



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2016



Table des matières

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse	3
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	14
5 Monnaie et crédit	17

Encadrés

1 Quels sont les facteurs à l'origine du ralentissement économique au Brésil ?	20
2 Une analyse approfondie des différences entre la valeur ajoutée brute industrielle et la production industrielle	24
3 L'Eurosystème publie des critères plus précis d'acceptation des agences de notation	28

Article

Évolutions récentes de la composition et du coût du financement bancaire dans la zone euro	31
--	----

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

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

La croissance mondiale reste modérée et inégalement répartie. Tandis que l'activité continue de progresser à un rythme soutenu dans les économies avancées, les évolutions observées dans les économies de marché émergentes demeurent globalement faibles et plus diverses. Après un premier semestre 2015 très médiocre, les échanges mondiaux se redressent, mais à un rythme lent. L'inflation totale à l'échelle mondiale demeure faible et les nouvelles baisses récentes des prix du pétrole et des autres matières premières modéreront encore les tensions inflationnistes.

L'incertitude accrue relative aux évolutions en Chine et les nouveaux reculs des prix du pétrole ont entraîné une correction brutale des marchés boursiers mondiaux et un regain de pressions à la baisse sur les rendements obligataires souverains dans la zone euro. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise et des obligations souveraines se sont légèrement creusés. La hausse de l'incertitude au niveau mondial s'est accompagnée d'une appréciation du taux de change effectif de l'euro.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, alimentée en grande partie par le dynamisme de la consommation privée. Toutefois, plus récemment, la reprise a été quelque peu freinée par un ralentissement de la croissance des exportations. Les derniers indicateurs vont dans le sens d'un rythme de croissance économique pratiquement inchangé au quatrième trimestre 2015. Dans les mois à venir, la demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement, ainsi que par les progrès réalisés antérieurement en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, la nouvelle chute des cours du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la rentabilité des entreprises et, donc, à la consommation privée et à l'investissement. L'orientation budgétaire dans la zone euro devient par ailleurs légèrement expansionniste, reflétant notamment les mesures de soutien aux réfugiés. Toutefois, la reprise dans la zone euro est freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques entourant ces perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues relatives à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que les risques géopolitiques.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2 % en décembre 2015, après 0,1 % en novembre. Ce résultat pour décembre a été inférieur aux anticipations, principalement en raison du nouveau fort recul des cours du pétrole ainsi que du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires

et des services. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement stables, après un redressement au premier semestre 2015. Les prix des importations hors énergie sont restés la principale source de tensions à la hausse de l'inflation, les tensions d'origine interne sur les prix étant demeurées modérées. Sur la base des cours à terme actuels du pétrole, qui sont largement inférieurs au niveau observé il y a quelques semaines, l'évolution attendue de la hausse annuelle de l'IPCH en 2016 est à présent sensiblement plus basse que les perspectives établies début décembre 2015. Selon les anticipations actuelles, les taux d'inflation devraient se maintenir à des niveaux très faibles ou devenir négatifs au cours des prochains mois et ne remonteraient que plus tard en 2016. Par la suite, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique, l'inflation devrait continuer de se redresser, mais il convient de surveiller attentivement les risques d'effets de second tour découlant du nouveau fléchissement de la hausse des prix de l'énergie.

La croissance de l'agrégat monétaire large est demeurée robuste en novembre, essentiellement sous l'effet du faible coût d'opportunité de la détention des actifs monétaires les plus liquides et de l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE. En outre, l'activité de prêts au secteur privé de la zone euro a poursuivi son redressement progressif, soutenue par l'assouplissement des critères d'octroi de crédits et l'accroissement de la demande de prêts. Cependant, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières demeure faible, les évolutions des prêts aux entreprises continuant de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit et l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier.

Lors de sa réunion du 21 janvier 2016, au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire et après avoir recalibré les mesures de politique monétaire de la BCE en décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les achats d'actifs se poursuivent sans difficultés et continuent d'exercer une incidence favorable sur le coût et la disponibilité du crédit pour les entreprises et les ménages. Plus généralement, et sur la base des informations disponibles début 2016, il apparaît clairement que les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs depuis mi-2014 sont efficaces. En conséquence, les évolutions concernant l'économie réelle, la distribution du crédit et les conditions financières se sont améliorées et ont renforcé la capacité de résistance de la zone euro aux chocs économiques observés récemment au niveau mondial. Les décisions prises début décembre, de poursuivre les achats mensuels nets d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros au moins jusqu'à fin mars 2017 et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres venant à échéance aussi longtemps que nécessaire, se traduiront par un apport significatif de liquidités au secteur bancaire et consolideront la stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*).

Toutefois, en ce début d'année, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques à la baisse s'étaient à nouveau accentués dans un contexte d'incertitudes accrues liées aux perspectives de croissance des économies de marché

émergentes, à la volatilité des marchés financiers et des matières premières et aux risques géopolitiques. Dans cet environnement, la dynamique de l'inflation demeure en outre plus faible que prévu. Par conséquent, il sera nécessaire pour le Conseil des gouverneurs de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer, l'orientation de la politique monétaire de la BCE début mars, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, qui couvriront également 2018, seront disponibles. Parallèlement, des travaux seront réalisés afin de garantir que toutes les conditions techniques sont en place pour que l'ensemble des options de politique monétaire puissent être mises en œuvre, si nécessaire.

1 Environnement extérieur

Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance mondiale toujours modérée et inégale au tournant de l'année.

