes de pays dans le cadre du Semestre européen 2014. En « période de conjoncture normale », définie par un écart de production (*output gap*) compris entre -1,5 % et 1,5 % du PIB, l'effort structurel demandé est de 0,5 % du PIB pour les pays dont l'endettement est inférieur à 60 % du PIB, et supérieur à 0,5 % du PIB pour les pays dont l'endettement est supérieur

1 Toutefois, la communication ne définit pas ce qu'est une grave récession économique ni par conséquent les conditions d'application de la « clause dérogatoire générale » (cf. l'article 5, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1466/1997 et l'article 3, paragraphe 5, du règlement (UE) n° 1467/1997), qui autorise la suspension de l'ajustement structurel au titre des volets préventif et correctif du Pacte en cas de grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'UE tant que la viabilité budgétaire n'est pas menacée.

2 Cette matrice intègre comme critère une évaluation de l'état d'amélioration ou de dégradation de la situation économique, correspondant au fait que la croissance effective dépasse ou non un taux de croissance potentiel spécifique au pays.

à 60 % du PIB. En « période de conjoncture favorable », définie par un écart de production supérieur à 1,5 % du PIB, l'effort structurel augmente progressivement, devant être supérieur à 0,75 % du PIB pour les pays dont l'endettement est inférieur à 60 % du PIB, et supérieur à 1 % pour les pays dont l'endettement est supérieur à 60 %. À cet égard, la communication va au-delà des dispositions du Code de conduite existant du PSC qui énonce que « en principe, les périodes de conjoncture favorable devraient être identifiées comme celles où la production effective dépasse son niveau potentiel », c'est-à-dire des périodes où l'écart de production est positif et supérieur à zéro. Par rapport aux exigences appliquées auparavant à l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015, l'effort structurel demandé par exemple à l'Italie dans le cadre du volet préventif serait réduit de moitié à 0,25 % du PIB, en gardant à l'esprit que le respect de la règle relative à la dette est une exigence contraignante dans le cadre du PSC.

Toutefois, l'écart de production, qui détermine dans une large mesure les ajustements requis dans le cadre de la nouvelle matrice de décision, est une variable non observable donnant lieu à d'importantes révisions. L'expérience du passé révèle que l'écart de production a présenté un biais négatif en temps réel de l'ordre de 1 % du PIB sur la période 2003-2013³. En particulier, la période d'expansion de 2006-2007 n'avait pas été identifiée en temps réel comme « période de conjoncture favorable ». Par conséquent, l'ajustement budgétaire requis en vue de la réalisation de l'objectif budgétaire à moyen terme déterminé par la nouvelle matrice en temps réel pourrait s'avérer plus faible que l'ajustement qui aurait pu être justifié sur la base de données *ex post*. Cela pourrait nuire à l'objectif du volet préventif du Pacte, qui est de constituer des réserves en période de conjoncture favorable.

Le traitement des réformes structurelles

En vertu de l'article 5, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1466/1997, les pays peuvent s'écarter de la trajectoire d'ajustement en vue de la réalisation de leur objectif à moyen terme s'ils ont mis en place des réformes structurelles majeures qui améliorent la viabilité budgétaire à long terme. Le Code de conduite du PSC donne des exemples de réformes majeures concernant la santé, les retraites et le marché du travail, mais précise également que « seules les réformes majeures qui ont des effets budgétaires positifs directs à long terme » et « une incidence vérifiable sur la soutenabilité à long terme des finances publiques » seront prises en compte. De plus, le Code de conduite précise que « seules les réformes adoptées seront examinées ». Contrairement au Code de conduite, la communication de la Commission prévoit que les réformes peuvent désormais être prises en compte au préalable sur la base d'un plan de réforme structurel spécifique présenté par l'État membre. Ce plan devra être assorti de délais crédibles d'adoption et de réalisation des réformes. En l'absence de cadre méthodologique pour mesurer les coûts budgétaires des réformes structurelles de manière homogène dans le temps et d'un pays à l'autre, la Commission envisage d'autoriser les pays à un assouplissement budgétaire pour les réformes structurelles programmées, sous forme d'un écart par rapport à la trajectoire d'ajustement vers leur objectif à moyen terme inférieur ou égal à 0,5 % du PIB d'une durée inférieure ou égale à quatre ans. Il serait utile d'élaborer un cadre méthodologique pour mesurer les coûts budgétaires à court terme des réformes structurelles et de relier tout abattement à des coûts clairement quantifiés, compte tenu du fait que les réformes structurelles ne sont pas toutes assorties de coûts budgétaires.

Dans le cadre du volet correctif du Pacte, à savoir la procédure de déficit excessif (PDE), la Commission considérera que l'existence d'un plan de réforme spécifique, qui doit comporter des informations détaillées et vérifiables ainsi que des délais crédibles d'adoption et de réalisation,

³ Cf. également C. Kamps, N. Leiner-Killinger, D. Sondermann, R. De Stefani et R. Ruffer, *The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework*, Occasional Paper n° 157 de la BCE, novembre 2014.

constitue un facteur pertinent pour recommander l'ouverture d'une procédure et pour fixer un délai de correction du déficit excessif ou pour prolonger ce délai. Point important, la Commission a clairement énoncé qu'il n'y a pas d'arbitrage entre les réformes structurelles et la réalisation d'une action suivie d'effets, ce qui signifie que les pays soumis à une procédure de déficit excessif demeurent contraints de réaliser leurs objectifs d'assainissement budgétaire.

Le traitement de l'investissement public

La communication de la Commission a rétabli la « clause d'investissement ». Cette clause, qui a été appliquée en 2013 et en 2014 puis suspendue pour 2015, permettait aux pays soumis au volet préventif du PSC de s'écarter temporairement de la trajectoire d'ajustement vers leur objectif à moyen terme pour tenir compte d'investissements publics supplémentaires. La clause d'investissement a été introduite par la Commission en 2013 par l'intégration de l'investissement dans la clause de « réforme structurelle majeure » du PSC mentionnée plus haut. Cette décision a été controversée, l'investissement public étant, par nature, différent d'une réforme structurelle. La clause se rapporte désormais aux dépenses d'investissement relatives aux projets cofinancés par l'UE, y compris la Politique structurelle et de cohésion, les Réseaux transeuropéens et le Mécanisme pour l'interconnexion en Europe, ainsi que le Fonds européen pour les investissements stratégiques nouvellement mis en place (EFSI)⁴. L'activation de l'ancienne clause d'investissement dépendait d'évolutions économiques négatives dans l'ensemble de l'UE (c'est-à-dire une variation négative du PIB conjuguée à une anticipation d'écart de production négatif ou très négatif dans l'UE), tandis que la nouvelle clause d'investissement peut être activée sur la base de la situation économique dans l'État membre concerné (une variation négative du PIB ou un écart de production négatif de plus de 1,5 % du PIB). Comme dans le cas de l'ancienne clause d'investissement, les États membres doivent garantir une marge de sécurité visant à demeurer en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB. Une condition importante s'appliquant dans le cadre de l'ancienne clause d'investissement a été abandonnée, dans la mesure où il n'est plus fait référence au respect de la règle relative à la dette. Au printemps 2014, la demande des autorités italiennes d'activation de la clause d'investissement a été rejetée par la Commission en raison de l'absence de garantie du respect de la règle relative à la dette.

Implications pour la surveillance budgétaire de l'UE

La communication de la Commission a notamment des implications pour la mise en œuvre du volet préventif du Pacte. Plus précisément, la réduction des exigences en matière d'ajustement structurel peut être importante, les pays pouvant utiliser les trois dispositions de manière cumulée. La flexibilité du PSC devrait être utilisée pour éviter que la politique budgétaire ne pèse sur la reprise économique et pour soutenir les réformes structurelles, mais elle doit être soigneusement calibrée afin de ne pas menacer la soutenabilité de la dette et, par conséquent, la crédibilité du Pacte et sa mise en œuvre cohérente dans les différents pays et au fil du temps. Dans ce contexte, appliquer également la réduction des exigences d'ajustement aux pays fortement endettés accroît le risque d'incompatibilités avec les exigences de la règle sur la dette. Afin d'éviter de répéter les erreurs du cadre de gouvernance antérieur à la crise, il est également essentiel que la règle sur la dette, qui est l'une des leçons majeures tirées de la crise, ne soit pas laissée de côté. Un cadre méthodologique clair est plus que jamais nécessaire pour prendre en compte le coût budgétaire des réformes structurelles. À cet égard, il est important de n'intégrer les réformes structurelles dans le cadre qu'une fois qu'elles ont été effectivement mises en œuvre.

⁴ Les contributions en espèces à la mise en place de l'EFSI n'exerceront pas d'incidence sur le déficit public, mais auront un effet sur la dette en cas de financement par emprunt de l'État (comme dans le cas des contributions financières au MES), ce qui sera probablement traité par le biais de la prise en considération de facteurs pertinents dans le cadre de la PDE.

LES PRIX DES PRODUITS DE CONSOMMATION COURANTE DANS LA ZONE EURO : CONCLUSIONS TIRÉES DE L'ANALYSE D'UNE BASE DE DONNÉES DÉSAGRÉGÉES SUR LES PRIX

Le présent article analyse le fonctionnement du Marché unique et les déterminants des différences de niveaux de prix dans la zone euro en se fondant sur les principales conclusions d'un groupe d'économistes du SEBC créé afin d'étudier un ensemble unique de données désagrégées relatives aux prix des produits de consommation courante dans les différents pays de la zone euro.

Les résultats montrent l'existence d'effets frontières importants, les prix variant nettement plus entre les pays qu'au sein de ceux-ci. S'agissant des facteurs déterminant les différences de niveaux de prix d'un pays à l'autre, de nombreux éléments soulignent une segmentation du marché. Il apparaît qu'outre les habitudes de consommation, des caractéristiques structurelles, en particulier la position concurrentielle des producteurs et des détaillants, exercent une incidence sur les prix et leur dispersion. L'analyse met également en lumière d'autres aspects pertinents pour la compréhension de la dynamique de l'inflation au sein des pays et entre eux, tels que les implications potentielles pour la mesure de l'inflation de l'apparition de nouveaux produits et de nouveaux points de vente de détail.

Globalement, l'analyse montre que de nouvelles réformes visant à faciliter l'entrée sur les marchés de produits et à améliorer leur contestabilité ainsi que celle des secteurs de la distribution contribueraient à l'approfondissement du Marché unique.

I INTRODUCTION ET CONTEXTE

Le présent article s'appuie sur un ensemble de données nouvellement disponibles concernant les prix des produits de consommation courante dans la zone euro et fait suite au rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles relatif aux « caractéristiques structurelles des secteurs de la distribution et à leur incidence sur les évolutions des prix dans la zone euro »¹. Ce rapport examinait le rôle du secteur de la distribution, qui constitue l'interface principale entre les producteurs de biens de consommation et les consommateurs. Il avait pour objectif d'analyser les caractéristiques structurelles – en particulier le degré de concurrence et les aspects réglementaires – du secteur de la distribution (commerce de gros et commerce de détail) et leur incidence sur les évolutions des prix dans la zone euro. Ses conclusions mettaient notamment en évidence un degré considérable de dispersion des prix dans la zone euro, avec des éléments attestant d'un « effet frontière » entre les pays de la zone, les prix variant davantage entre les différents pays qu'au sein de ceux-ci.

Les conclusions du rapport 2011 sur les questions structurelles faisaient état d'une marge de manœuvre importante pour améliorer encore le Marché unique et laissaient penser que de nouveaux progrès en matière de renforcement de la concurrence effective dans le secteur de la distribution pourraient contribuer à réduire les écarts de prix : toutefois, plusieurs questions essentielles de ce rapport n'ont pu être traitées dans leur intégralité en raison de l'absence de données appropriées. Premièrement, en ce qui concerne le Marché unique, même si la conclusion indiquant la persistance d'effets frontières marqués était robuste, l'analyse était indirecte. Deuxièmement, même s'il existait une certaine interaction entre la concentration du commerce de détail et la dynamique des prix, l'incidence de la concentration sur le niveau des prix n'a pas pu être analysée. Enfin, même si le rapport a été en mesure de mettre en évidence l'apparition des discompteurs et des marques de distributeurs (marques propres), il n'a pas pu fournir d'indication de l'incidence possible de ces changements structurels sur la mesure de l'inflation.

¹ *Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area*, Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, *Occasional Paper Series*, n° 128, BCE, Francfort-sur-le Main, septembre 2011. Cf. également l'article intitulé *Les caractéristiques structurelles des secteurs de la distribution et leur incidence sur les évolutions des prix dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011.

Le présent article utilise un ensemble exclusif de données désagrégées sur les prix des produits de consommation courante² afin d'étudier certaines de ces questions essentielles. En particulier, l'article a pour objectif : (a) de parvenir à une meilleure compréhension des caractéristiques structurelles stylisées des prix des produits de consommation courante dans la zone euro ; (b) d'examiner et de quantifier le degré de dispersion des prix et l'ampleur des effets frontière au sein de la zone euro ; (c) d'étudier les facteurs, en particulier le rôle de la concurrence, qui déterminent les différences de niveaux de prix entre les pays ; et (d) de fournir une indication de l'incidence possible des évolutions structurelles dans le secteur de la distribution sur la mesure de l'inflation³. Après une description de la base de données, l'article examine certains déterminants potentiels des différences de niveaux de prix entre les différents pays de la zone euro. Il étudie l'incidence potentielle de l'apparition de marques de distributeurs et des modifications structurelles des formats de magasins sur la mesure de l'IPCH. La transmission des modifications de la TVA aux prix à la consommation est également analysée.

Les données utilisées dans cet article se composent de quelque 3,5 millions d'observations sur les prix et les quantités de différents produits vendus au cours de la période 2009-2011. Elles sont ventilées en fonction de différentes dimensions (notamment par pays, par régions, par produits, par marques, par tailles de conditionnement et par types de magasins). Les prix des différents produits sont estimés en valeur unitaire (TVA incluse), c'est-à-dire calculés comme étant la valeur totale des ventes sur une période donnée divisée par la quantité de produit vendue, tandis que les quantités sont disponibles en termes tant de paquets vendus que d'unités «équivalentes» de contenu vendues (litre, kg, etc.)⁴. La richesse des données tient à leur caractère multidimensionnel : elles couvrent 13 pays de la zone euro⁵, pour lesquels 70 régions et 10 types de magasins environ peuvent être distingués, ainsi que 45 catégories de produits⁶, avec des détails sur quatre marques par catégorie de produit, trois unités de stockage par marque et des données sur les agrégats des marques de distributeurs. L'échantillon couvre principalement la période 2009-2011, 98,6 % des observations mensuelles portant sur la période de 37 mois allant de novembre 2008 à novembre 2011. Même si la base de données est riche et complexe et affiche un taux de couverture global du marché estimé entre 75 % et 85 %, elle n'est pas équilibrée (toutes les informations n'étant pas disponibles pour toutes les dimensions)⁷. Les données ont été considérées comme représentatives, dans la mesure où elles présentent une forte congruence à la fois avec les données détaillées de l'IPC par pays et avec les données détaillées relatives à la parité de pouvoir d'achat fournies par Eurostat, après prise en compte de la taille du conditionnement.

2 Les données exclusives ont été obtenues auprès de Nielsen, une société internationale d'information et de mesure sur les marchés. Les données sont généralement collectées à partir des lecteurs de code-barres.

3 Afin de bénéficier d'une expertise pour chaque pays, un groupe d'experts composé d'économistes provenant de l'ensemble du SEBC a été constitué afin d'analyser la base de données. Le présent article s'appuie sur les travaux et les conclusions de ce groupe.

4 Les prix hors TVA ont été calculés à partir des informations relatives aux taux de TVA pour chacune des catégories de produits dans chaque pays.

5 Les pays couverts sont : la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie (c'est-à-dire tous les pays de la zone euro à l'exception de Chypre, de la Lettonie, de la Lituanie, du Luxembourg, de Malte et de la Finlande).

6 (1) jus de fruits 100 % pur jus ; (2) produits d'entretien ; (3) détergent pour lave-vaisselle ; (4) nourriture pour bébé ; (5) bière ; (6) bouillons ; (7) beurre ; (8) boissons gazeuses sans alcool ; (9) nourriture pour chats ; (10) céréales prêtes à consommer ; (11) chewing-gum ; (12) chocolat ; (13) cigarettes ; (14) café moulu ; (15) café instantané ; (16) préservatifs ; (17) déodorants ; (18) couches ; (19) nourriture pour chiens ; (20) assouplissant pour le linge ; (21) poisson surgelé ; (22) glaces ; (23) confiture de fraises ; (24) lessive ; (25) margarine ; (26) lait réfrigéré ; (27) lait UHT ; (28) huile d'olive ; (29) protège-slips ; (30) essuie-tout ; (31) pâtes/spaghettis ; (32) petits pois surgelés ; (33) petits pois en conserve ; (34) riz ; (35) shampoing ; (36) produits de rasage ; (37) sucre ; (38) papier hygiénique ; (39) dentifrice ; (40) thon en boîte ; (41) vodka ; (42) eau gazeuse ; (43) eau plate ; (44) soupes ; (45) whisky.

7 Cette situation reflète le fait que les données sous-jacentes proviennent d'organismes nationaux ayant chacun des méthodes différentes pour déclarer les données. Par exemple, les régions ou les données équivalentes ne sont pas fournies pour certaines catégories de produits dans certains pays, etc.

2 LA DISPERSION DES PRIX DES PRODUITS DE CONSOMMATION COURANTE AU SEIN DES PAYS DE LA ZONE EURO ET ENTRE CES PAYS ⁸

Même si des éléments empiriques montrent une réduction de la dispersion des prix sur plus longue période dans la zone euro ⁹ au cours de la période sous revue (2009-2011), les écarts de prix demeurent importants pour un certain nombre de produits, avec une convergence seulement limitée (cf. encadré 1).

En dépit de leur nature fortement désagrégée, les données utilisées ici posent un défi pour l'analyse de la dispersion des prix, en raison d'une grande hétérogénéité entre les catégories de produits dans les différents pays. Les marques et les spécificités des produits vendus peuvent différer sensiblement. Par exemple, les types de riz vendus varient fortement d'un pays à l'autre (par exemple riz bouilli, risotto, paella, etc.). En revanche, pour d'autres produits, tels que les couches, la marque dominante a tendance à être la même dans la plupart des pays. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette diversité, notamment a) la présence historique des marques, b) des différences dans les préférences nationales et c) des réglementations des marchés de produits qui peuvent freiner l'introduction de nouvelles marques. De plus, les données ne couvrent qu'une période donnée (2009-2011), qui comporte un épisode de tensions économiques importantes dans la zone euro. Pour ces raisons, les écarts de prix spécifiques pour différents produits et pays présentés dans l'encadré 1 doivent être considérés comme indicatifs. De plus, le prix n'est que l'un des critères qui présentent un intérêt pour les consommateurs ; le choix, la qualité, l'innovation peuvent constituer d'autres caractéristiques pertinentes ¹⁰.

8 Cette section s'appuie sur les études de A. Reiff et F. Rumler, *Within and cross-country price dispersion in the euro area*, Working Paper Series n° 1742, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2014 ; de D. Kulikov, *Law of One Price in the euro area: an empirical investigation using Nielsen disaggregated price data*, Working Papers of Eesti pank 10/2014 ; et de P. Petroulas et T. Kosma, *Analysing price level differences in the euro area*, Working Paper Series, BCE, Francfort-sur-le-Main, à paraître.

9 Cf., par exemple, R.P. Faber et A.C.J. Stockman, *A Short History of Price Level Convergence in Europe*, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41, n° 2-3, mars-avril 2009, pp. 461-477.

10 Dans ce contexte, cf. une étude récente (octobre 2014) réalisée pour la Commission européenne et intitulée *Study on the economic impact of modern retail on choice and innovation in the EU food sector* (Impact économique de la grande distribution sur le choix et l'innovation dans le secteur alimentaire de l'Union européenne), qui examine si une concentration accrue (des détaillants de produits alimentaires/des fabricants de produits alimentaires de marque) ou d'autres facteurs (tels que le type/la taille des magasins, la pénétration des marques de distributeurs, les caractéristiques socio-démographiques) ont exercé une incidence sur le choix et l'innovation pour le consommateur dans les magasins européens. (http://ec.europa.eu/competition/sectors/agriculture/overview_en.html).

Encadré 1

ÉCARTS DE PRIX ENTRE LES PAYS

S'il existe une très grande hétérogénéité entre les catégories de produits en ce qui concerne les écarts de niveaux de prix entre pays, on observe quelques traits communs. Notamment, parmi les produits et les pays repris dans les données, plusieurs produits ont tendance à être relativement bon marché en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas, tandis qu'ils sont relativement chers en Belgique, en Irlande et en Grèce (cf. tableau). Pour d'autres pays, les classements sont plus contrastés d'une catégorie de produits à l'autre.

Toutefois, l'utilisation de ces données pour comparer les niveaux de prix selon les pays appelle certaines réserves. Premièrement, les produits couverts sont les produits alimentaires, les soins personnels et de santé, les produits d'épicerie ; d'autres catégories, comme les produits alimentaires non transformés, l'énergie, les biens de consommation durables ou les services, ne sont pas représentés.

Écart médian par rapport au niveau des prix moyens dans la zone euro (hors TVA)

(en pourcentage)

Pays	Ensemble des produits y compris ceux vendus sous marque de distributeur		Produits de marque de fabricant uniquement	
	2009	2011	2009	2011
BE	4	7	18	19
DE	-20	-20	-11	-10
EE	-21	-20	-13	-12
IE	23	17	35	32
GR	10	5	23	17
ES	-14	-13	-3	-3
FR	-4	-3	3	5
IT	-8	-10	2	0
NL	-21	-21	-15	-15
AT	-15	-11	-5	-3
PT	-23	-22	-11	-11
SI	10	11	13	12
SK	-19	-23	-11	-15

Note: Hors tabac et produits alcoolisés

Sources: Nielsen et calculs des services de l'Eurosysteme.

Deuxièmement, la période d'échantillonnage couvre les années 2009-2011. Si des ajustements de prix sont intervenus au cours de cette période dans certains pays de la zone euro, de nouveaux ajustements ont pu être réalisés depuis. Enfin, bien qu'elle soit largement homogène, la couverture des types de points de vente diffère selon les pays. Néanmoins, les grands traits identifiés tendent à se vérifier pour un certain nombre de sous-échantillons de produits qui peuvent être considérés comme globalement comparables. Ils se vérifient également pour un sous-échantillon très restreint de produits qui ont été identifiés comme présentant une concordance parfaite quel que soit le pays.

Au cours de la période sous revue, il existe une très forte dispersion des prix avec une convergence très limitée. La forte diversité des prix unitaires entre les pays pour les catégories de produits examinées peut être observée lorsque l'on compare l'écart de prix unitaire médian à la moyenne de la zone euro au cours du temps, tandis que l'écart de prix unitaire médian entre pays ne présente qu'une convergence limitée. De fait, les prix médians hors TVA n'ont affiché une convergence vers la moyenne de la zone euro qu'en Irlande, en Grèce et en Autriche. En ce qui concerne les produits de marque de fabricant, l'Irlande et la Grèce sont devenues moins chères, enregistrant une baisse cumulée de 3 et 6 points de pourcentage respectivement par rapport aux prix moyens au cours de la période 2009-2011, tandis que les produits de marque de fabricant en Autriche sont devenus moins bon marché, de 2 points de pourcentage au total (cf. tableau)¹. Il est à noter que les données de prix et de volumes au niveau des marques indiquent que l'Irlande et la Grèce ont tendance à être les pays les plus chers ou à figurer parmi les pays les plus chers sur une majorité de catégories de produits, tandis que l'Allemagne et l'Espagne tendent à figurer parmi les pays les moins chers. Ces résultats concordent avec les différences observées dans les caractéristiques du marché des producteurs. Ainsi, en Grèce et en l'Irlande, en moyenne, les parts de marché de la marque dominante sont plus importantes pour l'essentiel des catégories de produits, ce qui implique une puissance monopolistique plus forte et des marges plus élevées. Parallèlement, dans ces pays, les parts de marché des produits vendus sous marque de distributeur ont tendance à être plus faibles. En revanche, l'Allemagne et l'Espagne semblent se caractériser par des parts de marché nettement plus faibles pour les grands producteurs et nettement plus importantes pour les

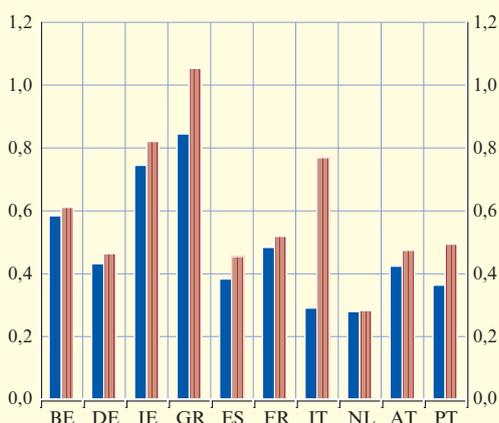
¹ En revanche, des pays comme la Belgique et la Slovaquie affichent des tendances divergentes. En outre, si la comparaison porte sur les prix unitaires TVA comprise, pour certains pays le prix unitaire médian ne converge plus.

Prix unitaires minimum et maximum (hors TVA) d'une sélection de produits en ce qui concerne les marques leaders de marché (au niveau régional)

— min
— max

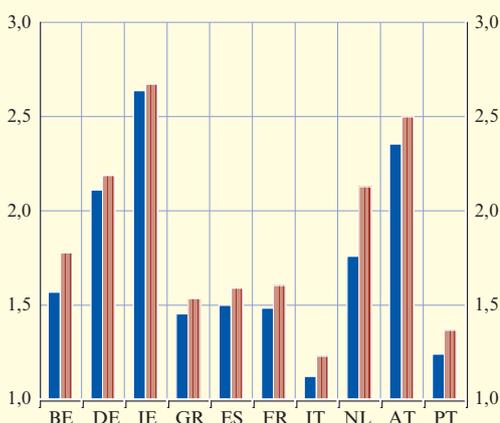
Essuie-tout

Axe des ordonnées : €/rouleau



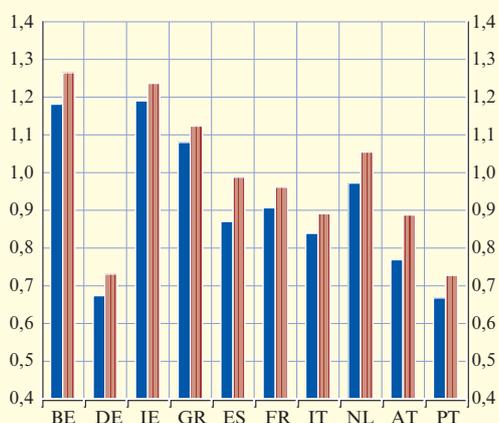
Pâtes sèches

Axe des ordonnées : €/Kg



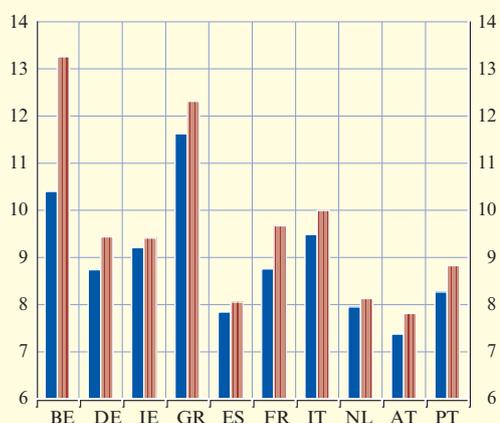
Boissons gazeuses non alcoolisées

Axe des ordonnées : €/Litre



Thon en boîte

Axe des ordonnées : €/Kg



Sources : Nielsen et calculs des services de l'Eurosysteme.

Notes : Données fondées sur les prix unitaires moyens des leaders sur le marché des produits de marque au cours de la période sous revue. Les résultats sont comparables lorsque la TVA est comprise.

produits de marque de distributeur. On observe également des différences de comportement des consommateurs. En moyenne, les consommateurs grecs et irlandais tendent à acheter des articles en plus petit conditionnement et leur intensité de consommation des produits considérés dans les données serait plus faible, tandis que les consommateurs allemands et espagnols afficheraient le comportement inverse. Pour une analyse plus détaillée des facteurs pouvant être à l'origine des écarts de prix, cf. la section 3 du présent article.

La dispersion des prix reste identique après prise en compte des effets des différences de qualité.

Afin de contrôler, au moins pour partie, les effets liés à des différences de qualité qui peuvent se traduire sur les prix, les prix unitaires pratiqués par les leaders sur le marché des produits de marque sont également pris en compte. Par définition, les leaders de marché dans chaque région

tendent à bénéficier d'une base de consommation large et se caractérisent par des produits de bonne qualité. Leur offre présente aux yeux des consommateurs un rapport qualité prix satisfaisant. En outre, pour plusieurs catégories de produits les leaders du marché des différents pays sont les mêmes producteurs (proposant les mêmes produits). Toutefois, même dans ce cas l'écart de prix moyen et médian entre les régions meilleur marché et les plus chères des différents pays de la zone euro est de 220 % et 181 %, respectivement. Les écarts de prix demeurent importants, même dans le rapport entre le 75^e et le 25^e centile ².

Les écarts de prix laissent penser que les marchés pourraient être segmentés car ils reflètent des données agrégées par zones géographiques (urbaines et rurales) et, dès lors, ne reflètent pas, en général, une localisation unique chère ou bon marché. La compréhension serait facilitée si de tels écarts de prix existaient entre, par exemple, un point de vente dans la partie la plus chère d'une grande ville et un point de vente dans un secteur moins riche, essentiellement rural. Or, généralement, lorsqu'il est fait abstraction des prix n'appartenant pas à l'intervalle interquartile (du 25^e au 75^e centile), certains pays n'apparaissent pas. Par exemple, dans le cas des essuie-tout, il n'existe pas de prix provenant de Grèce (pays le plus cher) ou des Pays-Bas (pays meilleur marché) dans l'intervalle interquartile (cf. graphique). En effet, pour plusieurs catégories de produits, une concentration des prix spécifique au pays s'observe souvent indépendamment du fait que (a) le leader de marché soit ou non le même d'une région à l'autre au sein d'un même pays, ou que (b) le leader de marché soit le même ou non d'un pays à l'autre, ce qui est l'indication d'un possible cloisonnement des marchés.

² Cette concentration des prix par pays pourrait également refléter l'incidence d'éventuelles contraintes d'offre sur un territoire. Il est à noter que les classements des pays selon les critères « du plus cher »/« du moins cher » ne varient généralement pas, même si les prix unitaires s'entendent TVA comprise.

Tableau 1 Effet frontière dans la zone euro (dispersion des prix unitaires (hors TVA) au sein des pays et entre les pays) Coefficients de variation

Échantillons pays/produits	Entre les pays	Au sein des pays
UEM 13 *, tous produits	0,37	0,05
UEM 10 **, produits de marques de fabricants	0,28	0,03
UEM 10, produits de marques de fabricants, leaders du marché ***	0,29	0,06
Produits identiques	0,20	0,04

Sources : Nielsen et calculs des services de l'Eurosystème.

* L'UEM 13 inclut tous les pays dans l'échantillon de l'ensemble de données de Nielsen; ** l'UEM 10 ne comprend pas l'Estonie, la Slovaquie et la Slovaquie; *** les leaders du marché sont définis comme la marque au sein de chaque région qui a la part la plus importante en quantité pour chaque catégorie de produit.

Malgré certaines réserves concernant la mesure de la dispersion des prix, la dimension régionale de l'ensemble de données permet d'avoir une indication de l'effet frontière plus robuste que ce que l'on pouvait obtenir jusqu'à présent : la dispersion entre les pays est nettement plus marquée que la variation entre les régions au sein des pays, suggérant des effets frontières significatifs dans la zone euro.

Ce résultat confirme les éléments indirects attestant de l'existence d'effets frontières présentés dans le rapport 2011 sur les questions structurelles, qui utilisait les données relatives à la parité de pouvoir d'achat (pour une comparaison, cf. encadré 2). La dispersion des prix unitaires est étudiée en utilisant des coefficients de variation, définis comme l'écart-type d'un prix unitaire pour un produit par rapport au prix unitaire moyen pour ce produit. La dispersion des prix entre les pays est cinq à sept fois supérieure à celle constatée au sein d'un pays, que l'on considère la totalité de l'échantillon de produits ou divers sous-échantillons pouvant être globalement comparables ou même identiques (cf. tableau 1). Pour la gamme complète des produits figurant dans l'ensemble de données (y compris

les produits de marques de distributeurs), la dispersion moyenne des prix unitaires s'établit à 37 % entre les pays, contre 5 % environ entre les régions d'un même pays. Même pour le sous-ensemble des produits identiques, la dispersion moyenne des prix unitaires pour un produit rigoureusement identique est de 20 % entre les pays et de 4 % à l'intérieur des pays.

Globalement, les données montrent a) qu'il existe une forte dispersion des prix entre les différents pays, même pour des marques spécifiques, et b) que la dispersion des prix est nettement plus élevée entre les pays qu'au sein de ceux-ci (il existe donc des effets frontières importants).

Encadré 2

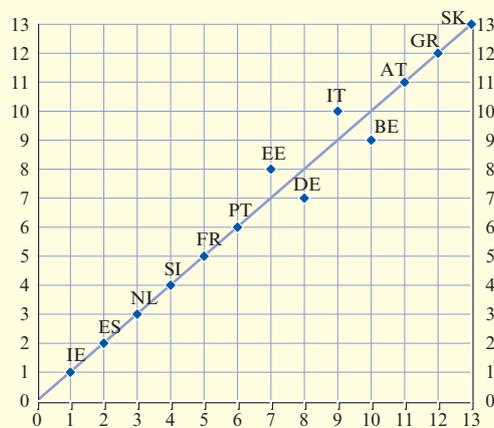
EFFETS FRONTIÈRES – ANALYSE DES DONNÉES DE PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT

Cet encadré examine les données relatives aux effets frontières tirées d'une autre source, les données de parité de pouvoir d'achat (PPA) d'Eurostat. On utilise des données détaillées au niveau des produits, calculées à partir des tableaux de Quaranta qui sont employés pour valider les données brutes relatives aux prix et à des fins de contrôle de la qualité. Cet exercice présente trois avantages. Premièrement, il démontre la congruence de l'ensemble de données de prix désagrégées utilisée dans le reste de cet article. Deuxièmement, il montre que l'effet frontière décrit dans le rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles à partir de données de 2009 est également présent dans les données actualisées (de 2012 et de 2013). Troisièmement, il permet d'établir une comparaison avec les mêmes types de produits (produits alimentaires et boissons) et avec un autre groupe de produits (maison et jardin, comme l'électronique grand public, la peinture, les jouets) ¹.

Graphique A Classement des prix – céréales prêtes à consommer (marque spécifique)

Axe des abscisses : classement des données de prix des biens
Axe des ordonnées : classement PPP

◆ classement : bon marché - cher

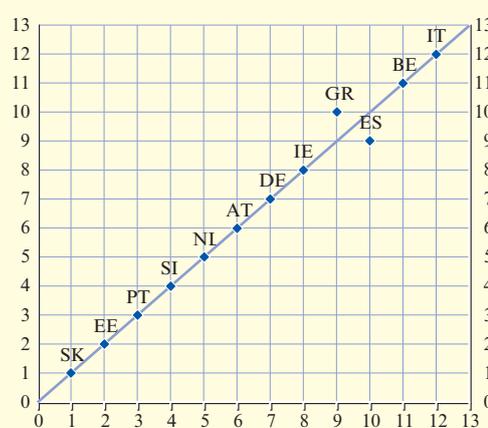


Sources: Base de données PPP d'Eurostat, Nielsen et calculs des services de l'Eurosystème.