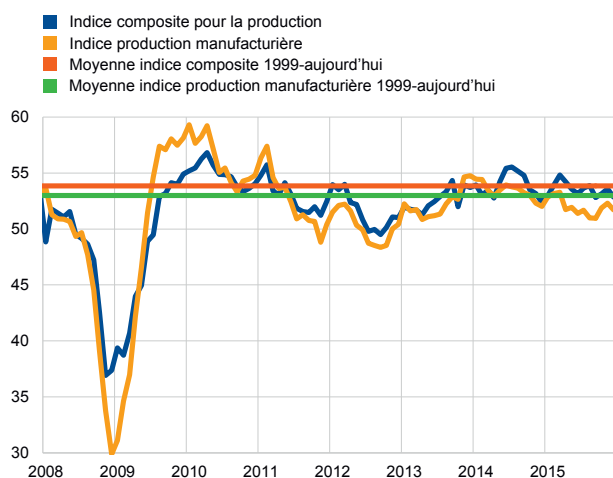
L'indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production est revenu de 53,6 à 52,9 en décembre 2015 dans un contexte de ralentissement du secteur des services et du secteur

manufacturier (cf. graphique 1). En rythme trimestriel, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif à la production a légèrement fléchi au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent. Les données font ressortir une dynamique de croissance soutenue dans les économies avancées, avec une progression des indices des directeurs d'achat au Royaume-Uni et au Japon, même si elle s'est un peu ralentie aux États-Unis. Les évolutions dans les économies de marché émergentes (EME) demeurent globalement faibles et plus contrastées, les dernières données relatives à l'indice des directeurs d'achat dénotant un certain raffermissement en Chine, un ralentissement de la croissance en Inde et en Russie, ainsi qu'une faiblesse persistante au Brésil au quatrième trimestre.

Graphique 1

Indice mondial des directeurs d'achat

(indice de diffusion, 50 = aucune variation)



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2015.

Les échanges commerciaux internationaux ont poursuivi leur redressement, mais à un rythme lent.

Si les échanges commerciaux internationaux ont été très faibles au premier semestre 2015, ils se sont améliorés depuis. La croissance du volume des

importations mondiales de marchandises a légèrement fléchi à 1,8 % en octobre (en glissement trimestriel), après 2,3 % en septembre. La dynamique de croissance des importations s'est renforcée dans les économies avancées, mais la contribution des EME a diminué, sous l'effet principalement du recul des échanges en Amérique latine. Toutefois, les données mensuelles préliminaires par pays confirment que la croissance des importations mondiales s'est probablement encore ralentie vers la fin de l'année. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a légèrement reculé en décembre (à 50,6), en restant toutefois en territoire positif, ce qui dénote une poursuite de la croissance modérée des échanges commerciaux au tournant de l'année.

L'inflation totale est restée faible au niveau mondial. Une contribution moins négative des prix de l'énergie a entraîné une légère hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE à 0,7 % en novembre, après 0,6 % le mois précédent. L'inflation hors produits alimentaires et énergie est demeurée inchangée à 1,8 %. Toutefois, la hausse globalement faible de l'IPC à l'échelle mondiale masque des différences importantes entre les pays. Si l'inflation totale est faible dans la plupart des économies avancées et également en Chine, elle est nettement plus élevée dans certaines grandes économies, notamment en Russie, au Brésil et en Turquie.

Les nouvelles baisses récentes des prix du pétrole et des autres matières premières modéreront encore les tensions inflationnistes.

Dans un contexte

d'offre excédentaire sur le marché pétrolier et de ralentissement de la demande de pétrole, les cours du Brent se sont de nouveau inscrits en baisse depuis mi-octobre 2015, se repliant à 29 dollars le baril le 20 janvier 2016. Du côté de l'offre, la décision prise par l'OPEP en décembre de maintenir la production actuelle à ses niveaux record a alimenté la dynamique baissière, tandis que la production des pays hors OPEP a mieux résisté que précédemment anticipé, la baisse de la production de pétrole de schiste aux États-Unis étant contrebalancée par l'offre de pétrole du Canada, de la Norvège et de la Russie. Pour l'avenir, des incertitudes subsistent quant à l'impact de la levée des sanctions contre l'Iran sur la production mondiale de pétrole. Du côté de la demande, les estimations provisoires ont montré une baisse plus importante que prévu précédemment de la demande mondiale de pétrole au quatrième trimestre 2015 en raison d'un hiver exceptionnellement doux (en Europe, aux États-Unis et au Japon) et d'une plus grande morosité du climat des affaires sur les marchés émergents (Chine, Brésil et Russie). Les intervenants sur le marché pétrolier ne s'attendent toujours qu'à une remontée très progressive des prix du pétrole au cours des prochaines années. Les prix des matières premières hors pétrole ont eux aussi légèrement fléchi, de 3 % depuis fin novembre, essentiellement en raison de la baisse des prix des produits alimentaires (en baisse de 4 %).

La progression de l'activité aux États-Unis semble s'être modérée

au quatrième trimestre, même si les fondamentaux sur lesquels elle s'appuie demeurent solides.

Après une croissance soutenue du PIB en volume à un rythme annualisé de 2,0 % au troisième trimestre 2015, l'activité économique a montré des signes de ralentissement au quatrième trimestre. Les ventes au détail et les achats de voitures particulières se sont ralentis et les indicateurs font également état d'une certaine faiblesse des secteurs de l'industrie, l'indice publié par l'*Institute of Supply Management* pour le secteur manufacturier s'inscrivant en baisse. En outre, des obstacles extérieurs, à savoir la faiblesse de la croissance mondiale et le raffermissement du dollar, continuent de peser sur les exportations. Toutefois, la poursuite des fortes améliorations constatées sur le marché du travail laisse penser que les fondamentaux de l'économie restent solides et que la faiblesse de la demande intérieure devrait s'avérer largement temporaire. Le nombre de salariés non agricoles a fortement progressé en décembre 2015, le taux de chômage ressortant à 5,0 %. L'inflation totale demeure faible. La hausse annuelle de l'IPC total s'est établie à 0,5 % en novembre après 0,2 % en octobre en raison d'une contribution négative plus faible des prix de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a légèrement augmenté à 2,0 %, sous l'effet d'une hausse des prix des services.