Graphique B Classement des prix – lait (réfrigéré)

Axe des abscisses : classement des données de prix des biens
Axe des ordonnées : classement PPP

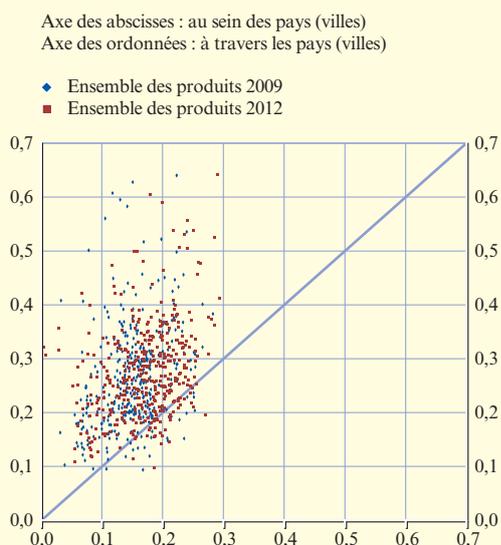
◆ classement : bon marché - cher



Sources: Base de données PPP d'Eurostat, Nielsen et calculs des services de l'Eurosystème.

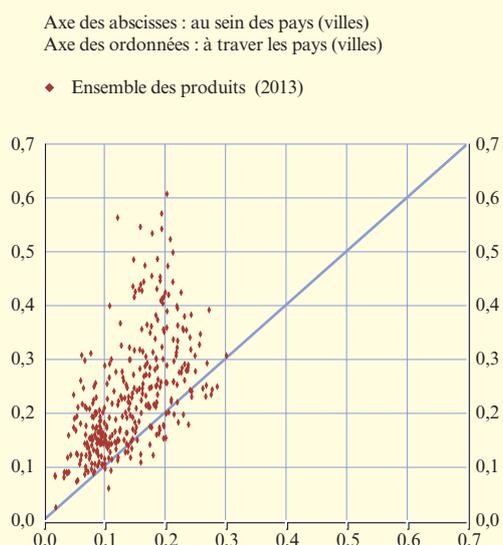
¹ Ces catégories de produits constituent un élément important des paniers de biens des consommateurs. Les produits alimentaires constituent 20 % de l'IPCH global, et les produits pour la maison et le jardin 13 % environ, soit près de la moitié de la composante produits manufacturés hors énergie. En outre, ils concernent des catégories de produits fortement commercialisés permettant de tester efficacement l'incidence des frontières nationales.

Graphique C Dispersion des prix des produits alimentaires et des boissons au sein des pays et entre eux



Sources: Base de données PPP d'Eurostat, Nielsen et calculs des services de l'Eurosystème.

Graphique D Dispersion des prix des produits pour la maison et le jardin au sein des pays et entre eux



Sources: Base de données PPP d'Eurostat, Nielsen et calculs des services de l'Eurosystème.

Malgré d'importantes différences méthodologiques, les deux ensembles congruents de données (prix des biens de consommation courante désagrégés et PPA) sont fortement congruents. Bien que les données de PPA soient généralement uniquement constituées de données collectées dans les capitales (à quelques exceptions près)², les graphiques A et B indiquent que, pour deux types de produits sélectionnés (une grande marque de céréales prêtes à consommer et le lait réfrigéré), le classement des prix selon les différents pays est pratiquement identique à celui observé pour les données de prix désagrégées utilisées dans le corps du texte de cet article. S'il existe quelques écarts, ils tendent à être relativement mineurs et peuvent être liés à des facteurs techniques, tels que les préférences relatives à la taille du conditionnement selon les pays (cf. section 3 du présent article pour un examen plus détaillé).

L'effet frontière tel que décrit dans le rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles pour les produits alimentaires, les boissons et le tabac est demeuré largement inchangé. Le graphique C présente la variation des prix au sein des pays/capitales et entre les pays/capitales des pays de la zone euro pour 400 produits alimentaires, boissons et produits du tabac en 2009 et en 2012. L'incidence des frontières nationales apparaît clairement, la variation des prix étant presque toujours plus importante entre les pays qu'au sein de ceux-ci. Ce résultat se vérifie également si l'on prend en compte uniquement les marques de fabricants, ce qui permet de neutraliser les éventuelles différences de qualité. Le rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles confirme également que cette variation plus prononcée liée aux frontières ne résulte pas simplement de la distance géographique, car si la dispersion des prix entre quatre capitales relativement proches est moins élevée que la moyenne pour la zone euro, elle est toutefois beaucoup plus importante qu'entre quatre grandes villes allemandes géographiquement beaucoup plus éloignées les unes des autres. Les conclusions de Reiff et Rumler³, quant à la primauté de l'effet frontière sur la distance, sont robustes.

² En Allemagne, les données sont collectées pour quatre villes (Berlin, Bonn, Karlsruhe et Munich).
³ A. Reiff et F. Rumler, op. cit.

Outre la confirmation de l'analyse précédente concernant les produits alimentaires et les boissons, les données actualisées de PPA fournissent aussi des éléments très probants d'un effet frontière relatif aux produits pour la maison et le jardin, comme l'électronique grand public, la peinture, les jouets (cf. graphique D). Ces produits permettent probablement de mieux tester encore l'existence d'un effet frontière, dans la mesure où ils tendent à être vendus sous marque de fabricant, sont fortement commercialisables/commercialisés et où les préférences locales peuvent constituer un facteur influant moins sur les prix que dans le cas des produits alimentaires. Ici encore, la variation des prix est plus prononcée entre les pays qu'au sein de ceux-ci, tant pour l'ensemble des produits que pour les seules marques de fabricants. En outre, les graphiques relatifs aux pays du Benelux et aux villes allemandes (non présentés) fournissent des résultats similaires sur le plan qualitatif.

Au total, l'analyse des données de PPA confirme largement les conclusions de l'examen des données de prix désagrégées.

3 FACTEURS D'EXPLICATION DES DIFFÉRENCES DE NIVEAUX DES PRIX DES PRODUITS DE CONSOMMATION COURANTE ¹¹

Certaines variations de prix peuvent s'expliquer par la distance, même au sein d'un pays donné, mais les frontières entre les pays exercent une incidence plus marquée. Cela est démontré quand on estime une équation des prix relatifs fondée sur la distance prenant également en compte l'effet des frontières. Les résultats montrent que plus la distance est grande entre deux régions, plus la variation des prix relatifs est importante, mais également qu'il existe toujours une accentuation spécifique importante des écarts des prix relatifs à la frontière. À titre d'exemple, pour un sous-ensemble de produits identiques, on estime que les prix relatifs présentent un écart de 1 % environ en moyenne entre deux lieux distants de 100 kilomètres mais situés dans le même pays. En revanche, si ces deux lieux distants de 100 kilomètres sont séparés par une frontière, les prix relatifs affichent alors un écart de quelque 19,5 %. Les variations des prix relatifs dépendent également positivement de la distance, c'est-à-dire que plus les deux lieux sont proches, plus les prix évoluent en corrélation. Toutefois, même dans ce cas, il existe une augmentation spécifique à la frontière.

Les différences de niveaux des prix et les effets frontières associés peuvent s'expliquer en partie par des facteurs observables. Ceux-ci incluent notamment les différences de TVA entre les pays (cf. encadré 3), les écarts de revenus (mesurés par le PIB par habitant), le chômage régional en part de la population active et la densité de population au niveau régional. Toutefois, même après prise en compte de l'effet de ces facteurs dans une régression, l'effet frontière estimé demeure important ¹².

La dispersion des prix entre les pays peut également être influencée par le stade respectif où ils se trouvent dans le cycle d'activité. En effectuant une régression de la dispersion des prix sur un indicateur européen du cycle d'activité, sur une variable reflétant l'écart du stade du cycle d'activité et sur une variable dépendante décalée, il devient évident que les conditions du cycle d'activité ont des effets importants sur la dispersion des prix au niveau européen. En particulier, les estimations indiquent que cette dispersion a tendance à être procyclique (plus élevée durant les périodes de rebond et

¹¹ Cette section s'appuie sur les études de A. Reiff et F. Rumlér, op. cit., de P. Petroulas et T. Kosma, op. cit., et de E. Ciapanna et C. Rondinelli, *Retail market structure and consumer prices in the euro area, Working Paper Series*, n° 1744, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2014.

¹² L'une des raisons tient peut être au fait que les coefficients estimés pour l'effet frontière présentent un biais à la hausse, la distribution des prix étant différente d'un pays à l'autre. En utilisant l'ensemble de données désagrégées relatives aux prix des produits de consommation courante, on estime que la dispersion transfrontière des prix peut être accentuée de près de 25 % si les écarts entre les pays en termes de dispersion des prix ne sont pas pris en compte. Cf. Y. Gorodnichenko et L.L. Tesar, *Border Effect or Country Effect? Seattle May Not Be So Far from Vancouver After All, American economic Journal: Macroeconomics*, 1(1), 2009, p. 219-241.

plus faible durant les phases de ralentissement), et qu'elle est sensible aux situations divergentes du cycle d'activité. À cet égard, la période d'enquête revêt également une importance pour les effets frontières estimés.

Encadré 3

LA RÉPERCUSSION DES MODIFICATIONS DE TAUX DE TVA SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION ¹

En Europe, les taxes sur la valeur ajoutée (TVA) jouent un rôle important dans la formation des prix à la consommation. La plupart des pays ont un taux de TVA normal compris entre 15 % et 25 % ². Par ailleurs, au cours des dernières années un certain nombre de pays ont modifié (principalement relevé) leurs taux de TVA. Cette évolution résulte en grande partie de l'incidence de la crise financière et des pressions budgétaires, mais elle est également intervenue dans le contexte d'un transfert de la charge de l'impôt pesant sur le travail vers une fiscalité indirecte du type appliqué à la consommation. Le graphique montre que le taux normal moyen de la zone euro est demeuré relativement constant entre 1999 et 2007, à 18,5 % environ, en dépit de quelques changements spécifiques à certains pays. En janvier 2007 il a enregistré un bond important en raison de la modification de 3,0 points de pourcentage par l'Allemagne de son taux normal de TVA, passé de 16,0 % à 19,0 %. Par la suite, le taux moyen a été relativement stable pendant trois ans environ, se maintenant légèrement en dessous de 19,5 %. Toutefois, depuis la crise économique de 2008 il y a eu une accumulation de modifications de taux de TVA et le taux normal agrégé a progressé pour dépasser les 20,5 % (au 1^{er} juillet 2014). Depuis le lancement de l'UEM en 1999, on a compté environ 30 modifications de taux de TVA, dont les deux tiers sont intervenus depuis la crise économique. À l'évidence, il est de l'intérêt des autorités de comprendre comment ces changements se répercutent sur les prix à la consommation ³.

Déterminer le degré de répercussion des modifications de taux de TVA est délicat, notamment lorsqu'on s'intéresse aux données des différents pays. En effet, dans certains pays, les taux de TVA ont changé à plusieurs reprises à un rythme relativement rapide et les dernières modifications sont intervenues dans un environnement macroéconomique difficile, qui pourrait faire confondre les effets des variations de TVA avec d'autres évolutions. Dans une large mesure, les études spécifiques à certains pays s'appuient, afin d'estimer la répercussion des modifications de taux de TVA, sur différentes sous-composantes de l'IPCH, pour lesquelles on dispose de séries chronologiques longues ⁴. De telles approches ne sont pas possibles pour la base de données utilisée ici, l'échantillon de données étant trop restreint. Un autre problème se pose, à savoir que les prix varient pour des raisons autres que les évolutions des taux de TVA. À cet égard, les travaux du réseau de recherche de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation (Eurosystème Inflation Persistence Network) ont

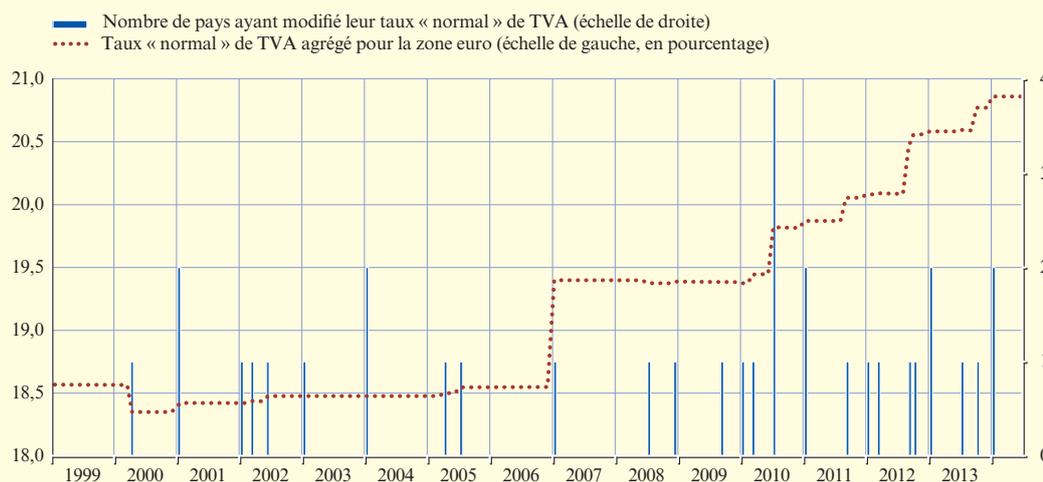
1 Cet encadré s'inspire de A. Meyler, *VAT pass-through: is there any value-added in a disaggregated cross-country and cross-product analysis?*, Working Paper Series, BCE, à paraître.

2 Pour un aperçu utile des taux de TVA existant dans l'Union européenne et de leur évolution au fil du temps, cf. http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/vat/how_vat_works/rates/index_fr.htm et notamment le document *Taux de TVA appliqués dans les États Membres de l'Union européenne*, qui est mis à jour deux fois par an en janvier et juillet – http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_fr.pdf.

3 Outre les changements de taux de TVA, les taux de TVA peuvent également avoir une incidence sur les différences de niveaux de prix entre pays (cf. les sections 2 et 3). Dans l'échantillon il y a une grande variété de taux de TVA (normaux et réduits) selon les pays et les produits. Par exemple, en Estonie et en Slovaquie, le taux normal de TVA est appliqué à la quasi-totalité des produits repris dans la base de données, tandis qu'en Belgique, en Espagne, aux Pays-Bas et en Slovaquie, il est appliqué à moins de 40 % des produits.

4 Cf., par exemple, *A preliminary assessment of the effect on inflation of the increase in value added tax rates*, Quarterly Report on the Spanish Economy, *Bulletin économique*, encadré 4, Banco de España, octobre 2010; N. Karabalas, et E. Kontelis, *Indirect tax increases and their impact on inflation in 2010-2012*, *Bulletin économique*, n° 38, Banque de Grèce, 2013; et M. Doliak, *Dopad jamárrového zvýšenia DPH na spotrebitel'ské ceny (L'incidence du relèvement de la TVA intervenu en janvier sur les prix à la consommation)*, *BIATEC (Journal bancaire)*, Ročník 19, n° 7, National Bank of Slovakia, septembre 2011.

Taux normal de TVA pour l'ensemble de la zone euro et nombre de changements du taux normal de TVA



Sources : Commission européenne et calculs des services de l'Eurosysteme.

mis en évidence que même si les prix varient assez rarement en moyenne, lorsqu'ils évoluent ils ont tendance à le faire par paliers importants tant à la hausse qu'à la baisse (de quelque 10 % en moyenne)⁵. Dans ces circonstances, les effets de variations des taux de TVA d'une ampleur de 0,5 à 2,0 points de pourcentage ne sont pas faciles à détecter.

Une autre approche pour estimer la répercussion des modifications de taux de TVA est celle dite «des doubles différences», qui tire parti des informations complémentaires des bases de données aussi bien par pays que par catégories de produits. En d'autres termes, les différences d'évolution des prix entre les groupes « traités » (produits/pays où le taux de TVA a été modifié) et les groupes « de contrôle » (produits/pays où le taux de TVA n'a pas varié) sont analysées pour estimer l'incidence des modifications de taux de TVA⁶. La période d'échantillonnage couverte par la base de données nous permet d'étudier les modifications de taux de TVA dans six pays : l'Estonie, la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et la Slovaquie.

Dans l'ensemble, les résultats suggèrent qu'une proportion comprise entre un tiers et la moitié environ des modifications de taux de TVA est répercutée dans le mois où intervient le changement de taux. Ainsi, dans le contexte de la crise économique et d'une concurrence accrue, une partie de l'incidence des modifications de taux de TVA a pu être absorbée par les marges. Les résultats des estimations suggèrent également que, s'agissant des produits de marque de fabricant, la répercussion estimée des modifications de taux de TVA enregistre son niveau le plus bas pour le leader de marché. Ces résultats sont globalement conformes aux attentes théoriques selon lesquelles les entreprises dont les marges sont plus faibles sont obligées de répercuter les variations, tandis que celles qui disposent d'un certain degré de pouvoir monopolistique peuvent absorber une partie des variations⁷.

5 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper Series, n° 46, BCE, juin 2006.

6 Pour un autre exemple d'application de cette méthodologie aux présentes données, cf. J. Meriküll et T. Rõõm, *One currency, one price? Euro changeover-related inflation in Estonia*, Working Paper Series, n° 1732, BCE, septembre 2014.

7 Pour une analyse plus complète cf. D. Fullerton et G.E. Metcalf, *Tax Incidence*, Handbook of Public Economics, Vol. 4, ed. Alan J. Auerbach and Martin Feldstein. Amsterdam : Elsevier, 2002.

Même s'il convient de garder à l'esprit la précision relativement faible et l'incertitude assez élevée des différentes estimations, l'analyse de la répercussion des taux de TVA à l'aide des données par pays et par produits a permis de mieux comprendre les prix de produits alimentaires et de soins personnels. L'extrapolation de ces résultats à d'autres catégories (comme les prix des services) nécessitera de pouvoir accéder plus systématiquement à des données microéconométriques de prix à la consommation.

Néanmoins, la conclusion globale selon laquelle il existe des effets frontières importants au sein de la zone de monnaie unique est robuste lorsque l'on prend en compte les effets de la distance, des différences en termes de distribution des différents prix et des positions divergentes des pays dans le cycle d'activité.

L'une des explications possibles des différences durables de niveaux de prix entre les pays tient à la segmentation du marché (c'est-à-dire la discrimination par les prix), qui peut être liée à des différences en termes de concentration du marché de détail, de concurrence entre les producteurs, de répartition du pouvoir de négociation entre les producteurs et les détaillants, d'habitudes de consommation et de coûts locaux tels que les salaires et les loyers.

La structure du marché de détail peut avoir une incidence sur les niveaux de prix, mais de façon complexe. D'une part, une concentration accrue du marché de détail (ou moins de concurrence) «en aval» ou à un stade plus proche du consommateur, c'est-à-dire au niveau des magasins et des maisons mères est associée à des prix plus élevés. D'autre part, une concentration accrue du marché de détail «en amont», ou à un stade plus proche du producteur, c'est-à-dire au niveau des centrales d'achat, est associée à des prix plus bas^{13,14}. La question de savoir si ce sont les effets en amont ou en aval qui dominant est de nature largement empirique. Une régression des niveaux de prix sur les indices de concentration régionaux¹⁵ permet de mettre en évidence une incidence haussière statistiquement importante sur les prix résultant d'une concentration accrue (concurrence plus faible) au niveau de la société mère. En revanche, les indications d'une incidence baissière sur les prix liée à une plus forte concentration au niveau de la centrale d'achat ne sont pas robustes entre les différentes catégories de produits. Au total, les résultats laissent penser qu'une concurrence régionale plus faible (une concentration plus forte) au niveau de la société mère est associée avec des prix plus élevés.

Ces résultats montrent que des mesures appropriées de renforcement de la concurrence (par exemple, la suppression des restrictions reposant sur des critères de zonage, de taille des points de vente de détail ou de population) peuvent être bénéfiques pour les consommateurs en faisant baisser les prix.

Les déterminants des différences de prix étant à la fois microéconomiques (structure du marché, attitudes des consommateurs) et macroéconomiques (position dans le cycle), il est important d'essayer de prendre en compte de manière globale le plus grand nombre de facteurs possibles simultanément. On procède à une régression des prix relatifs sur les variables explicatives possibles classées en quatre grandes catégories¹⁶.

13 Une centrale d'achat est une organisation de détaillants qui cumule les pouvoirs de négociation de ses membres afin d'être en mesure d'acheter des biens à un taux plus avantageux que celui qui pourrait être obtenu par le biais de négociations individuelles.

14 Cf. E. Ciapanna et F. Colonna, *The effect of retail sector concentration on prices and SME performance in Italy*, 2011, mimeo.

15 Ces conclusions sont fondées sur des investigations économétriques dans laquelle l'équation suivante a été estimée au niveau régional : $\ln p_{ij} = a_i + b_k + \alpha H^{BGj} + \beta H^{PCj} + \zeta X_j + \varepsilon_{ij}$ où la variable dépendante correspond au niveau de prix moyen (hors TVA et en logarithmes naturels) pour un produit i vendu dans la région j et la variable explicative est l'indice Herfindahl-Hirschman (HHI), calculée au niveau de la centrale d'achat (H^{BGj}) et au niveau de la société mère (H^{PCj}). D'autres variables de contrôle sont intégrées dans le vecteur X_j et se composent de variables muettes régionales, de la densité de population de la région, du PIB par habitant régional et du taux de chômage régional.

16 L'équation des prix relatifs estimée est spécifiée de la façon suivante : le prix unitaire d'une marque pour un produit spécifique dans une région est exprimé par rapport aux prix unitaires du lieu où est observé le prix minimum (basé sur les leaders du marché de chaque lieu). Toutes les variables explicatives sont exprimées en termes relatifs similaires et les variables quantitatives sont utilisées avec un retard de trois périodes pour éviter la simultanéité.

1. La concurrence sur le marché de production, qui est mesurée par les variables suivantes : (a) la part relative en volume du leader du marché, qui peut être considérée comme une mesure relative du pouvoir monopolistique ; (b) la part relative en volume des autres marques qui ne sont pas leaders du marché ; et (c) la part relative en volume des produits vendus sous marque de distributeur.
2. Les attitudes des consommateurs, qui sont mesurées par les paramètres suivants : (a) l'intensité de consommation, calculée par le nombre d'unités vendues par personne et par mois en un lieu donné¹⁷ ; et (b) l'indifférence des consommateurs au coût, mesurée par la taille moyenne du conditionnement (s'il existe une relation négative entre la taille du conditionnement et le prix unitaire, le choix du conditionnement appartient toujours au consommateur).
3. Les indices de concentration du marché de détail pour : (a) le niveau société mère, et b) le niveau groupement d'achat¹⁸.
4. D'autres variables régionales qui peuvent avoir une importance pour la détermination des niveaux de prix, notamment : (a) les coûts locaux tels que les salaires et les loyers, (b) le PIB par habitant, (c) le taux de chômage, (d) la densité de population, (e) les taux de TVA, et (f) une variable muette reflétant les promotions¹⁹.

Les résultats indiquent qu'il est possible de réduire la dispersion des prix (et de les faire baisser dans certains pays) par la mise en œuvre de réformes des marchés des biens et services visant à faire baisser les loyers des producteurs en place (c'est-à-dire les leaders du marché) et à faciliter les possibilités d'entrée et de croissance de nouveaux producteurs (renforcement de la concurrence) – cf. tableau 2.

Tableau 2 Variables explicatives des différences de prix par rapport au lieu où est observé le prix minimum

Variables	Signe	Mécanisme
1 – Concurrence sur le marché de la production		
1a – Part de marché du leader	+	Pouvoir monopolistique accru
1b – Part des autres marques	–	Concurrence accrue
1c – Part des marques de distributeurs	–	Concurrence accrue
2 – Attitudes des consommateurs		
2a – Intensité de consommation	–	Attention du consommateur accrue
2b – Indifférence des consommateurs au coût	–	Conscience du consommateur accrue
3 – Concurrence entre distributeurs		
3a – Indice de Herfindahl-Hirschman (HHI) pour le commerce de détail au niveau société mère	+	Concurrence réduite
3b – Indice de Herfindahl-Hirschman (HHI) pour le commerce de détail au niveau groupement d'achat	–	Compensation du pouvoir du producteur
4 – Autres facteurs de contrôle		
4a – Salaires des travailleurs peu qualifiés	+	Accroissement du coût
4b – Loyers des points de vente	+	Accroissement du coût
4c – PIB par habitant	+ (n. s.)	Effet de revenu
4d – Taux de chômage	– (n. s.)	Effet de revenu
4e – Densité de population	– (n. s.)	Économies d'échelle
4f – TVA	+	Répercussion
4g – Variable reflétant les promotions	–	Baisse des prix réels

Note: n. s. pour non significatif au seuil de signification de 10 %.

Source: Calculs des services de l'Eurosysteme.

¹⁷ Par exemple, l'intensité de consommation des pâtes alimentaires est relativement élevée en Italie. Dès lors, pour les consommateurs italiens, le prix des pâtes peut revêtir une plus grande importance et être l'objet d'un suivi plus attentif que, par exemple, le prix de la confiture de fraises.

¹⁸ Mesurés par des indices de Herfindahl-Hirschman calculés dans un rayon de 5 km, dont on fait la moyenne au niveau des régions.

¹⁹ Les promotions sont définies par un prix en baisse de plus de 6,25 % sur un mois (impliquant une diminution de 25 % en une semaine, ce qui est caractéristique d'une période de promotions) et en hausse de plus de 6,25 % le mois suivant. Des variables muettes contrôlant les effets temporels et les effets produits sont également incluses.

Ils montrent également que la concentration du marché de détail a des effets significatifs sur les prix qui dépendent du niveau d'agrégation (groupement d'achat contre société mère), confirmant que des mesures appropriées relatives aux structures du commerce de détail peuvent effectivement profiter aux consommateurs. Reflétant peut-être la forte intensité de main-d'œuvre qui caractérise le secteur, les différences de salaires des travailleurs peu qualifiés apparaissent également importantes pour expliquer les différences de prix observées, de même que les différences de loyers (mais pas de façon aussi robuste toutefois). Les variables relatives à l'environnement macroéconomique (comme le PIB régional par habitant, la densité de population, le chômage) semblent moins déterminantes au niveau régional, tandis que les différences de TVA ont un rôle significatif dans l'explication des différences de prix entre pays. Enfin, les variables décrivant les attitudes de consommateurs (volonté de consommer des produits vendus sous marque de distributeur, tailles de conditionnement préférées, etc.) sont importantes et économiquement significatives. À cet égard, il est essentiel d'éduquer et d'informer les consommateurs, en soulignant que leurs habitudes peuvent influencer les prix.

4 IMPLICATIONS POTENTIELLES DES MODIFICATIONS DE LA STRUCTURE DE LA DISTRIBUTION DES PRODUITS DE CONSOMMATION COURANTE POUR LA MESURE DE L'INFLATION ²⁰

Le biais potentiel de la mesure de l'inflation est reconnu depuis longtemps. Le rapport de la Commission Boskin (1996) ²¹ a souligné quatre grandes sources possibles de biais : (a) le biais lié à la substitution de produits, qui intervient lorsqu'un panier de consommation assorti de pondérations fixes ne permet pas de refléter le fait que les consommateurs ont tendance à substituer des biens moins onéreux à des biens plus onéreux lorsque les prix relatifs changent ; (b) le biais lié à la substitution de points de vente, qui se manifeste par une prise en compte insuffisante de modifications au profit des points de vente à prix réduits (par exemple les discompteurs) ; (c) le biais lié à des changements de qualité, qui se produit lorsque des améliorations de la qualité des produits sont incorrectement estimées ou totalement ignorées ; et (d) le biais lié aux nouveaux produits, qui apparaît quand de nouveaux produits sont introduits à un stade suffisamment précoce dans le panier de consommation. Une autre source possible d'erreur de mesure de l'inflation est l'absence de pondération au niveau des indices élémentaires ²².

Les indications de l'ampleur du biais de la mesure de l'inflation dans les pays de la zone euro sont relativement rares et concernent généralement la fin des années quatre-vingt-dix. Les études suivantes traitent du biais lié aux nouveaux points de vente : pour la France, Lequiller (1997) donne une fourchette de 0,05 à 0,15 point de pourcentage annuel ; pour l'Allemagne, Hoffmann (1998) estime que l'incidence est « peu susceptible de dépasser 0,1 point de pourcentage annuel » ; et, pour le Portugal, Covas et Silva (1999) ont conclu, en s'appuyant sur des données microéconomiques portugaises, que l'incidence a varié au cours du temps, s'inscrivant dans une fourchette de 0,25 à 0,50 point de pourcentage annuel ²³.

20 Cette section s'appuie sur E. Gabor et P. Vermeulen, *New evidence on elementary index bias*, Document de travail de la BCE n° 1754, décembre 2014 ; P. McQuade, *Substitution to private label products: Evidence from euro area retail scanner data*, étude présentée au congrès annuel de l'Association européenne d'économie, 25-29 août 2014, Toulouse, France.

21 *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living*, rapport final présenté à la Commission financière du Sénat par la Commission consultative chargée d'étudier l'indice des prix à la consommation, décembre 1996.

22 Pour une analyse plus détaillée de ces facteurs, cf. également l'encadré intitulé *Les problèmes potentiels de mesure dans les indices des prix à la consommation* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

23 Cf. F. Lequiller, *Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?*, Série des documents de travail de la direction des Études et Synthèses économiques, Institut national de la statistique et des études économiques, août 1997 ; J. Hoffmann, *Problems of Inflation Measurement in Germany*, Discussion Paper 1/98, Groupe de recherche économique de la Deutsche Bundesbank, février 1998 ; et F. Covas et J. Santos Silva, *Outlet substitution bias*, *Economic Bulletin*, Banco de Portugal, septembre 1999.

Des travaux plus récents traitant de la mesure de l'inflation soulignent l'incertitude qui entoure les estimations du biais de cette mesure, tant en termes de signe que d'ampleur, et le fait que ces estimations sont susceptibles de varier au cours du cycle d'activité²⁴. Linz (2009) étudie l'incidence sur l'inflation allemande d'une nouvelle méthode de pondération qui attribue aux discompteurs un poids plus grand qu'auparavant, ce qui se traduit par des révisions à la hausse de l'inflation en raison de la répercussion des chocs sur les prix des matières premières. Handbury *et al.* (2013), à partir de données japonaises scannées pour les prix des produits de consommation courante, constatent un biais à la hausse, en moyenne sur longue période, qui passe finalement du positif au négatif. Greenlees et McClelland (2011), à partir de données relevées aux États-Unis, concluent que l'incidence haussière sur les prix de l'amélioration de la qualité des produits compense la majeure partie de l'incidence baissière des points de vente à prix réduits. Enfin, Kryvstov (2013), s'appuyant sur des données canadiennes, affirme que le biais lié à la qualité n'est pas une source importante d'éventuelles erreurs de mesures de l'IPC au Canada.

Plusieurs caractéristiques de la base de données désagrégées sur les prix utilisée dans le présent article permettent d'analyser les informations des différents pays relatives à d'éventuels problèmes de mesure de l'inflation dans la zone euro. Premièrement, les informations relatives aux parts de marchés et aux prix moyens étant disponibles pour les différents types de points de vente, les conséquences éventuelles pour la mesure de l'inflation des modifications structurelles des formes de commerce de détail peuvent être étudiées (cf. encadré 4). Deuxièmement, lors de l'élaboration des indices de prix à la consommation, les différences de prix entre les marques de distributeurs et les marques de fabricants sont en général implicitement attribuées en totalité à des différences de qualité (ainsi, le changement de niveau de prix qui intervient lorsque des consommateurs se tournent vers des produits moins chers de marque de distributeur n'est pas pris en compte); or, des éléments empiriques indirects relatifs à la substitution entre produits de marque de distributeur et produits de marque de fabricant reposant sur des données désagrégées relatives aux prix des produits de consommation courante indiquent qu'il pourrait ne pas toujours en être ainsi²⁵. Enfin, les données relatives aux ventes en volume étant disponibles, ainsi que leur prix unitaire moyen, l'incidence éventuelle de l'absence de pondération au niveau des indices élémentaires sur les indices des prix à la consommation peut être étudiée. Une réserve s'impose : les données n'étant disponibles que pour une sélection de produits de grande consommation, il n'est pas possible de tirer des conclusions quant à l'éventualité d'erreurs de mesure de l'inflation globale. Néanmoins, il est possible d'obtenir des informations importantes et d'identifier des domaines dans lesquels poursuivre la recherche.

Les différences notables de niveaux de prix entre différents types de points de vente (même en tenant compte des effets de composition) et les modifications structurelles des formats de magasins (notamment l'apparition des discompteurs et le déclin relatif des magasins traditionnels) pourraient avoir des conséquences sur la mesure de l'inflation. Ces modifications structurelles peuvent entraîner des erreurs de mesure dans les statistiques d'inflation officielles si les différences de niveaux de prix entre types de points de vente ne reflètent pas uniquement des différences de qualité des services de commerce de détail (ce qui est normalement pris pour hypothèse lors de l'introduction de nouveaux points

24 Cf. S. Linz, *Weighting of Outlet-types and Regions – a new Weighting System for the German Consumer Price Index*, document élaboré pour la 11^e réunion de l'*International Working Group On Price Indices*, Groupe d'Ottawa, 2009; J. Handbury, T. Watanabe et D. E. Weinstein, *How Much Do Official Price Indexes Tell Us About Inflation?*, *NBER Working Paper Series*, n° 19504, octobre 2013; J. S. Greenlees et R. McClelland, *New Evidence on Outlet Substitution Effects in Consumer Price Index Data*, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n° 2, mai 2011, et O. Kryvstov, *Is There a Quality Bias in the Canadian CPI? Evidence from Micro Data*, document de travail n° 2013-24, Banque du Canada, juillet 2013.

25 Il a également été estimé que la substitution entre produits de marque de distributeur et produits de marque de fabricant s'est développée dans les pays non soumis à des tensions sur la même période. Pour de plus amples informations, cf. également L. Lamey, B. Dereersnyder, M. G. Dekimpe et J. Steenkamp, *How Business Cycles Contribute to Private-Label Success: Evidence from the United States and Europe*, *Journal of Marketing*, vol. 71, 2007.

de vente dans l'échantillon) ou si les variations de prix sont différentes selon les types de points de vente et que les offices statistiques tardent à refléter les modifications de l'importance des différents types de points de vente dans les pondérations qui leur sont associées. Les parts de marché et les évolutions des prix présentent des différences selon les types de points de vente. En particulier, sur la période 2009-2011, les prix relatifs et les parts de marché relatives des discompteurs ont légèrement augmenté. Ces deux effets se neutralisent. Globalement, sur la période étudiée, l'incidence nette sur la mesure de l'inflation, inférieure à 0,1 point de pourcentage du taux d'inflation annuel, n'apparaît pas économiquement significative²⁶. Cette incidence négligeable pourrait être due au fait que, sur la période d'échantillonnage considérée, le biais potentiel à la hausse résultant d'un effet de substitution au détriment des discompteurs en raison d'une hausse de leurs prix relatifs a été contrecarré par un biais à la baisse découlant d'un effet de part de marché, l'attractivité des discompteurs augmentant dans le contexte du ralentissement de l'activité économique.