Au Japon, la dynamique de l'économie a été relativement modérée.

La deuxième publication des données provisoires s'est traduite par une révision à la hausse de la croissance du PIB en volume au troisième trimestre 2015, de 0,5 point de pourcentage, la faisant ressortir à 0,3 % en rythme trimestriel. Toutefois, les indicateurs conjoncturels font état d'une croissance relativement modérée au dernier trimestre 2015. Bien que les exportations de marchandises en volume aient poursuivi leur redressement en novembre, le recul des ventes au détail et de la production industrielle ce même mois laisse présager un ralentissement de la dynamique de croissance intérieure. La hausse annuelle de l'IPC est demeurée inchangée à 0,3 % en novembre, mais hors produits alimentaires et énergie elle a atteint 0,9 %.

Au Royaume-Uni, le PIB a continué de progresser à un rythme modéré.

Au troisième trimestre 2015, le PIB en volume a progressé de 0,4 %, en rythme trimestriel, soit un taux inférieur à la précédente estimation. La croissance économique a été tirée par la robustesse de la consommation des ménages, favorisée par la hausse du revenu réel disponible, elle-même s'expliquant par la faiblesse des prix de l'énergie. La croissance de l'investissement est demeurée positive, se ralentissant toutefois par rapport au trimestre précédent, tandis que les exportations nettes ont pesé sur la croissance. Les indicateurs conjoncturels, en particulier les données relatives à la production industrielle et les enquêtes auprès des directeurs d'achat, laissent présager un maintien du rythme de croissance du PIB au dernier trimestre 2015. Le taux de chômage a évolué à la baisse, revenant à 5,1 % sur la période de trois mois s'achevant en novembre 2015, tandis que la croissance des bénéfices a fléchi à 2,0 %, contre 3,0 % au troisième trimestre de l'année. Sous l'effet des faibles niveaux des prix de l'énergie et des produits alimentaires, la hausse annuelle de l'IPC total a été proche de zéro (0,2 %) en décembre 2015, tandis que hors produits alimentaires et énergie elle est ressortie en légère hausse à 1,4 %.

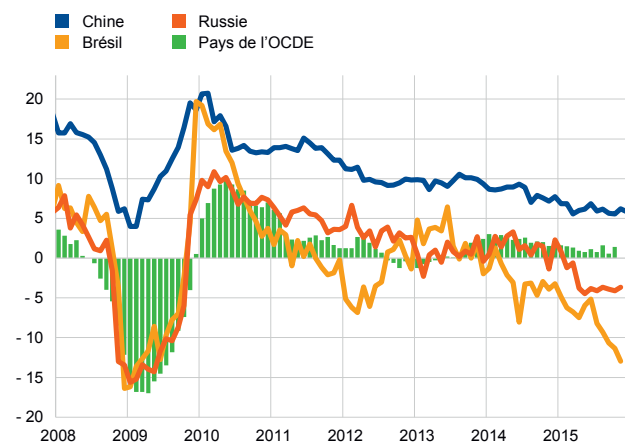
En Chine, la volatilité sur les marchés financiers a ravivé l'incertitude relative aux perspectives économiques, bien que les données macroéconomiques continuent d'aller dans le sens d'un ralentissement progressif de la croissance de l'activité.

Le marché boursier chinois a fortement chuté au cours des premières semaines de janvier, anticipant l'expiration de l'interdiction pour six mois des ventes d'actions imposée aux grands actionnaires. Toutefois, les données macroéconomiques ont mieux résisté. La Chine a fait état d'une croissance trimestrielle de 1,6 % au quatrième trimestre 2015. La croissance annuelle du PIB en volume s'est établie à 6,9 % en 2015, niveau proche de la cible du gouvernement. Les indicateurs conjoncturels continuent d'aller dans le sens d'un ralentissement progressif de l'économie dans un contexte de rééquilibrage au profit des services et de la consommation en présence d'une atonie de la production industrielle.

Graphique 2

Croissance de la production industrielle à l'échelle mondiale

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et sources nationales.

Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2015 pour la Chine, à novembre 2015 pour le Brésil et la Russie et à octobre 2015 pour les pays de l'OCDE.

La dynamique de croissance reste faible et hétérogène dans les autres EME.

Si l'activité a continué d'afficher une plus grande robustesse dans les pays importateurs de matières premières (notamment l'Inde, la Turquie et les pays d'Europe centrale et orientale n'appartenant pas à la zone euro), la croissance reste très faible dans les pays exportateurs de matières premières. En particulier, les derniers indicateurs conjoncturels laissent penser que le ralentissement s'est intensifié au Brésil. Ainsi qu'il ressort de l'analyse de l'encadré 1, la faiblesse des fondamentaux domestiques et le soutien limité de facteurs extérieurs signifient que le Brésil sera toujours en récession cette année. L'économie russe a affiché de modestes signes d'amélioration au troisième trimestre 2015 (cf. graphique 2) mais, compte tenu de sa forte dépendance vis-à-vis du pétrole, la nouvelle baisse des prix du pétrole devrait peser sur les perspectives à court terme.