Les prix des produits de marque de distributeur sont, en moyenne, nettement inférieurs à ceux des produits de marque de fabricant – cf. encadré 4. Conjuguée à des indications de substitution entre produits de marque de distributeur et produits de marque de fabricant, cette différence est susceptible d'avoir des implications pour la mesure de l'inflation. Les estimations montrent que les produits de marque de distributeur et les produits de marque de fabricant sont des substituts – ce qui produit un biais à la hausse – mais également que les hausses des prix des produits de marque de distributeur ont été supérieures à celles des produits de marque de fabricant au cours de la période d'échantillonnage, ce qui, conjugué à une augmentation de part de marché (celle des produits de marque de distribution s'est accrue pendant le ralentissement économique), se traduit par un biais à la baisse. *A priori*, l'effet net global est incertain.

26 Hausman et Leibtag (2009) estiment que pour les États-Unis l'effet de substitution des points de vente (conjugué au biais lié aux nouveaux points de vente) est significatif et pourrait même atteindre 18 % du taux d'inflation mesuré (suggérant, en d'autres termes, que l'IPC est surestimé de 0,42 point de pourcentage annuel). Cf. J. Hausman et E. Leibtag, *CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?*, NBER Working Paper Series, n° 10712, août 2004.

Encadré 4

MUTATIONS STRUCTURELLES DES FORMATS DE MAGASINS ET ÉVOLUTION DES PRODUITS VENDUS SOUS MARQUE DE DISTRIBUTEURS

Cet encadré présente un aperçu descriptif de deux processus marquants affectant les prix des produits de consommation courante dans la zone euro, à savoir l'évolution des formats de magasins et l'émergence de produits vendus sous marques de distributeurs (produits sous MDD).

Formats de magasins

Les mutations structurelles du commerce de détail de produits de consommation courante et les différences d'évolution des prix selon le type de point de vente doivent être prises en compte lorsque l'on mesure l'inflation. En termes de structure de la vente au détail des produits de consommation courante, il existe une forte hétérogénéité entre les pays reflétant une combinaison de facteurs, tels que l'héritage historique, les préférences sociétales, les facteurs sociogéographiques et les conditions réglementaires. Cela étant, la part de marché des discompteurs s'est globalement accrue, tandis que celles des petites épiceries et des détaillants spécialisés ont reculé (cf. également le rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles). En outre, des différences importantes tendent à exister entre les niveaux moyens de prix observés selon les différents types de magasins pour les catégories de produits examinées. Toutes choses égales par ailleurs, les discompteurs pratiquent en général les prix les moins élevés, suivis par les hypermarchés et les grands supermarchés, tandis

que les petits supermarchés, les magasins traditionnels et les autres types de commerces (tels que les pharmacies et les points de vente spécialisés) sont, en moyenne, plus chers ¹.

Produits de marques de distributeurs

De même, la croissance des produits de marques de distributeurs doit également être reflétée dans la mesure de l'inflation. En partie en réaction à l'émergence des discompteurs (mais aussi grâce à celle-ci), les marques de distributeurs ont fait leur apparition. Comme il ressort du rapport 2011 de l'Eurosystème sur les questions structurelles, la part de marché des produits vendus sous MDD s'est inscrite en hausse régulière dans la zone euro et, plus généralement, leur pénétration du marché des produits alimentaires emballés est plus élevée en Europe occidentale que dans les autres zones géographiques.

Il existe d'importantes différences de prix entre les produits de marques de distributeurs et les produits vendus sous marques de fabricant (les données suggèrent un écart de 35 % en moyenne). Toutefois, ces différences s'atténuent légèrement sur la période d'échantillonnage. Dans le même temps, la part de marché des produits de marques de distributeurs s'est accrue. La réduction de prix de ces produits par rapport aux prix de produits de marques de fabricant varie selon les pays, son plus haut niveau étant observé en Slovaquie, en Belgique et en Grèce et son plus bas niveau en Italie et aux Pays-Bas. La part des produits vendus sous MDD est relativement peu élevée en Estonie, en Italie et en Grèce et relativement importante en Allemagne et en Espagne.

Pour les différentes catégories de produits, une caractéristique importante des prix des biens vendus sous marque de distributeur est la relation positive entre leur part de marché et leur prix par rapport aux produits sous marques de fabricant. Pour les catégories de produits dont la part vendue sous MDD est relativement faible, l'écart de prix entre les produits vendus sous MDD et sous marque de fabricant est important (cf. graphique). Cette situation est liée à la nature des biens ainsi qu'aux perceptions des consommateurs ². Par exemple, les consommateurs perçoivent peu de différences entre les produits vendus sous marques de distributeurs et les produits de marques de fabricants pour des articles tels que les essuie-tout et les mouchoirs en papier et, en conséquence, (1) acceptent de consommer les biens vendus sous MDD, ce qui se traduit par une part de marché importante pour ces marques et (2) refusent de payer un surcoût important pour les produits de marques de fabricants, ce qui entraînera une réduction de prix relativement faible pour les marques de distributeurs. En revanche, s'agissant des produits d'hygiène corporelle tels que les déodorants, le shampoing, les préservatifs et le dentifrice, les consommateurs privilégient les grandes marques et, par conséquent, (a) n'acceptent pas de consommer des produits de MDD, ce qui se traduit par une faible part de marché de ces marques et (b) acceptent de payer un surcoût important pour les produits de marques de fabricants.

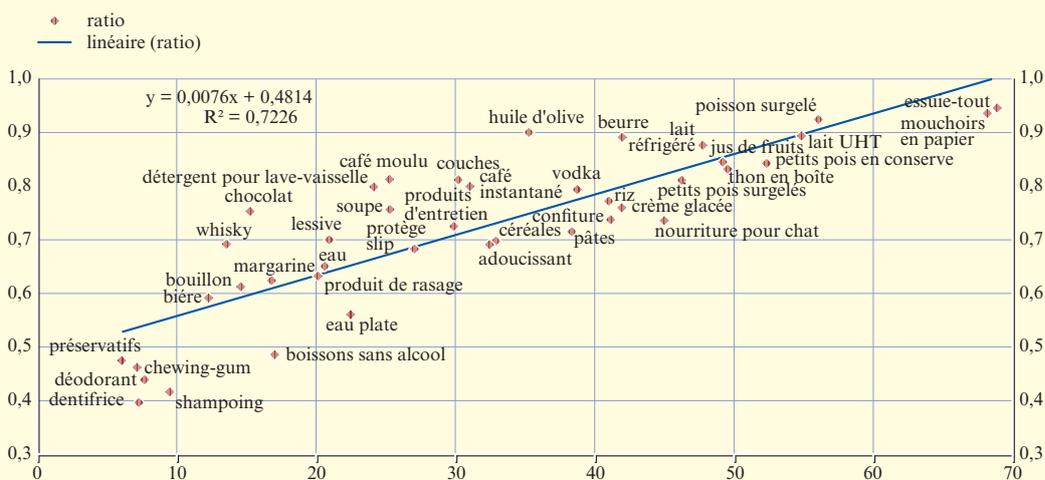
1 Les différences de prix par rapport aux discompteurs, en contrôlant l'effet de la composition des biens vendus, se situent en moyenne dans une fourchette allant de 1% à 17%, selon le type de magasin. Il convient de noter que les différences de prix apparentes sont plus importantes si l'effet de la composition des biens (tel que la part de produits de marques de distributeurs, les grandes marques, etc.) n'est pas contrôlé.

2 En général, les produits qui sont relativement génériques ou de base sont plus susceptibles d'être proposés en tant que produits de marques de distributeurs (par exemple les produits alimentaires emballés ou en conserve, les mouchoirs en papier et les essuie-tout, etc.), tandis que les biens affichant un degré de différenciation plus élevé et/ou pour lesquels la publicité ou la qualité sont très importantes (par exemple, les cosmétiques, les boissons alcoolisées, la nourriture pour bébé, etc.) tendent à présenter un niveau moins élevé de pénétration des marques de distributeurs. J. Steenkamp *et al.* montrent que le taux de pénétration des marques de distributeurs est plus élevé pour certaines catégories de produits alimentaires et boissons et de produits ménagers, mais moins important pour de nombreux produits d'hygiène corporelle. En outre, ils indiquent que dans les pays où les consommateurs accordent peu de confiance aux entreprises et aux institutions, le taux de pénétration des marques de distributeurs est susceptible d'être faible. Cf. J. Steenkamp, I. Geyskens, K. Gielen et O. Koll, *A global study into drivers of private label success*, commandé par l'AIM – European Brands Association, 2004.

Ratio prix des produits de MDD/prix des produits de marques de fabricants et part de marché des MDD (2009-2011)

Axe des abscisses : part de marché des MDD

Axe des ordonnées : ratio prix des produits de MDD/prix des produits de marques de fabricants



Sources: Nielsen et calculs des services de l'Eurosysteme.

Alors que les effets de concurrence nets des biens vendus sous marques de distributeurs n'apparaissent pas clairement *a priori*³, un renforcement de la pénétration de marché de ces biens exercera une pression à la baisse sur les niveaux des prix, de tels biens étant généralement moins onéreux (toutes choses égales par ailleurs)⁴.

Toutefois, déterminer l'incidence exercée par la hausse des parts de marché des discompteurs et des marques de distributeurs sur la mesure de l'inflation est plus difficile et ne peut être effectué *ex ante*. D'une part, dans la mesure où les écarts de prix ne résultent pas entièrement de différences de qualité, il en résulterait un biais à la hausse dans la mesure de l'inflation. D'autre part, même si le prix des biens vendus sous MDD est, en moyenne, moins élevé que celui des produits de marques de fabricants, le taux de variation des prix unitaires a été plus élevé pour les biens vendus sous MDD que pour ceux vendus sous marque de fabricant au cours de la période d'échantillonnage si l'on considère les biens figurant dans l'ensemble de données. Avec une part de marché en hausse, cela pourrait dénoter un biais à la baisse. L'effet qui sera prédominant pourra varier dans le temps et dépendre, dans une certaine mesure, du cycle d'activité.

3 L'existence de produits de marques de distributeurs peut offrir aux consommateurs une plus grande liberté de choix et peut contrebalancer le pouvoir de négociation des producteurs de grandes marques. Toutefois, un niveau élevé de pénétration des produits de marques de distributeurs est susceptible de donner un pouvoir de marché excessif aux détaillants, notamment si la concurrence dans le secteur du commerce de détail est elle-même insuffisamment élevée. En outre, les petites marques peuvent être évincées du marché par une combinaison de produits de grandes marques et de produits de marques de distributeurs. Ainsi, l'effet global sur la concurrence est loin d'être simple. Pour une analyse plus détaillée, cf. *The impact of private labels on the competitiveness of the European food supply chain*, Commission européenne, 2011.

4 Selon l'étude menée en 2004 par J. Steenkamp *et al.* (*op. cit.*), « agrégées pour toutes les catégories de biens de consommation courante (*fast moving consumer goods* – FMCG), les marques de fabricants coûtent plus cher que les marques de distributeurs dans toutes les régions », mais la majoration du prix varie fortement selon les pays et les produits.

S'agissant de la pondération au niveau des indices élémentaires, l'importance du choix de la formule de l'indice de mesure de la hausse des prix à la consommation est connue²⁷. Les indices de prix à la

27 Pour une présentation initiale de cette question, cf. M. Silver, *Elementary Aggregates, Micro-indices and Scanner Data: Some Issues in the Compilation of Consumer Price Indices*, *Review of Income and Wealth*, International Association for Research in Income and Wealth, vol. 41, n° 4, décembre 1995.

Tableau 3 Synthèse des analyses de mesure de l'inflation

Paramètres	Effet
Type de magasin	En moyenne, indications d'un biais négligeable et non significatif à la hausse de l'IPC. Effet net faible peut-être dû à une compensation de la substitution au détriment des formats de magasins dont les hausses de prix sont plus élevées par un effet revenu amenant les consommateurs à se tourner vers des points de vente moins chers – mais où les hausses de prix sont plus fortes.
Produits de marque de distributeur	Indication indirecte d'un biais potentiel à la hausse de l'IPC (les estimations montrent que les produits de marque de distributeur et les produits de marque de fabricant sont des substituts et les hausses de prix des produits de marque de distributeur sont relativement plus fortes) contrebalancé sur l'échantillon par un effet de part de marché (celle des marques de distribution augmentant sous l'effet du ralentissement économique). L'effet net est incertain.
Pondération élémentaire	La pondération au niveau élémentaire peut fortement modifier la mesure de l'inflation tant à la hausse qu'à la baisse, aussi bien au niveau élémentaire qu'à un niveau plus agrégé, par rapport à l'utilisation d'agrégats élémentaires non pondérés. Ces effets ne sont toutefois pas systématiques.

consommation officiels sont généralement fondés sur une agrégation pondérée d'indices agrégés à un niveau inférieur, dont les pondérations reposent sur des données de dépenses. Toutefois, au niveau de chaque produit, par exemple différentes marques du même produit, on ne dispose généralement pas de pondérations des dépenses et les indices de base des prix des produits définis finement (dits indices élémentaires) sont habituellement élaborés à partir de moyennes non pondérées de prix observés. Par exemple, pour construire un indice des prix du café, les offices statistiques calculent normalement une moyenne de prix non pondérée reposant sur un échantillon de marques différentes, bien qu'elles puissent se vendre en quantités largement différentes et inconnues. L'utilisation de moyennes de prix non pondérées pour construire des indices de niveau inférieur pour les produits définis finement ne résulte pas d'un choix mais plutôt d'une nécessité. Cela pose la question de savoir si l'absence de pondération des dépenses aux niveaux inférieurs de l'agrégation a une importance pour la mesure de l'inflation²⁸.

Les données utilisées dans le présent article permettent d'analyser la question du niveau de l'indice, les parts des dépenses (des ventes) pouvant être calculées au niveau élémentaire, et une comparaison des indices de prix pondérés et non pondérés au niveau de chaque produit montre effectivement que la pondération au niveau élémentaire peut avoir des effets significatifs. Ces effets peuvent être positifs ou négatifs. De plus, il semble que, bien que ces effets ne se neutralisent pas avec l'agrégation, l'effet ne soit pas systématiquement positif ou négatif selon les pays, les produits et les niveaux d'agrégation. Par conséquent, si la pondération au niveau élémentaire peut fortement modifier la mesure de l'inflation, l'erreur de mesure peut aller dans le sens de la hausse comme dans celui de la baisse et les effets nets ne sont pas systématiques.

Globalement, l'analyse montre qu'il existe une incertitude considérable, s'agissant non seulement de l'ampleur, mais aussi du sens des biais potentiels pour la mesure de l'inflation (cf. tableau 3). Par exemple, les évolutions de la période 2009-2011 indiquent que, en dépit de la hausse des prix relatifs des produits vendus sous marque de distributeurs et des discompteurs, leur part de marché s'est également accrue. Tandis que cette combinaison est peut-être pour partie un effet de la crise économique, elle suggère que le biais à la hausse analysé dans la littérature ne peut pas être pris pour hypothèse, mais doit être évalué de manière empirique. Dans ce contexte, les travaux menés actuellement par le Système statistique européen pour étudier le contenu informatif des données scannées et son utilisation dans les statistiques de prix officielles sont les bienvenus²⁹.

28 Notons que cette question est différente de celle relative à l'existence d'un biais au niveau de l'indice élémentaire en raison du comportement traditionnel de substitution des consommateurs, étudiée par exemple dans le rapport de la Commission Boskin.

29 Pour une vue d'ensemble des travaux récents des instituts de statistiques européens en ce domaine, cf. Les études présentées au *Workshop on Scanner Data for HICP*, organisé par l'Institut national de statistiques du Portugal, Lisbonne, les 26 et 27 septembre 2013 : http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_sem_lista&tipo=r&detalhe=165101941

5 CONCLUSIONS

Globalement, l'analyse souligne la nécessité de poursuivre les efforts de réforme visant à faciliter l'entrée et à améliorer la contestabilité dans les secteurs de la production et de la distribution des biens de consommation. L'analyse de la base de données désagrégées relatives aux prix des produits de consommation courante dans les différents pays de la zone euro a apporté de nombreuses informations uniques et précieuses sur les prix de ces produits dans la zone euro. En particulier, les résultats montrent des écarts marqués par rapport à la loi du prix unique et la forte segmentation des marchés suivant les frontières nationales, ce qui signifie que de nombreux progrès restent à accomplir dans la réalisation du Marché unique. Les différences de niveaux de prix sont présentées comme une fonction de la structure des marchés de la production et du commerce de détail, où la situation concurrentielle revêt une importance particulière, mais où le comportement des consommateurs a également un rôle à jouer.



TABLE DES MATIÈRES

1 Environnement extérieur	S2
2 Évolutions financières	S3
3 Production et demande	S7
4 Prix et coûts	S11
5 Monnaie et crédit	S14
6 Évolutions budgétaires	S19

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>

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



I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variation en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	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 ²⁾ (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,1	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6	1,5	.	2,0	0,4
2014 T1	0,6	-0,5	0,6	1,4	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
T2	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,0	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
T3	.	1,2	0,7	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,9	.	1,5	0,2
2014 Juillet	-	-	-	-	-	-	1,9	1,9	2,0	1,6	3,4	2,3	0,4
Août	-	-	-	-	-	-	1,8	1,9	1,7	1,5	3,3	2,0	0,4
Septembre	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,2	3,2	1,6	0,3
Octobre	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
Novembre	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,3	1,0	2,4	1,4	0,3
Décembre	-	-	-	-	-	-	.	.	0,8	0,5	.	1,5	-0,2

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 ³⁾					
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ⁴⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ⁴⁾	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	
2012	52,7	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,7	-0,1	5,9
2014	54,3	57,3	57,8	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 T1	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	-0,3	0,3	-0,7
T2	54,4	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,1	1,0	-0,7
T3	55,8	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,3	52,0	2,5	0,8	3,4
T4	53,3	55,7	56,2	50,9	51,4	51,5	52,8	53,5	50,8	.	.	.
2014 Juillet	56,0	60,6	58,6	50,2	51,6	53,8	54,1	56,6	51,2	0,4	0,8	0,1
Août	55,8	59,7	59,3	50,8	52,8	52,5	54,3	56,2	52,5	1,5	0,0	2,3
Septembre	55,5	59,0	57,5	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
Octobre	53,9	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,1	3,4	1,2	4,6
Novembre	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,3	.	.	.
Décembre	52,5	53,8	55,2	51,9	51,4	51,4	52,5	52,5	50,9	.	.	.