2 Évolutions financières

Graphique 3

Indices des cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2014 = 100)

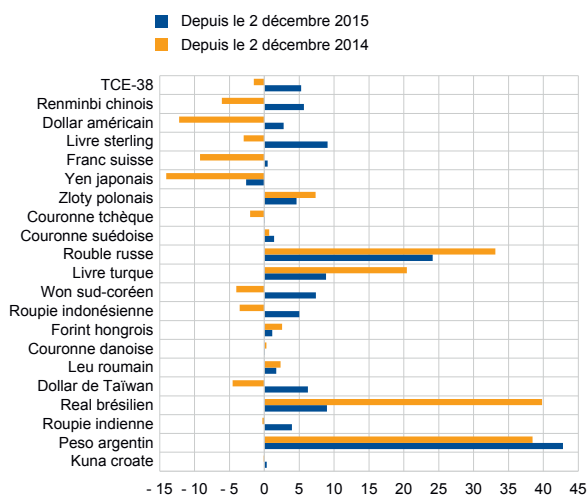


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 20 janvier 2016.

Graphique 4

Variations du taux de change de l'euro

(devise indiquée/euro ; variations en pourcentage)



Source : BCE.
Notes : Variations en pourcentage par rapport au 20 janvier 2016. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Les cours mondiaux des actions ont sensiblement diminué sur fond d'incertitude croissante liée aux évolutions en Chine et à une forte réduction des prix du pétrole.

L'indice large EuroStoxx a diminué de 16 % environ au cours de la période sous revue, entre le 2 décembre 2015 et le 20 janvier 2016 (cf. graphique 3). Des baisses légèrement plus faibles ont été observées aux États-Unis, où les cours des actions, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont fléchi de 12 % environ. Les actions du secteur financier dans la zone euro et aux États-Unis ont diminué, respectivement, de 18 % et de 13 %, réalisant ainsi des performances légèrement moins bonnes que celles du secteur non financier. Les mesures de la volatilité sur les marchés d'actions, qui constitue un indicateur de l'incertitude sur les marchés financiers, ont considérablement augmenté.

Les évolutions sur les marchés du pétrole et sur les marchés d'actions mondiaux ont entraîné de nouvelles pressions à la baisse sur les rendements des obligations souveraines de la zone euro, après la hausse observée au début de la période sous revue.

Les rendements souverains ont progressé après la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE en décembre 2015 et ont de nouveau un peu fléchi parallèlement au renforcement de l'incertitude au niveau mondial. Au cours de la période sous revue, le rendement des obligations souveraines à dix ans de la zone euro, pondéré du PIB, a progressé de quelque 15 points de base, pour atteindre 1,16 % le 20 janvier. Les pays auxquels sont attribuées les notations les plus basses ont généralement enregistré les plus fortes hausses, entraînant un élargissement de l'écart de rendement de leurs obligations souveraines vis-à-vis de l'Allemagne, en partie lié aux évolutions financières et politiques.

La hausse de l'incertitude mondiale a entraîné une appréciation du taux de change effectif de l'euro.

L'euro s'est sensiblement apprécié en termes effectifs au cours de la première quinzaine de décembre 2015 en raison de la progression des rendements qui a suivi

la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Le taux de change effectif de l'euro a été globalement stable au cours de la période allant jusqu'à mi-janvier, mais il a ensuite commencé à s'apprécier de nouveau dans un contexte de hausse de l'incertitude mondiale. Au total, l'euro s'est renforcé de 5,3 %, en termes pondérés des échanges commerciaux, au cours de la période sous revue (cf. graphique 4).

En termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar, de la livre sterling, du renminbi chinois, du rouble russe et des devises des économies de marché émergentes, notamment du peso argentin à la suite de la décision du nouveau gouvernement de lever le contrôle des changes. L'euro s'est également apprécié par rapport aux devises des pays exportateurs de matières premières et des pays d'Europe centrale et orientale. En revanche, il s'est déprécié par rapport au yen, sous l'effet d'une moindre appétence pour le risque.

La hausse de l'incertitude mondiale a également entraîné une augmentation des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés. Les écarts de rendement ont connu les plus fortes hausses pour les obligations moins bien notées à rendement élevé. Cependant, les écarts de rendement des obligations bien notées comme des obligations de moins bonne qualité sont sensiblement plus faibles dans la zone euro qu'aux États-Unis. Ce résultat s'explique pour l'essentiel par les niveaux très élevés des écarts observés dans le secteur de l'énergie aux États-Unis, en raison de la faiblesse des cours du pétrole.

L'Eonia a fléchi au cours de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs de diminuer le taux de la facilité de dépôt de 0,10 %, à – 0,30 %, et en raison de la hausse persistante de l'excédent de liquidité.

L'Eonia est resté à l'intérieur d'une fourchette comprise entre – 0,22 % et – 0,25 % pendant la plus grande partie de la période sous revue. À la fin de l'année, il a temporairement augmenté, à – 0,13 % environ, en raison d'une hausse de la demande de liquidité. Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a augmenté de 62,5 milliards d'euros pour ressortir à 639,9 milliards, en raison de la poursuite des achats dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème, ainsi que de l'allocation de 18,3 milliards d'euros lors de la sixième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) du 11 décembre 2015.

3 Activité économique

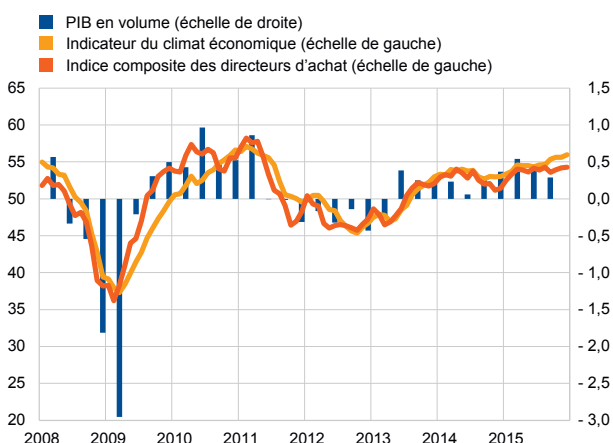
La reprise économique se poursuit dans la zone euro, alimentée en grande partie par les évolutions de la consommation privée. Au troisième trimestre 2015, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel, après 0,4 % au

trimestre précédent (cf. graphique 5)¹. Les indicateurs économiques les plus récents laissent présager une poursuite de cette tendance haussière au quatrième trimestre 2015. Même si la production s'inscrit à présent en hausse depuis deux ans et demi, le PIB en volume de la zone euro demeure légèrement inférieur au pic enregistré avant la crise, au premier trimestre 2008.

Graphique 5

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

(croissance trimestrielle en pourcentage ; indice ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator – ESI*) est normalisé à l'aide de la moyenne et de l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2015 pour le PIB en volume et à décembre 2015 pour l'ESI et le PMI.

La consommation privée reste le principal moteur de la reprise en cours.

Les dépenses de consommation ont bénéficié de l'augmentation du revenu réel disponible des ménages, qui reflète principalement la baisse des prix du pétrole et la hausse de l'emploi. En 2015, les prix du pétrole en euros ont chuté d'un peu plus de 35 % par rapport à l'année précédente, tandis que l'emploi dans la zone euro a augmenté de 1 % (sur la base des données allant jusqu'au troisième trimestre). Outre la baisse des prix du pétrole, une large gamme de facteurs, révélateurs d'un renforcement de l'économie intérieure, soutiennent la consommation privée.

Les contraintes pesant sur les bilans des ménages ont diminué progressivement et la confiance des consommateurs est demeurée solide. S'agissant des perspectives à court terme, les données récentes sur le commerce de détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières indiquent un fléchissement des dépenses de consommation. Toutefois, ce ralentissement est considéré comme temporaire, dans la mesure où il peut refléter l'effet modérateur des conditions météorologiques clémentes sur le commerce de détail ainsi qu'une contribution négative des ventes au détail françaises à la suite des attentats de novembre 2015 à Paris. De fait, d'après les données d'enquêtes sur la confiance des consommateurs et la situation financière des ménages, la consommation privée devrait continuer d'enregistrer des évolutions positives.

En revanche, la croissance de l'investissement a été faible en 2015, en dépit de signes d'amélioration des conditions pour l'investissement hors construction.

Les conditions d'investissement se sont améliorées au dernier trimestre 2015. Selon la Commission européenne, la confiance s'est améliorée dans le secteur des biens d'équipement et la faiblesse de la demande a moins pesé sur la production. De plus, les données disponibles par pays et les données relatives aux biens d'équipement

¹ Dans la deuxième publication par Eurostat des données de comptes nationaux pour la zone euro, la croissance a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour le premier et le deuxième trimestre 2015.

et à la production dans la construction vont dans le sens d'une croissance modeste au dernier trimestre 2015. Pour l'avenir, on s'attend à un rebond conjoncturel de l'investissement, soutenu par le renforcement de la demande, une amélioration des marges bénéficiaires et une diminution des capacités de production non utilisées. Les conditions de financement s'améliorent également. Le recours des entreprises au financement externe a progressé et l'enquête la plus récente sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montrent que les conditions financières devraient moins freiner l'investissement. La nécessité d'une poursuite du processus de désendettement des entreprises dans certains pays ainsi que la réduction des anticipations des investisseurs relatives à la croissance à long terme pourraient toutefois contribuer à freiner la reprise de l'investissement.

La croissance des exportations de la zone euro est demeurée modérée dans l'ensemble. Selon les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux en octobre et novembre, les exportations ont commencé à se redresser vers la fin 2015 et sont ressorties sur ces deux mois 0,4 % au-dessus de la moyenne du troisième trimestre. La croissance des exportations a probablement résulté du renforcement de la dynamique de la croissance dans les économies avancées, avec des contributions toujours négatives de certaines économies de marché émergentes. Des indicateurs disponibles plus rapidement, tels que ceux tirés d'enquêtes, font état d'une légère amélioration de la demande extérieure et d'une augmentation des commandes à l'exportation hors zone euro à court terme. De plus, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro au premier semestre 2015 continue de soutenir les exportations.

Globalement, les derniers indicateurs, vont dans le sens d'une croissance économique au dernier trimestre 2015 pratiquement comparable à celle

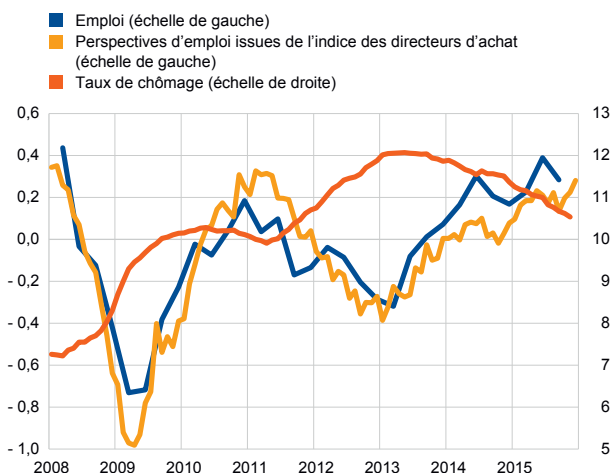
enregistrée au troisième trimestre. En dépit d'un recul de 0,7 % en glissement mensuel en novembre (après une hausse de 0,8 % en octobre), la production industrielle (hors construction) demeure supérieure de 0,1 % à sa moyenne du troisième trimestre 2015, où elle avait augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel (l'encadré 2 examine plus en détail les différences entre la production industrielle et la valeur ajoutée dans l'industrie). De plus, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production se sont améliorés entre le troisième et le quatrième trimestre 2015 (cf. graphique 5). Ces deux indicateurs ont progressé en décembre, restant ainsi à des niveaux supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

La situation continue de s'améliorer progressivement sur le marché du travail. L'emploi a encore progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015, enregistrant ainsi une hausse depuis neuf trimestres consécutifs (cf. graphique 6).