Sources : Eurostat (tableau 1.1, col. 3, 6, 10, 13); BRI (tableau 1.1, col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (tableau 1.1, col. 1, 5, 7, 8); Markit (tableau 1.2, col. 1-9); Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (tableau 1.2, col. 10-12).

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

3) « 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 trimestriel. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

4) Hors zone euro.

2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
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
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
T3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
T4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 Juillet	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Août	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13
Septembre	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Octobre	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Novembre	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
Décembre	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50	
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	
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50	
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09	
T3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53	
T4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2014 Juillet	0,04	-0,02	0,01	0,43	1,34	1,36	2,45	2,15	-0,04	0,14	1,35	2,91	
Août	0,00	-0,06	-0,05	0,28	1,03	1,09	2,25	1,82	-0,09	0,04	1,01	2,38	
Septembre	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53	
Octobre	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33	
Novembre	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01	
Décembre	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
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
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
T3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
T4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2014 Juillet	322,3	3 192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1 973,1	15 379,3
Août	311,3	3 089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1 961,5	15 358,7
Septembre	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
Octobre	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
Novembre	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
Décembre	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7

Source : BCE.

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

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

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)}

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt		
	À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux						
			≤ 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	> 10 ans			
	1	2	3	4			5	6	7		8	9	10	11		12	13	14	15	16
2013	Décembre	0,29	1,11	1,60	1,91	7,64	16,92	5,63	6,70	7,05	3,17	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,06
2014	Janvier	0,28	1,09	1,66	1,95	7,70	17,06	5,73	6,86	7,34	3,23	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,07
	Février	0,28	1,11	1,61	1,93	7,66	17,06	5,87	6,79	7,38	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,05
	Mars	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,06	5,83	6,68	7,28	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,01
	Avril	0,27	1,06	1,54	1,83	7,62	17,24	5,61	6,61	7,18	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	2,99
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,56	17,25	5,64	6,74	7,27	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	2,93
	Juin	0,27	1,04	1,32	1,74	7,59	17,21	5,47	6,62	7,11	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	2,87
	Juillet	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,06	5,57	6,55	6,97	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	2,79
	Août	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,02	5,58	6,53	7,02	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	2,75
	Septembre	0,23	0,92	1,19	1,70	7,49	17,08	5,39	6,50	6,98	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,97	2,68
	Octobre	0,22	0,91	1,10	1,65	7,33	16,97	5,49	6,44	7,00	2,92	2,43	2,63	2,66	2,79	2,90	2,61
	Novembre ⁴⁾	0,22	0,89	1,02	1,67	7,27	17,13	5,66	6,56	7,14	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,85	2,55

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 4)}

(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 :			≤ à 250 000 euros			> à 250 000 euros et ≤ 1 million			> à 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
2013	Décembre	0,34	0,81	1,63	3,97	4,52	4,49	3,89	2,87	3,51	3,17	2,17	2,73	2,88	2,94
2014	Janvier	0,33	0,74	1,81	4,03	4,59	4,68	3,84	2,81	3,69	3,20	2,15	2,74	3,00	2,98
	Février	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
	Mars	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
	Avril	0,34	0,72	1,60	3,98	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juin	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,75	2,68	2,79
	Juillet	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,91	2,43	2,69	2,76
	Août	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,57	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Septembre	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Octobre	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Novembre ⁴⁾	0,25	0,43	1,23	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,85	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49

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							
	Total	IFM (y compris Eurosysteme)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Eurosysteme)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques				
			Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2011	1 593	702	99	.	79	635	77	748	511	47	.	54	107	29	
2012	1 440	601	141	.	75	558	65	704	490	38	.	52	103	21	
2013	1 238	474	116	.	67	528	53	510	315	31	.	44	99	21	
2014	1 331	516	124	.	67	573	52	391	218	23	.	35	86	29	
	Juillet	1 368	516	155	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
	Août	1 365	527	143	.	74	574	46	326	162	31	.	27	91	16
	Septembre	1 340	509	136	.	70	577	49	332	153	27	.	31	95	25
	Octobre	1 307	498	133	.	72	563	41	330	139	28	.	37	102	25
	Novembre	1 268	492	133	.	69	557	17	277	127	28	.	28	87	7
Long terme															
2011	14 848	4 816	3 109	.	780	5 595	548	253	98	51	.	9	84	10	
2012	15 151	4 797	3 139	.	841	5 747	626	255	99	45	.	16	84	12	
2013	15 111	4 412	3 093	.	920	6 059	627	221	69	39	.	16	89	9	
2014	15 218	4 221	3 120	.	958	6 283	636	247	67	49	.	22	98	10	
	Juillet	15 159	4 183	3 126	.	967	6 241	641	207	52	37	.	19	86	13
	Août	15 107	4 155	3 109	.	970	6 229	645	75	29	11	.	3	28	5
	Septembre	15 154	4 161	3 126	.	981	6 235	652	217	58	43	.	13	90	13
	Octobre	15 124	4 076	3 162	.	981	6 256	650	208	45	40	.	15	101	8
	Novembre	15 006	4 058	3 163	.	985	6 302	498	195	58	44	.	14	73	6

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

4) 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.

5) Véhicules financiers (VF).

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 Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
			Sociétés financières autres que les IFM	VF ¹⁾	Sociétés non financières	Administra- tion centrale					Autres admini- strations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours											
2011	16 441,0	5 518,7	3 208,1	.	859,2	6 230,2	624,8	3 939,9	339,3	325,1	3 275,5
2012	16 590,3	5 398,4	3 280,6	.	915,7	6 305,2	690,5	4 593,9	404,6	617,8	3 571,5
2013	16 349,1	4 885,7	3 209,5	.	986,9	6 587,2	679,8	5 634,8	569,0	751,0	4 314,8
2014 Juin	16 549,0	4 736,3	3 243,5	.	1 025,9	6 856,0	687,3	6 009,1	629,3	779,5	4 600,3
Juillet	16 526,3	4 699,6	3 280,8	.	1 041,9	6 818,7	685,3	5 865,5	626,8	775,7	4 463,0
Août	16 472,0	4 681,6	3 251,4	.	1 044,5	6 803,4	691,0	5 915,3	637,3	788,9	4 489,2
Septembre	16 494,0	4 669,8	3 261,4	.	1 050,7	6 811,7	700,4	5 929,5	650,7	788,4	4 490,4
Octobre	16 431,5	4 574,4	3 294,7	.	1 053,1	6 818,5	690,7	5 762,0	611,5	763,1	4 387,4
Novembre	16 273,9	4 550,1	3 295,8	.	1 054,5	6 858,5	515,0	6 036,6	628,3	796,6	4 611,7
Taux de croissance											
2011	3,9	5,0	-1,5	.	5,7	4,7	12,1	1,6	9,3	4,4	0,4
2012	1,6	-1,8	1,2	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,2	-8,9	-2,1	.	8,2	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014 Juin	-0,4	-7,1	-1,3	.	7,2	4,0	0,7	1,4	6,5	1,6	0,7
Juillet	-0,2	-7,1	-0,3	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
Août	-0,5	-7,1	-1,0	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
Septembre	-0,5	-6,9	-1,0	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
Octobre	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Novembre	-1,1	-8,5	0,0	.	5,1	2,9	0,8	1,6	7,1	1,7	0,8

2.8 Taux de change effectifs ²⁾

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

	TCE-20						TCE-39	
	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 ³⁾)	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
2012	97,9	95,6	92,9	89,4	99,1	92,0	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,4	92,4	102,6	94,5	112,0	96,2
2014	102,2	98,6	96,3	.	.	.	114,7	96,6
2014 T1	103,9	100,7	97,9	94,8	103,5	97,8	116,6	99,0
T2	103,8	100,1	97,8	94,5	103,0	97,6	116,0	97,9
T3	101,6	97,9	95,8	92,2	100,2	95,1	113,7	95,6
T4	99,6	95,7	94,0	.	.	.	112,4	94,1
2014 Juillet	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4
Août	101,9	98,2	96,0	-	-	-	114,0	95,9
Septembre	100,4	96,7	94,7	-	-	-	112,4	94,5
Octobre	99,6	95,8	93,9	-	-	-	111,9	93,8
Novembre	99,5	95,7	94,0	-	-	-	112,1	93,8
Décembre	99,6	95,6	94,0	-	-	-	113,2	94,6
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Décembre	0,1	0,0	-0,1	-	-	-	1,0	0,8
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Décembre	-4,1	-5,0	-4,3	-	-	-	-2,2	-4,0

Source : BCE.

1) Véhicules financiers (VF).

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

3) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-19 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
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
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
2014 T1	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
T2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
T3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
T4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Juillet	8,394	7,615	27,458	7,456	309,808	137,723	4,144	0,793	4,4098	9,233	1,215	1,354
Août	8,197	7,633	27,816	7,455	313,907	137,107	4,192	0,797	4,4252	9,188	1,212	1,332
Septembre	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
Octobre	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Novembre	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Décembre	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>												
2014 Décembre	-0,1	0,0	-0,1	0,0	1,3	1,4	0,1	-0,3	0,7	1,8	0,0	-1,1
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>												
2014 Décembre	-8,3	0,4	0,4	-0,3	3,5	3,8	0,9	-5,7	-0,1	5,0	-1,8	-10,0

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

	Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Encours (position extérieure)</i>												
2013 T4	17 765,8	19 107,1	-1 341,3	7 229,4	5 550,2	5 659,0	9 051,8	-64,8	4 400,0	4 503,5	542,1	11 313,1
2014 T1	18 191,9	19 456,3	-1 264,4	7 344,9	5 502,6	5 747,5	9 304,4	-49,4	4 578,4	4 649,4	570,6	11 535,4
T2	18 708,6	19 747,6	-1 039,0	7 465,3	5 522,1	6 037,4	9 609,6	-43,5	4 666,5	4 615,9	583,1	11 638,9
T3	19 457,8	20 391,7	-933,9	7 643,0	5 603,7	6 407,6	9 967,0	-77,1	4 887,3	4 820,9	597,0	11 959,0
<i>encours en pourcentage du PIB</i>												
2014 T3	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
<i>Flux</i>												
2013 T4	249,5	80,3	169,2	212,9	185,7	54,9	87,4	12,0	-30,8	-192,7	0,4	-
2014 T1	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
T2	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
T3	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
2014 Juin	0,8	-76,2	77,1	-37,2	-25,3	66,5	73,9	4,9	-32,9	-124,8	-0,5	-
Juillet	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
Août	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
Septembre	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
Octobre	0,8	-32,4	33,3	10,7	11,6	16,3	-31,1	0,6	-27,7	-12,9	1,0	-
Novembre	154,2	77,6	76,6	25,5	-2,6	46,7	34,5	3,9	79,9	45,7	-1,8	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2014 Novembre	805,2	386,3	418,9	105,1	13,6	425,6	366,3	45,4	227,0	6,3	2,1	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>												
2014 Novembre	8,0	3,9	4,2	1,0	0,1	4,2	3,7	0,5	2,3	0,1	0,0	-

Source : BCE.

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

3 PRODUCTION ET DEMANDE

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur			
		Total	Consomma- tion privée	Consomma- tion publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks	Total	Exportations	Imports	
	Total des bâtimens				Total des machines	Droits de propriété intellectuelle						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2011	9 768,2	9 628,9	5 492,4	2 046,4	2 024,1	1 066,0	604,5	350,1	66,1	139,3	4 074,6	3 935,3
2012	9 824,4	9 563,5	5 521,4	2 059,5	1 982,4	1 039,8	581,4	357,4	0,1	260,9	4 252,7	3 991,8
2013	9 904,4	9 564,0	5 544,7	2 090,1	1 942,3	1 009,2	569,3	359,7	-13,1	340,4	4 325,9	3 985,5
2013 T4	2 493,9	2 402,5	1 392,7	524,3	491,2	254,5	145,6	90,4	-5,7	91,3	1 094,8	1 003,4
2014 T1	2 509,2	2 415,5	1 397,4	527,7	493,2	255,8	144,5	91,2	-2,8	93,6	1 095,7	1 002,1
T2	2 514,9	2 418,7	1 403,8	529,1	490,0	251,2	145,3	91,8	-4,2	96,2	1 108,8	1 012,6
T3	2 521,7	2 424,4	1 411,2	533,8	490,1	251,0	145,3	92,2	-10,7	97,3	1 123,7	1 026,4
en pourcentage du PIB												
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012	100,0	97,3	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,8	3,6	-0,1	3,5	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2013 T4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,7	0,1	1,9	0,4	-	-	0,8	0,2
2014 T1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,4
T2	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,7	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
T3	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2013 T4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,2	-	-
2014 T1	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-	-
T2	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
T3	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-

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 manu- facturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et commu- nication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2011	8 781,5	146,7	1 712,6	484,9	1 663,9	406,9	434,6	1 007,6	918,3	1 695,0	310,9	986,7
2012	8 833,5	150,8	1 719,2	472,2	1 671,8	409,8	439,1	1 013,1	926,8	1 714,0	316,8	990,8
2013	8 899,1	154,5	1 728,6	462,9	1 678,7	401,0	438,4	1 030,1	939,9	1 744,1	320,7	1 005,3
2013 T4	2 240,3	38,3	436,2	116,6	422,2	100,4	110,1	259,5	237,2	439,0	80,8	253,5
2014 T1	2 254,4	38,2	436,3	117,8	424,4	100,4	112,9	261,6	238,4	443,2	81,3	254,9
T2	2 256,6	37,6	437,8	115,8	424,9	100,1	113,9	262,8	239,5	442,9	81,3	258,3
T3	2 263,4	36,4	438,2	115,5	427,3	99,7	113,6	263,5	241,4	445,6	82,0	257,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,3	3,5	-
2012	100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013	100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2013 T4	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 T1	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,5	0,0
T2	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
T3	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2013 T4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 T1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3.3 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Construc-tion	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricula-tions de voitures particulières
	Total (hors construc-tion)	Industrie manu-facturière	Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carbu-rants	
En % du total en 2010	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	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													
2011	3,4	4,7	4,2	8,4	0,9	-4,3	-3,6	8,6	-0,7	-1,1	-0,2	-3,3	-0,9
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,7	-1,3	-1,6	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2013 T4	1,5	1,9	2,5	2,7	0,4	-1,4	-1,2	2,7	0,3	-0,2	0,9	0,2	5,3
2014 T1	1,3	3,1	3,1	3,9	2,5	-9,2	6,7	4,4	1,0	-0,5	2,3	0,8	5,0
T2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,7	3,9	1,4	1,2	2,0	-0,5	3,9
T3	0,5	1,1	0,4	1,3	1,7	-3,4	-0,3	2,2	0,9	-0,3	2,0	-0,6	4,1
2014 Juin	0,2	0,7	0,4	0,3	1,9	-3,9	-0,7	1,7	2,0	1,6	2,7	-0,2	3,3
Juillet	1,7	2,5	1,5	4,0	2,0	-4,3	-0,5	4,5	0,6	-1,0	2,1	-1,9	5,7
Août	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,5	-2,9	1,5	1,0	1,6	-0,5	3,6	-0,3	4,1
Septembre	0,2	0,7	-0,5	1,5	0,8	-2,9	-2,3	1,2	0,4	0,8	0,4	0,4	2,5
Octobre	0,8	1,2	-0,6	1,4	3,1	-1,5	0,3	4,0	1,6	0,1	2,5	0,7	4,4
Novembre	-0,4	0,3	-0,6	-0,9	3,1	-4,8	2,2	.	1,5	0,1	2,8	1,5	0,3
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2014 Juin	-0,2	-0,2	0,4	0,2	-1,6	-1,1	-0,2	-1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	1,2
Juillet	0,8	1,0	0,9	1,8	0,5	-0,8	0,2	2,2	-0,3	-0,9	0,1	-0,4	0,6
Août	-1,2	-1,4	-1,0	-3,3	0,3	1,1	0,5	-2,1	0,6	0,1	1,2	0,8	0,1
Septembre	0,5	0,5	-0,3	2,1	-0,9	0,4	-1,1	1,3	-0,9	0,2	-2,1	-0,2	-1,3
Octobre	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-0,8	1,1	1,0	0,6	-0,1	0,9	0,5	3,0
Novembre	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,9	-0,9	-0,1	.	0,6	0,5	1,4	1,4	-2,7

3.4 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manu-facturière, énergie et services publics	Construc-tion	Commerce, transport, héberge-ment et restaura-tion	Informa-tion et communi-cation	Activités financières et d'assu-rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre-prises et de soutien	Administra-tion 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	13
Personnes employées													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2011	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,7	24,8	2,7	2,7	1,0	12,6	23,7	7,0
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,1	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,6	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-0,8	-4,6	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,5	-0,7	0,2	-1,1	-1,3	0,2	-0,2	-0,2
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,9	0,4	-1,0	-3,3	-0,3	0,0	-1,0	-0,7	0,8	0,1	-1,1
2014 T1	0,0	0,2	-0,7	0,5	-0,6	-2,8	0,2	0,3	-0,8	0,5	1,0	0,4	0,1
T2	0,4	0,7	-1,1	-0,7	0,2	-2,3	0,7	0,7	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,3
T3	0,6	0,9	-1,1	-0,9	0,3	-1,7	1,2	1,0	-1,2	0,1	1,8	0,4	0,9
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2011	100,0	80,0	20,0	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,8	1,0	12,3	21,3	6,3
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,2	-0,1	0,4	2,6	0,3	0,0
2012	-1,6	-1,7	-1,4	-2,6	-2,1	-6,5	-1,9	0,3	-0,8	-1,3	-0,3	-0,4	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,3	-5,3	-1,3	0,2	-1,5	-2,4	-0,4	-0,5	-0,6
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,5	1,7	-0,2	-3,3	-0,5	0,7	-0,9	-2,1	0,4	0,0	-1,1
2014 T1	0,6	0,7	0,1	1,6	1,0	-1,4	0,5	0,7	-0,4	0,2	0,9	1,0	0,4
T2	0,2	0,6	-1,3	-0,2	0,3	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,4	0,6	-0,3
T3	0,5	0,9	-1,1	0,1	0,6	-2,1	1,1	0,9	-1,4	-0,6	1,4	0,3	0,4
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,2	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,5	-0,5	-1,2	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 T4	0,0	0,0	0,4	1,3	0,8	-0,1	-0,2	0,7	0,1	-1,5	-0,4	-0,1	0,0
2014 T1	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,3	0,4	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
2014 T2	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
T3	-0,1	0,0	0,0	0,9	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE, données expérimentales de la BCE (tableau 3.3, col. 8) et Association des constructeurs européens d'automobiles (tableau 3.3, col. 13).