Graphique 6

Emploi, perspectives d'emploi issues de l'indice des directeurs d'achat et chômage dans la zone euro

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



Sources : Eurostat, Markit et BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est calculé comme un écart-type par rapport à 50, divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2015 pour l'emploi, à décembre 2015 pour le PMI et à novembre 2015 pour le chômage.

En conséquence, l'emploi s'est établi 1,1 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle depuis le deuxième trimestre 2008. Le taux de chômage pour la zone euro, qui avait commencé à diminuer mi-2013, a poursuivi son recul en novembre, ressortant à 10,5 %. Des informations plus récentes tirées de résultats d'enquêtes vont dans le sens d'une nouvelle amélioration progressive du marché du travail au cours des prochains mois.

Dans la période à venir, la reprise économique devrait se poursuivre.

La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire et leur incidence favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés antérieurement en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, la nouvelle chute des cours du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu disponible réel des ménages et à la rentabilité des entreprises et, donc, à la consommation privée et à l'investissement. L'orientation budgétaire dans la zone euro devient par ailleurs légèrement expansionniste, reflétant en particulier les mesures de soutien aux réfugiés. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro demeure freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et traduisent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que des risques géopolitiques. Les résultats de la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, réalisée début janvier, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé demeurent pratiquement inchangées par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début octobre (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

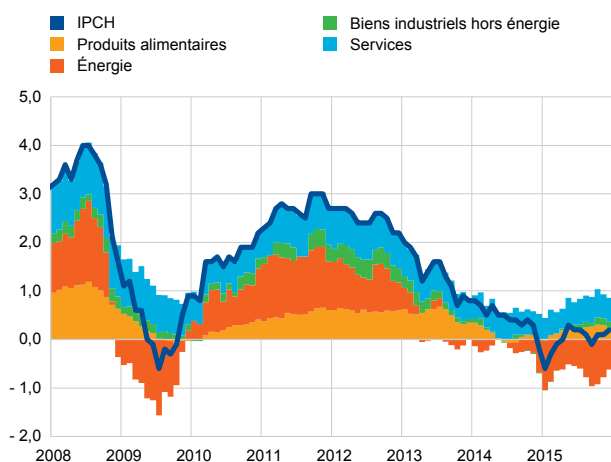
L'inflation totale a subi de nouvelles pressions à la baisse sous l'effet de la poursuite du recul des prix du pétrole. Des effets de base positifs, liés au fléchissement des prix de l'énergie observé fin 2014, étaient censés exercer une forte incidence sur l'inflation totale ¹. Ils ont toutefois été presque entièrement

compensés par l'effet de nouvelles baisses récentes du prix du pétrole et par le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, la clémence des conditions météorologiques ayant contribué à la diminution des prix des produits alimentaires non transformés. En conséquence, l'inflation totale ne s'est que légèrement accentuée, passant de 0,1 % en novembre à 0,2 % en décembre.

Graphique 7

Contribution des composantes à l'IPCH total de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à décembre 2015.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont nettement plus élevées qu'elles ne l'étaient fin 2014-début 2015, mais n'ont pas continué de se redresser depuis l'été 2015. Ainsi, l'inflation

mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeurée inchangée, s'établissant à 0,9 % en décembre, après avoir continué d'évoluer dans une fourchette comprise entre 0,9 % et 1,1 % depuis août. Les profils de la plupart des autres mesures de l'inflation sous-jacente ont été globalement similaires.

L'inflation dans le secteur des services s'est ralentie en décembre pour le deuxième mois de suite, en partie en raison des effets indirects exercés par le recul

des cours du pétrole sur les prix des services de transport. La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée inchangée, ressortant à 0,5 %, après avoir enregistré en novembre une hausse généralisée, qui l'avait portée à son niveau le plus élevé depuis mi-2013. Cette stabilité masque le renchérissement persistant des biens durables, qui s'est établi à 0,9 % en décembre, corroborant l'effet de la dépréciation de l'euro et de la progression de la consommation de biens durables. Cette évolution a été compensée par une diminution du taux de variation annuel des prix des biens semi-durables, notamment l'habillement, peut-être en raison de la clémence des conditions météorologiques.

Les prix à l'importation restent la principale source de tensions à la hausse en amont de la chaîne des prix. Le taux de croissance annuel des prix à

l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires a rebondi, s'établissant à 3,9 % en novembre, après 3,1 % en octobre. Les tensions internes sur les prix sont cependant demeurées faibles, reflétant le fléchissement des coûts des matières premières utilisées comme consommations intermédiaires et la poursuite de la progression modérée des salaires. Le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes internes dans le secteur des biens de

¹ Cf. l'encadré intitulé *Le rôle des effets de base sur l'évolution attendue de la hausse de l'IPCH* du *Bulletin économique* de la BCE, numéro 8, 2015.