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

3.5 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Population active, millions ¹⁾	Sous-emploi, % de la population active ²⁾	Chômage										Taux de vacance d'emploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions		% de la population active
% du total en 2013													% du total des postes	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
			100,00			81,4		18,6		53,7		46,3		
2011	157,123	3,6	15,955	10,1	4,6	12,736	8,9	3,219	21,0	8,518	9,9	7,437	10,4	1,7
2012	158,219	3,9	18,004	11,3	5,2	14,502	10,1	3,503	23,3	9,679	11,2	8,325	11,5	1,6
2013	158,207	4,3	19,023	12,0	5,9	15,482	10,7	3,541	24,1	10,215	11,9	8,808	12,1	1,5
2013 T4	158,333	4,4	18,878	11,9	6,1	15,410	10,7	3,467	23,9	10,096	11,8	8,783	12,0	1,6
2014 T1	157,751	4,4	18,675	11,8	6,3	15,244	10,6	3,431	23,8	10,037	11,7	8,639	11,8	1,7
T2	158,067	4,4	18,430	11,6	6,0	15,063	10,4	3,367	23,5	9,817	11,4	8,612	11,8	1,6
T3	158,491	4,2	18,321	11,5	5,8	14,966	10,3	3,354	23,5	9,705	11,3	8,616	11,8	1,6
2014 Juin	-	-	18,346	11,5	-	14,993	10,4	3,353	23,5	9,717	11,3	8,628	11,8	-
Juillet	-	-	18,390	11,6	-	15,033	10,4	3,356	23,5	9,734	11,3	8,655	11,8	-
Août	-	-	18,275	11,5	-	14,932	10,3	3,343	23,5	9,670	11,3	8,605	11,8	-
Septembre	-	-	18,297	11,5	-	14,934	10,3	3,363	23,5	9,710	11,3	8,588	11,7	-
Octobre	-	-	18,360	11,5	-	14,975	10,3	3,385	23,6	9,776	11,4	8,584	11,7	-
Novembre	-	-	18,394	11,5	-	14,985	10,3	3,409	23,7	9,781	11,4	8,613	11,7	-

3.6. Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)						Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)					
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
1999-2013	100,2	-6,1	80,8	-12,7	-13,9	-8,9	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,8	-11,7	78,6	-22,1	-27,6	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,3	78,3	-18,6	-30,0	-12,5	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,4	-4,2	.	-10,0	-28,3	-4,0	3,9	.	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 T1	101,6	-3,5	79,8	-11,2	-29,0	-3,1	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
T2	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,7	-2,3	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
T3	100,9	-4,9	80,0	-9,9	-28,1	-4,7	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
T4	100,7	-4,9	.	-11,2	-25,5	-5,9	4,8	.	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 Juillet	102,2	-3,8	79,9	-8,3	-28,2	-2,3	3,6	87,3	51,8	52,7	54,2	53,8
Août	100,6	-5,3	-	-10,0	-28,4	-4,6	3,1	-	50,7	51,0	53,1	52,5
Septembre	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,7	-7,3	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
Octobre	100,7	-5,1	80,0	-11,1	-24,6	-6,4	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
Novembre	100,7	-4,3	-	-11,5	-26,3	-6,0	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
Décembre	100,7	-5,2	-	-10,9	-25,5	-5,3	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4

Sources : Eurostat, calculs de la BCE, Commission européenne (Direction générale Affaires économiques et financières) (tableau 3.6, col. 1-8), Markit (tableau 3.6, col. 9-12).

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.

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages						Sociétés non financières							
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement	
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)			Variations annuelles en pourcentage			En pourcentage de la valeur ajoutée nette			En pourcentage du PIB			Variations annuelles en pourcentage	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	13,0	97,6	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	32,7	3,6	.	3,2	9,9	2,1	
2012	12,9	97,3	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,0	1,6	133,4	1,0	-4,8	0,8	
2013	13,1	95,8	-0,5	1,3	-3,9	0,1	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-3,2	0,7	
2013 T4	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-0,4	0,7	
2014 T1	13,1	95,5	0,6	1,4	3,3	1,9	-1,0	30,0	2,6	129,2	1,7	2,1	0,8	
T2	13,0	95,5	0,5	1,5	0,0	2,9	-0,1	30,0	2,4	130,1	2,0	-0,5	1,0	
T3	13,1	94,8	1,7	1,5	0,3	2,7	0,3	.	2,5	129,4	1,7	-0,9	0,8	

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 ⁵⁾		
	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	
2013 T4	819,6	765,1	54,6	484,1	429,9	164,9	145,1	148,6	134,6	22,1	55,5	15,9	7,2
2014 T1	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
T2	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
T3	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
2014 Juin	281,2	263,7	17,5	162,3	144,2	59,9	52,4	51,2	44,9	7,8	22,3	3,1	1,0
Juillet	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
Août	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
Septembre	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
Octobre	277,4	257,9	19,5	164,0	145,6	58,5	52,8	47,1	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
Novembre	269,0	251,0	18,1	157,6	138,9	59,1	51,3	44,4	39,7	7,9	21,2	3,4	1,1
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2014 Novembre	3 296,8	3 055,2	241,6	1 934,1	1 702,4	683,5	601,8	590,6	521,4	88,6	229,5	35,6	15,6
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>												
2014 Novembre	32,8	30,4	2,4	19,3	17,0	6,8	6,0	5,9	5,2	0,9	2,3	0,4	0,2

3.9 Échanges de biens de la zone euro ⁶⁾, valeurs et volumes par groupes de produits ⁷⁾

(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>												
2013 T4	1,0	-2,1	473,5	231,8	96,2	133,3	386,4	431,9	269,7	58,4	95,8	271,2	81,5
2014 T1	1,2	0,2	479,5	235,0	95,5	136,8	389,7	436,8	272,0	60,9	96,3	277,6	78,9
T2	0,7	0,2	480,1	234,2	96,2	137,6	394,9	437,0	270,2	60,6	98,6	280,7	77,9
T3	2,9	0,4	484,2	235,4	96,3	138,5	396,4	437,9	268,8	60,9	100,1	285,1	76,6
2014 Juin	3,2	2,9	159,8	77,5	31,7	45,5	131,2	146,6	89,9	20,9	33,0	94,3	25,4
Juillet	2,9	0,9	160,6	78,2	32,0	46,5	131,3	147,7	91,4	20,5	33,3	96,0	26,2
Août	-3,2	-4,4	158,4	77,6	30,5	44,9	129,6	143,0	87,5	19,5	33,0	91,8	25,1
Septembre	8,6	4,2	165,2	79,6	33,7	47,1	135,6	147,2	90,0	20,9	33,8	97,3	25,4
Octobre	4,0	-0,1	165,0	79,4	33,5	47,6	134,3	145,4	88,4	20,7	33,8	96,2	24,7
Novembre	0,5	-1,8	165,3	.	.	.	135,1	145,4	.	.	.	94,5	.
	<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>												
2013 T4	1,9	1,3	113,2	111,6	115,4	113,7	113,1	99,4	99,8	95,4	99,1	99,6	95,9
2014 T1	1,6	2,6	114,8	113,3	114,7	116,9	114,1	100,5	101,0	98,1	99,5	101,8	94,3
T2	0,8	2,3	114,7	113,1	114,2	117,4	115,4	101,6	101,8	98,3	102,3	103,4	94,0
T3	1,2	1,9	114,4	112,5	113,8	116,1	114,4	101,4	101,3	98,5	101,9	103,5	93,8
2014 Juin	2,6	3,9	113,7	111,6	112,4	115,4	114,2	101,7	100,9	100,7	102,7	103,7	90,0
Juillet	1,2	2,2	114,2	112,5	114,0	117,2	114,1	102,9	102,8	103,1	102,4	105,9	93,2
Août	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,2	113,6	112,3	99,4	99,2	94,1	100,6	99,8	92,6
Septembre	6,4	6,0	116,7	114,0	119,2	117,6	116,7	101,8	101,9	98,4	102,7	104,8	95,6
Octobre	2,2	1,0	116,6	113,7	118,3	119,2	115,5	100,8	101,4	96,3	101,2	102,5	98,5
Novembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 (nets 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.

5) Le compte financier n'est pas corrigé des variations saisonnières.

6) 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.

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

4 PRIX ET COÛTS

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	69,4	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 T1	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
T2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
T3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
T4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 Juillet	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
Août	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4
Septembre	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Octobre	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
Novembre	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
Décembre	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi-cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	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
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
T4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 Juillet	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Août	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3
Septembre	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Octobre	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Novembre	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
Décembre	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4

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									Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾	
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie				
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	5,8	1,5	10,9	3,3	1,0	3,1
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,8	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,1	-1,2
2013 T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,3	0,2	-2,8	0,7	-1,6	-1,2
2014 T1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,7	.
T2	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	-0,2	0,4	-3,1	0,2	0,0	.
T3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	-1,0	0,3	-4,5	0,4	0,3	.
2014 Juin	107,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,4	-0,5	0,3	-2,5	-	-	-
Juillet	106,9	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	0,4	0,2	-0,7	0,4	-4,1	-	-	-
Août	106,7	-1,5	-0,7	-0,2	-0,6	0,4	0,0	-0,9	0,3	-4,9	-	-	-
Septembre	106,9	-1,5	-0,8	-0,1	-0,5	0,5	-0,4	-1,3	0,2	-4,5	-	-	-
Octobre	106,5	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,6	-0,6	-1,4	0,3	-4,1	-	-	-
Novembre	106,2	-1,6	-1,3	-0,2	-0,6	0,6	-0,6	-1,5	0,2	-5,0	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et calculs de la BCE effectués à partir des données d'IPD et de sources nationales (tableau 4.2, col. 13).

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

2) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introlhtml/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				Exportations ¹⁾		Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ³⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
% du total	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,5	-1,6	-8,6	-3,3	0,7	-6,3
2014 T1	104,4	1,0	0,6	0,7	0,7	0,2	-0,9	-2,0	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1
T2	104,5	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,4	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4
T3	104,6	0,8	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,6	-1,2	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-1,4	6,2	-4,7	3,6	9,3	-0,5
2014 Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6
Août	.	.	.	.	.	.	.	.	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	.	69,5	-2,6	3,8	-5,4	1,0	4,2	-1,3
Novembre	.	.	.	.	.	.	.	.	64,1	-1,4	6,2	-4,7	3,9	9,6	-0,2
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	51,3	-0,2	8,7	-4,0	5,9	14,1	0,0

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 consommation 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	-	-	-	-1,9	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2011	13,8	15,5	5,5	-6,6	39,1	64,1	57,1	55,5	51,0	
2012	2,7	8,1	1,9	-12,6	38,5	52,7	55,1	49,9	47,9	
2013	-0,5	2,0	-1,6	-17,4	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014 T1	0,5	1,9	0,3	-18,3	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7	
T2	-0,9	-0,6	0,1	-20,4	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7	
T3	-0,7	-1,4	0,2	-17,3	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4	
T4	-2,1	-3,8	2,5	-15,8	7,8	48,7	52,6	49,0	47,1	
2014 Juillet	0,4	0,2	0,2	-18,5	15,3	52,8	54,9	50,1	48,5	
Août	-0,7	-0,1	1,0	-16,3	12,8	51,8	53,4	50,3	48,3	
Septembre	-1,9	-4,2	-0,6	-17,2	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4	
Octobre	0,3	-5,6	1,6	-17,1	8,4	49,0	53,1	49,0	46,4	
Novembre	-1,6	-3,0	3,3	-15,0	8,8	49,0	52,7	48,8	47,1	
Décembre	-4,9	-2,8	2,7	-15,3	6,3	48,1	52,0	49,1	47,7	

Sources : Commission européenne (Direction générale Affaires économiques et financières) et Thomson Reuters (tableau 4.3, col. 9).

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

2) Pondération fondée sur les importations : pondération effectuée en fonction de la structure des importations moyennes, sur la période 2004-2006.

Pondération fondée sur l'utilisation : pondération effectuée en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2004-2006.

4.5 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 ser- vices publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administra- tion 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
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2011	100,6	0,6	0,3	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,4	0,8	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,6	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,8	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,2
2013 T4	104,2	1,2	-4,1	0,3	0,0	0,7	1,7	3,3	-2,4	0,6	2,7	2,0
2014 T1	104,5	0,7	-4,1	0,9	-0,4	0,3	3,7	0,5	0,4	1,2	0,9	0,8
2014 T2	104,8	1,0	-3,3	1,7	0,1	0,5	3,6	0,6	0,1	2,2	0,8	1,6
2014 T3	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,8	0,5	0,4	2,4	0,9	1,3
Rémunération par tête												
2011	102,1	2,1	3,3	2,9	3,0	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,5
2012	103,8	1,7	1,9	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,1	2,7	1,6	1,4	0,9	2,4	-0,3	1,0	1,8	1,7
2013 T4	106,4	2,0	-0,2	2,5	2,1	1,4	1,0	2,9	-0,7	0,8	2,8	2,4
2014 T1	106,9	1,8	0,1	2,6	3,5	1,8	2,6	1,0	0,8	1,5	1,5	1,5
2014 T2	107,0	1,4	0,9	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,8	1,3	1,3	1,2
2014 T3	107,4	1,3	1,9	1,9	1,1	1,0	1,9	1,8	1,3	1,7	1,3	0,7
Productivité par personne employée												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,9	1,8	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,1	-0,9	1,8	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,2	-0,1	-0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,2	-0,6
2013 T4	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,7	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,4
2014 T1	102,3	1,0	4,4	1,6	3,9	1,4	-1,1	0,5	0,4	0,3	0,5	0,7
2014 T2	102,1	0,4	4,4	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,3	0,7	-0,9	0,4	-0,4
2014 T3	102,0	0,2	4,7	0,4	0,3	0,4	-1,9	1,3	0,9	-0,6	0,4	-0,7
Rémunération par heure travaillée												
2011	101,8	1,8	2,3	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,2	2,6	1,1	1,4
2012	104,7	2,9	4,0	3,7	4,9	3,4	2,4	1,5	2,2	3,2	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,3	2,5	2,7	2,1	0,9	2,8	1,1	1,8	2,1	2,1
2013 T4	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,1	1,7	0,4	2,9	1,3	1,1	2,9	2,4
2014 T1	108,0	1,2	-0,4	0,8	2,0	1,6	2,1	0,7	1,2	1,6	1,0	1,0
2014 T2	108,4	1,5	1,8	1,8	2,2	1,5	1,9	2,4	1,9	1,3	1,1	1,5
2014 T3	108,7	1,3	2,3	1,4	1,3	1,1	1,8	2,0	1,4	1,6	1,3	1,0
Productivité horaire du travail												
2011	101,3	1,3	3,1	2,2	0,8	1,7	3,9	1,3	1,4	-0,4	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,5	1,6	1,9	0,5	2,3	1,9	1,1	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,5	2,0	0,5	-0,9	0,2	3,3	0,5	0,5	-0,1
2013 T4	103,3	0,7	2,8	1,3	2,2	0,8	-1,4	-0,5	3,2	0,6	0,2	0,4
2014 T1	103,4	0,4	3,2	0,0	2,5	1,1	-1,4	0,0	0,7	0,4	0,0	0,4
2014 T2	103,6	0,6	3,8	0,3	2,1	1,1	-1,8	1,7	1,3	-0,4	0,3	0,3
2014 T3	103,4	0,3	3,7	0,0	0,7	0,5	-1,8	1,5	1,6	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Economie marchande	Principalement économie non-marchande	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2011	106,7	2,3	2,1	2,7	2,6	1,4	2,0
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2013 T4	117,1	1,3	1,6	0,3	1,0	2,1	1,7
2014 T1	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
2014 T2	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,9
2014 T3	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7

Sources : Eurostat et calcul de la BCE.