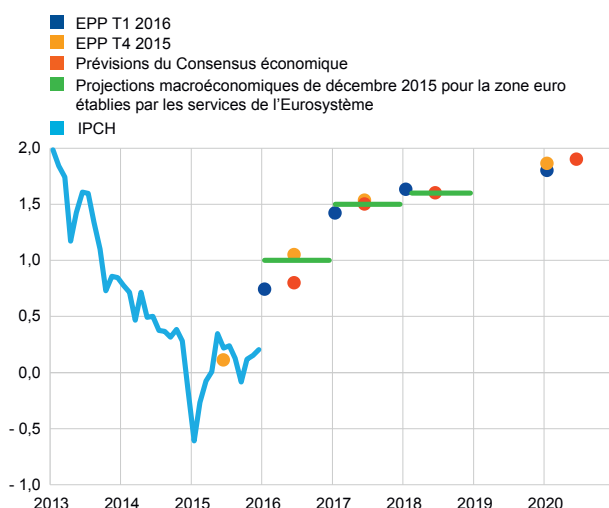
consommation non alimentaires est demeuré inchangé, s'établissant à 0,2 % en novembre, et a évolué dans une fourchette comprise entre 0,0 % et 0,2 % depuis avril. En amont de la chaîne de tarification, le taux de variation annuel des prix à la production des biens intermédiaires a poursuivi son recul, ressortant à 2,0 % en novembre, soit son niveau le plus bas depuis décembre 2009. Les données tirées d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en décembre indiquent également la persistance de faibles tensions internes s'exerçant en amont sur les prix.

La progression des salaires est demeurée modérée, tandis que la croissance des marges bénéficiaires s'est renforcée. La hausse annuelle de la rémunération par tête est revenue à 1,1 % au troisième trimestre 2015, après 1,3 % au deuxième trimestre. Le recul de la productivité ayant été plus modeste, il en a résulté un léger ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La progression des salaires est probablement freinée par un ensemble de facteurs, incluant des niveaux durablement élevés de sous-emploi sur le marché du travail, une croissance de la productivité relativement faible et les effets actuels des réformes du marché du travail mises en œuvre au cours des dernières années dans un certain nombre de pays de la zone euro. Le déflateur du PIB, qui fournit une mesure synthétique globale des tensions internes sur les prix, est demeuré pratiquement stable en termes annuels au troisième trimestre, le fléchissement du taux de variation annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre ayant été compensé par une accélération notable du taux de croissance annuel des marges bénéficiaires. Si l'on examine les chiffres trimestriels individuels, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB s'est inscrit en hausse graduelle depuis mi-2014.

Graphique 8

Mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Consensus économique et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à l'IPCH effectif figurant dans le graphique vont jusqu'à décembre 2015. Les prévisions du Consensus économique sont fondées sur les prévisions de janvier 2016 pour 2016 et 2017 et sur les prévisions à long terme d'octobre 2015 pour 2018 et 2020.

Pour la suite, sur la base des cours à terme actuels du pétrole, la trajectoire de la hausse annuelle de l'IPCH attendue pour 2016 est désormais sensiblement plus basse que celle prévue dans les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème. La variation annuelle de l'IPCH devrait demeurer très faible, voire négative, au cours des prochains mois et ne se redresser que plus tard en 2016, à la faveur des répercussions des mesures de politique monétaire et de la reprise économique attendue.

Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation ont fléchi depuis début décembre, dans un contexte de baisse des prix du pétrole. Après la réunion du Conseil des gouverneurs en décembre, les indicateurs fondés sur les marchés relatifs aux anticipations d'inflation se sont inscrits en net recul, les marchés ayant inversé les gains importants des jours qui

ont précédé la réunion. La nouvelle baisse prononcée des prix du pétrole enregistrée en janvier a entraîné d'autres diminutions, la plupart des mesures revenant au niveau observé début octobre. Plus précisément, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans est revenu de 1,79 % à 1,57 % entre le 2 décembre 2015 et le 20 janvier 2016. Malgré la faiblesse de l'inflation réalisée et des indicateurs de l'inflation fondés sur les marchés orientés à la baisse, le risque de déflation observé sur le marché reste très limité et nettement en deçà des niveaux enregistrés fin 2014 et début 2015. Selon la dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), le taux d'inflation attendu à cinq ans s'est inscrit en baisse, revenant de 1,9 % à 1,8 % (cf. graphique 8). Le recul des anticipations a été plus prononcé à court terme, reflétant l'incidence de la nouvelle baisse des prix du pétrole.

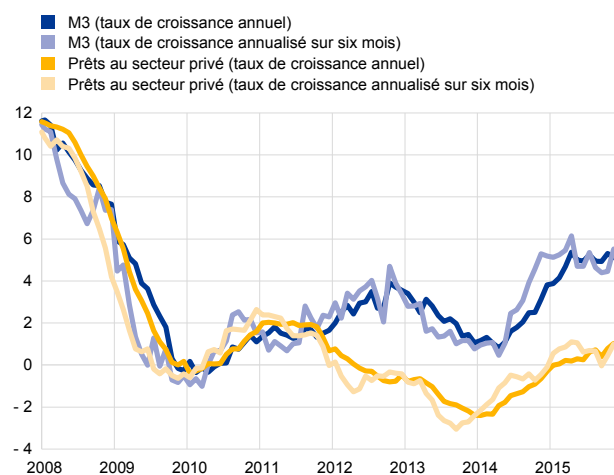
Concernant l'évolution des prix des logements, la croissance annuelle de l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel pour la zone euro établi par la BCE a continué de s'accélérer. Au troisième trimestre 2015, son taux de variation annuel est ressorti à 1,5 %, après 1,1 % au cours des deux trimestres précédents, suggérant une accélération de la reprise. Celle-ci semble relativement généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro, même si les niveaux de croissance demeurent très hétérogènes. La hausse des prix des logements dans la zone euro dans son ensemble reflète l'amélioration du revenu et de l'emploi des ménages, des conditions de financement favorables et la correction des surévaluations antérieures des prix des logements.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée soutenue. Le taux de croissance annuel de M3 est resté robuste en novembre, à 5,1 %, la légère baisse par rapport au taux de 5,3 % constaté en octobre étant principalement attribuable à des effets de base (cf. graphique 9). La croissance monétaire a de nouveau

Graphique 9

M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à novembre 2015.

concerné essentiellement les composantes les plus liquides de l'agrégat monétaire étroit M1, dont le taux de croissance annuel a fléchi en novembre tout en demeurant à des niveaux élevés. Globalement, les évolutions récentes de l'agrégat étroit sont cohérentes avec une poursuite de la reprise économique dans la zone euro.