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

5 MONNAIE ET CRÉDIT

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11			
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6					7	8		9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
	Encours											
2011	843,6	3 961,6	4 805,2	1 840,1	1 962,6	3 802,7	8 607,9	147,4	537,6	205,2	890,3	9 498,3
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 483,2	5 391,9	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,6
2013 T4	908,8	4 483,2	5 391,9	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,6
2014 T1	924,8	4 563,8	5 488,6	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,7	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,8
T2	931,5	4 627,9	5 559,4	1 671,0	2 131,2	3 802,3	9 361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9 964,2
T3	948,2	4 745,8	5 694,0	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10 088,5
2014 Juin	931,5	4 627,9	5 559,4	1 671,0	2 131,2	3 802,3	9 361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9 964,2
Juillet	936,3	4 669,9	5 606,3	1 669,5	2 131,7	3 801,1	9 407,4	128,6	409,1	70,1	607,8	10 015,2
Août	943,3	4 713,8	5 657,1	1 658,2	2 134,2	3 792,3	9 449,4	128,6	404,2	74,1	606,9	10 056,3
Septembre	948,2	4 745,8	5 694,0	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10 088,5
Octobre	949,5	4 794,6	5 744,1	1 624,8	2 132,5	3 757,4	9 501,4	130,3	432,6	67,0	630,0	10 131,4
Novembre ^(p)	956,5	4 857,7	5 814,2	1 619,4	2 138,4	3 757,7	9 572,0	128,2	435,2	71,6	635,0	10 206,9
	Flux											
2011	48,7	43,5	92,2	34,8	33,9	68,7	160,9	-16,8	-29,4	37,8	-8,4	152,6
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	246,3	291,7	-111,1	43,9	-67,2	224,5	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,9
2013 T4	14,9	33,5	48,4	-15,0	-6,1	-21,1	27,3	9,5	-4,2	-27,0	-21,8	5,5
2014 T1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
T2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,0	76,5	12,4	-6,0	-5,8	0,7	77,2
T3	16,7	109,1	125,8	-27,1	5,1	-21,9	103,8	-8,2	8,9	2,8	3,5	107,3
2014 Juin	2,7	18,4	21,0	1,9	3,7	5,6	26,6	8,6	-1,5	-1,0	6,2	32,8
Juillet	4,8	41,8	46,6	-2,6	0,4	-2,2	44,4	-1,3	12,2	-5,5	5,4	49,7
Août	7,0	41,9	48,9	-12,1	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
Septembre	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,7	1,5	4,3	-0,9	19,4
Octobre	1,3	48,3	49,6	-22,2	-4,5	-26,7	22,9	7,9	13,5	-2,0	19,4	42,3
Novembre ^(p)	7,0	63,4	70,4	-5,4	5,9	0,5	70,9	-2,1	2,6	4,3	4,8	75,7
	Taux de croissance											
2011	6,1	1,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	-9,7	-5,1	30,2	-1,0	1,6
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2013 T4	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014 T1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
T2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
T3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
2014 Juin	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
Juillet	5,6	5,6	5,6	-4,3	0,2	-1,8	2,5	0,9	-4,0	-28,7	-7,0	1,8
Août	5,8	5,9	5,9	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,9	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
Septembre	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Octobre	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,0	2,5
Novembre ^(p)	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,8	-16,3	0,3	3,1

Source : BCE.

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

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières					Ménages ²⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ³⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ³⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2011	1 549,5	1 018,5	440,7	74,6	15,8	5 089,1	2 260,6	944,7	1 860,8	23,0	802,1	193,8	277,3
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,6	192,8	298,6
2013 T4	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,6	192,8	298,6
2014 T1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	780,4	205,7	313,3
T2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,7	210,3	314,6
T3	1 784,7	1 279,3	391,1	98,9	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	800,1	208,4	327,1
2014 Juin	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,7	210,3	314,6
Juillet	1 764,8	1 256,4	396,4	98,2	13,8	5 495,5	2 642,4	855,6	1 992,5	5,0	805,6	215,6	318,2
Août	1 778,9	1 270,2	394,8	98,5	15,4	5 513,4	2 664,4	850,0	1 994,2	4,9	801,5	216,7	324,2
Septembre	1 784,7	1 279,3	391,1	98,9	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	800,1	208,4	327,1
Octobre	1 786,6	1 293,8	379,3	100,0	13,5	5 531,1	2 700,0	835,6	1 990,8	4,7	831,9	211,0	321,7
Novembre ^(p)	1 816,3	1 320,4	382,0	100,9	13,1	5 552,5	2 730,5	827,1	1 990,1	4,8	840,1	211,4	323,4
Flux													
2011	-1,1	5,2	-1,0	-5,0	-0,3	71,8	-2,6	42,0	39,5	-7,1	-1,6	12,8	13,6
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-16,8	-14,2	-8,5
2013 T4	39,1	27,2	4,8	0,7	6,4	5,4	40,7	-30,5	-3,2	-1,6	3,5	-9,8	-16,3
2014 T1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,1	12,3	13,1
T2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,4	4,6	0,9
T3	24,9	29,2	-5,7	1,6	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-3,5	-2,3	12,6
2014 Juin	4,3	7,4	-3,1	0,0	-0,1	20,7	17,8	-0,4	3,9	-0,6	-0,8	4,6	3,8
Juillet	10,5	10,0	1,2	0,9	-1,6	13,4	18,8	-4,5	-1,5	0,5	5,7	5,1	3,6
Août	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,4	21,6	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
Septembre	1,7	6,3	-4,7	0,4	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-4,2	-8,5	3,1
Octobre	1,8	14,3	-11,6	0,9	-1,9	-0,9	13,1	-9,5	-4,3	-0,2	31,6	2,6	-5,5
Novembre ^(p)	29,9	26,8	2,7	0,8	-0,4	21,7	30,7	-8,4	-0,7	0,1	8,6	0,4	1,2
Taux de croissance													
2011	-0,1	0,5	-0,2	-6,3	-2,2	1,4	-0,1	4,7	2,2	-23,7	-0,2	7,2	5,2
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8
2013 T4	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8
2014 T1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,6	-4,3	2,3
T2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3
T3	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3
2014 Juin	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3
Juillet	5,9	8,1	-0,8	4,1	28,0	1,8	6,8	-7,4	0,0	-26,9	-3,5	3,3	1,3
Août	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,1	5,5	2,6
Septembre	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3
Octobre	4,7	8,2	-5,5	2,5	12,0	2,1	6,9	-6,9	0,1	-18,5	1,0	3,4	2,2
Novembre ^(p)	5,3	8,8	-5,4	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,6	4,0	0,8

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

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
					Total	Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾	Aux sociétés non financières	Aux ménages ³⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension			Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2011	3 169,0	1 176,1	1 993,0	13 298,0	11 022,2	-	4 727,8	5 232,6	970,8	91,1	1 528,5	747,3
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2013 T4	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014 T1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,6	10 531,2	-	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,5
T2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
T3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 284,5	5 194,5	862,4	103,3	1 307,0	809,8
2014 Juin	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
Juillet	3 469,4	1 106,9	2 362,5	12 570,9	10 439,1	-	4 293,9	5 191,0	852,2	102,1	1 321,0	810,7
Août	3 500,5	1 105,5	2 395,0	12 560,4	10 434,7	-	4 290,6	5 191,5	854,9	97,8	1 314,4	811,3
Septembre	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 284,5	5 194,5	862,4	103,3	1 307,0	809,8
Octobre	3 523,4	1 097,3	2 426,1	12 543,9	10 431,5	-	4 274,0	5 197,2	857,4	102,9	1 301,1	811,3
Novembre ³⁾	3 537,8	1 108,7	2 429,1	12 534,2	10 431,0	-	4 271,4	5 194,6	857,6	107,4	1 292,3	810,8
Flux												
2011	96,2	-54,6	150,8	52,4	105,8	132,4	58,4	81,9	-35,8	1,3	-23,5	-29,9
2012	184,9	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,5	-73,7	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2013 T4	-42,3	-11,6	-30,7	-130,1	-56,7	-51,0	-26,5	-5,9	-27,5	3,1	-69,1	-4,2
2014 T1	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
T2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
T3	41,1	-1,4	42,5	-18,9	-10,5	-10,9	-17,7	8,0	-5,1	4,2	-14,1	5,7
2014 Juin	-29,7	-13,2	-16,5	4,3	-7,2	-1,2	-2,0	2,2	-9,4	2,0	-2,1	13,6
Juillet	15,1	3,4	11,7	-3,5	-15,1	-16,3	-11,5	1,2	-7,9	3,1	3,1	8,5
Août	20,5	-1,4	21,9	-10,8	-3,2	-2,7	-3,4	3,1	1,4	-4,3	-7,3	-0,2
Septembre	5,5	-3,5	9,0	-4,7	7,8	8,1	-2,8	3,7	1,4	5,5	-10,0	-2,5
Octobre	18,7	-6,3	24,9	-6,0	-3,7	-2,0	-2,3	4,2	-5,2	-0,4	-6,9	4,6
Novembre ³⁾	5,6	11,1	-5,5	-13,4	2,7	9,0	-0,6	-1,3	0,0	4,5	-10,5	-5,6
Taux de croissance												
2011	3,2	-4,4	8,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,6	-3,7	1,6	-1,5	-3,8
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2013 T4	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014 T1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
T2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
2014 Juin	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
Juillet	-1,8	-1,1	-2,0	-1,9	-1,6	-1,0	-2,3	-0,5	-4,8	7,0	-7,3	2,6
Août	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
Septembre	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
Octobre	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	-0,4	-2,5	5,8	-7,9	2,5
Novembre ³⁾	0,9	0,6	1,0	-1,4	-0,9	-0,2	-1,6	-0,4	-1,5	8,0	-7,2	2,5

Source : BCE.

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

2) Données corrigées des prêts qui ont été sortis du bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation.

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

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

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

	Sociétés non financières					Ménages ²⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts	
	1	Corrigé des cessions et de la titrisation ³⁾ 2				6	Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾ 7				
	Encours										
2011	4 727,8	–	1 146,1	860,5	2 721,2	5 232,6	–	626,1	3 777,0	829,5	
2012	4 544,6	–	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	–	602,0	3 823,6	816,7	
2013	4 354,1	–	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	–	573,5	3 851,5	796,4	
2013 T4	4 354,1	–	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	–	573,5	3 851,5	796,4	
2014 T1	4 337,6	–	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	–	572,3	3 867,0	793,0	
T2	4 306,3	–	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	–	570,3	3 835,3	785,4	
T3	4 284,5	–	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,5	–	567,1	3 844,0	783,4	
2014 Juin	4 306,3	–	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	–	570,3	3 835,3	785,4	
Juillet	4 293,9	–	1 051,2	731,1	2 511,5	5 191,0	–	571,1	3 836,6	783,3	
Août	4 290,6	–	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	–	566,7	3 843,6	781,2	
Septembre	4 284,5	–	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,5	–	567,1	3 844,0	783,4	
Octobre	4 274,0	–	1 052,2	723,8	2 498,1	5 197,2	–	568,8	3 848,3	780,1	
Novembre ^(p)	4 271,4	–	1 040,1	734,1	2 497,2	5 194,6	–	566,8	3 848,6	779,3	
	Flux										
2011	58,4	64,2	23,8	-22,9	57,4	81,9	102,6	-11,6	86,0	7,5	
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1	
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1	
2013 T4	-26,5	-28,2	-8,9	-18,2	0,6	-5,9	1,0	-5,6	6,4	-6,7	
2014 T1	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	10,1	-3,0	
T2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-32,7	-0,7	
T3	-17,7	-19,2	-3,3	-6,6	-7,7	8,0	9,4	1,2	10,2	-3,4	
2014 Juin	-2,0	2,9	17,4	2,9	-22,4	2,2	3,3	0,9	0,8	0,5	
Juillet	-11,5	-13,1	-7,4	-1,9	-2,2	1,2	1,9	0,7	1,7	-1,2	
Août	-3,4	-3,1	-1,9	-1,2	-0,3	3,1	3,3	-1,2	6,0	-1,6	
Septembre	-2,8	-3,0	6,0	-3,5	-5,3	3,7	4,2	1,7	2,6	-0,6	
Octobre	-2,3	-2,1	-1,8	-0,9	0,4	4,2	5,7	1,9	4,1	-1,7	
Novembre ^(p)	-0,6	0,6	-11,7	10,8	0,3	-1,3	3,8	-1,4	0,0	0,1	
	Taux de croissance										
2011	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,2	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9	
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6	
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6	
2013 T4	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6	
2014 T1	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8	
T2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4	
T3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7	
2014 Juin	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4	
Juillet	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,4	
Août	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	0,0	-1,7	
Septembre	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7	
Octobre	-1,8	-1,6	-1,0	-3,3	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,8	
Novembre ^(p)	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,4	

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) Données corrigées de la décomptabilisation dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation.

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2011	313,6	7 677,9	2 544,8	115,2	2 809,2	2 208,6	922,8	99,9	268,1	157,8
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 304,4	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,3	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2013 T4	260,2	7 304,4	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,3	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014 T1	260,9	7 342,5	2 355,5	91,1	2 472,5	2 423,4	1 256,1	118,5	177,0	116,7
T2	270,2	7 294,6	2 301,8	90,1	2 455,1	2 447,6	1 357,6	135,2	171,2	119,0
T3	249,6	7 331,6	2 278,6	92,4	2 457,0	2 503,5	1 419,5	179,8	163,6	121,7
2014 Juin	270,2	7 294,6	2 301,8	90,1	2 455,1	2 447,6	1 357,6	135,2	171,2	119,0
Juillet	272,2	7 298,8	2 292,7	90,7	2 453,3	2 462,1	1 404,7	141,2	169,6	121,0
Août	266,1	7 317,2	2 289,8	91,9	2 448,4	2 487,2	1 416,0	162,9	171,9	116,9
Septembre	249,6	7 331,6	2 278,6	92,4	2 457,0	2 503,5	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Octobre	254,2	7 270,2	2 265,7	91,8	2 419,9	2 492,8	1 417,8	170,7	183,1	121,1
Novembre ³⁾	256,3	7 262,6	2 258,6	91,0	2 404,4	2 508,6	1 465,6	188,3	184,4	130,8
Flux										
2011	-1,4	212,6	56,2	-2,5	16,7	142,2	161,4	53,7	-0,5	10,1
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-89,5	-18,6	-14,3	-137,6	81,0	359,2	-64,7	32,2	43,9
2013 T4	-20,9	-16,2	-18,6	-2,0	9,1	-4,7	133,0	7,8	-15,4	-3,7
2014 T1	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
T2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,4	83,4	15,7	-5,8	2,3
T3	-20,9	-3,0	-28,4	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
2014 Juin	-1,1	-30,3	-12,1	-1,1	-14,5	-2,7	34,0	-7,2	24,0	26,1
Juillet	2,0	-2,5	-10,2	0,6	-10,6	17,7	35,5	2,1	-1,6	1,9
Août	-6,1	1,4	-4,5	1,1	-5,5	10,3	-1,4	25,3	2,2	-4,1
Septembre	-16,9	-1,9	-13,7	0,6	-12,4	23,6	-6,2	6,0	-8,3	4,7
Octobre	2,3	-31,7	-11,6	-0,6	-29,8	10,2	13,9	-13,6	19,5	-0,5
Novembre ³⁾	2,1	-19,1	-6,9	-0,8	-14,1	2,8	47,0	19,5	1,3	9,6
Taux de croissance										
2011	-0,3	2,9	2,3	-2,1	0,7	7,0	-	-	-0,2	6,8
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2013 T4	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014 T1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
T2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
T3	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 Juin	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
Juillet	-9,2	-1,3	-4,2	-5,1	-2,6	3,3	-	-	-9,8	9,1
Août	-6,1	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,5	-0,9
Septembre	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Octobre	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
Novembre ³⁾	-1,8	-1,9	-5,4	-1,1	-4,9	4,9	-	-	-4,4	-6,6

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

6.1 Déficit/excédent, recettes et dépenses ^{1), 2)}

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/ excédent (+)	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 ³⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 T1	-2,8	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
T2	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8

6.2 Ratio dette publique/PIB ¹⁾

(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	
														IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 T1	91,9	2,7	16,7	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ⁴⁾	Déficit (-)/ excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit ⁵⁾								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	
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 T1	1,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,1	1,5	3,0
T2	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,1	1,4	2,5

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

- 1) Les ratios trimestriels (exprimés en pourcentage du PIB) sont calculés à l'aide d'une somme cumulée sur quatre trimestres pour les données de flux et le PIB, et en fonction de la valeur en fin de trimestre pour les encours.
- 2) Les opérations du budget de l'UE sont incluses et consolidées dans les données annuelles.
- 3) Les transferts courants vers les institutions sans but lucratif au service des ménages sont inclus dans les données annuelles.
- 4) Calculée comme la différence entre le ratio dette publique/PIB au cours de la période la plus récente et celui observé au cours d'une période antérieure, c'est-à-dire l'année précédente pour les données annuelles et le même trimestre un an auparavant pour les données trimestrielles.
- 5) Les données trimestrielles recouvrent les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière.

6.4 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

(service de la dette en pourcentage du PIB ; durée résiduelle moyenne en nombre d'années ; rendements nominaux moyens en pourcentage annuel)

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal ⁵⁾		Intérêts			Encours				Opérations		
		Total	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total		Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Remboursements	
	Échéances ≤ 1 an												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,6	1,5	3,0	3,9	3,4	1,8	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014 T1	17,1	15,0	4,9	2,1	0,5	6,4	3,4	1,7	0,8	3,7	2,8	1,2	1,7
T2	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
2014 Juillet	17,0	14,9	5,2	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,6	3,6	2,8	1,0	1,7
Août	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
Septembre	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
Octobre	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
Novembre	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
Décembre	16,1	14,0	5,1	2,1	0,5	6,4	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6

6.5 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro ⁶⁾

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8	
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9	
2014 T1	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0	
T2	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,0	
Dettes des administrations publiques										
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5	
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0	
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5	
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2	
2014 T1	108,5	75,6	10,5	121,9	174,3	94,9	94,0	130,7	102,5	
T2	108,7	75,3	10,5	116,7	177,4	96,4	95,2	133,8	109,5	
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 T1	0,0	-1,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,7	-2,5
T2	0,1	-1,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Dettes des administrations publiques										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 T1	38,7	39,9	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
T2	41,1	38,7	23,1	75,0	69,6	82,4	129,6	78,3	55,6	58,9

Sources : BCE pour les titres de créance des administrations publiques ; Eurostat pour le déficit/excédent des administrations publiques et la dette publique.

1) Les données relatives aux titres des administrations publiques sont en valeur nominale et ne sont pas consolidées au sein du secteur des administrations publiques.

2) Flux au titre du principal et des intérêts durant la période du service de la dette.

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

5) Les montants du principal ne couvrent pas les titres de créance à court terme émis et remboursés dans les douze prochains mois.

6) Les ratios trimestriels (exprimés en pourcentage du PIB) sont calculés à l'aide d'une somme cumulée sur quatre trimestres pour les données de flux et le PIB, et en fonction de la valeur en fin de trimestre pour les encours.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général