Les dépôts à vue ont continué d'apporter une contribution significative à la croissance de M3 :

les faibles coûts d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides et l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP) sont les principaux facteurs à l'origine de cette évolution. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ont poursuivi leur contraction, dans une moindre mesure cependant qu'au cours des mois précédents. Le taux de croissance des instruments négociables (M3-M2), qui représentent une

faible part de M3, est demeuré positif, reflétant le rebond observé depuis mi-2014 pour les portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires et la croissance soutenue des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les institutions financières monétaires (IFM) et détenus par le secteur détenteur de monnaie. L'évolution des titres d'OPCVM monétaires confirme la capacité de résistance du marché au contexte de bas niveau des taux d'intérêt.

Les sources d'origine interne demeurent le principal moteur de la progression de la monnaie au sens large.

Du point de vue des contreparties, les achats d'obligations réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) ont été la principale source de création monétaire en novembre. En outre, la création monétaire a continué d'être soutenue par les concours des IFM au secteur privé de la zone euro et par la réduction des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie. Cette évolution reflète le profil plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, qui réduit l'incitation à détenir des actifs à plus long terme. Elle met également en évidence les achats d'obligations sécurisées réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), qui rendent ces titres moins disponibles pour le secteur détenteur de monnaie. Par ailleurs, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées de l'Eurosystème (TLTRO), source alternative de financement à plus long terme, ont freiné l'activité d'émission des banques. La contribution de la position extérieure nette du secteur des IFM à la croissance annuelle de M3 est demeurée

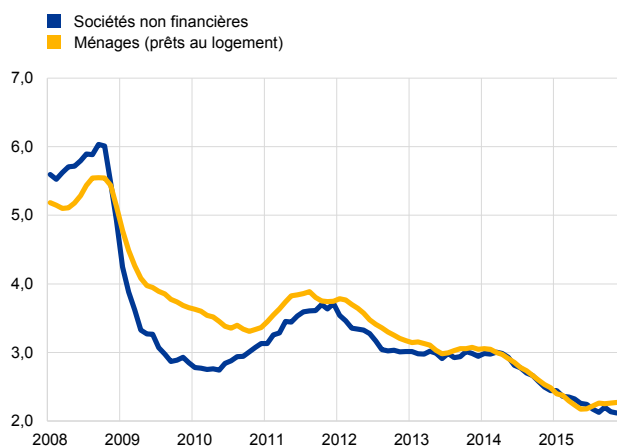
négative. Cette évolution résulte des sorties de capitaux de la zone euro et confirme le rééquilibrage en cours des portefeuilles en faveur d'instruments étrangers (les investisseurs étrangers ont montré une moindre appétence pour les actifs de la zone euro). Les cessions de titres d'emprunts publics de la zone euro auxquelles les non-résidents ont procédé dans le cadre du PSPP expliquent ce rééquilibrage.

Les concours au secteur privé de la zone euro ont poursuivi leur trajectoire de reprise graduelle ¹. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est encore accentué en novembre (cf. graphique 9), sous l'effet à la fois des prêts aux sociétés non financières (SNF) et des prêts aux ménages. Bien qu'il soit demeuré faible, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est nettement redressé depuis le point bas qu'il avait atteint au premier trimestre 2014. Les mesures de politique monétaire de la BCE et le nouvel assouplissement des critères d'octroi des crédits bancaires ont soutenu cette hausse. En dépit de ces signes positifs, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certaines juridictions continuent de freiner la croissance des prêts.

Graphique 10

Taux débiteurs composites des banques pour les prêts aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur des taux débiteurs composites des banques est calculé par agrégation des taux à court terme et des taux à long terme à l'aide d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à novembre 2015.

Les taux appliqués par les banques aux prêts consentis aux SNF et aux ménages sont demeurés globalement stables en novembre (cf. graphique 10).

En dépit de signes récents de stabilisation, les taux débiteurs composites pour les prêts aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse beaucoup plus forte que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, du programme d'assouplissement du crédit de la BCE. Cette évolution est liée à l'atténuation de la fragmentation sur les marchés financiers de la zone euro et à la meilleure répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs des banques. De plus, le recul des taux débiteurs composites a été favorisé par la diminution des coûts composites de financement des banques, qui se situent à des niveaux historiquement bas. Entre mai 2014 et novembre 2015, le taux débiteur composite des prêts consentis aux SNF de la zone euro a fléchi de plus de 80 points de base pour s'établir à 2,12 %. Au cours de la même période, le taux débiteur composite des prêts au logement accordés aux ménages a diminué

de plus de 60 points de base pour s'inscrire à 2,27 % en novembre. En outre, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 0,25 million d'euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro a encore diminué en novembre. Cela signifie que les PME ont davantage profité des récentes évolutions des taux débiteurs que les grandes entreprises.

¹ Le 21 septembre 2015, la BCE a publié de nouvelles données relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation, sur la base d'une méthode de correction améliorée. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Nouvelles données relatives aux prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation* du *Bulletin économique* numéro 7/2015

L'enquête de janvier 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que l'évolution des critères d'octroi et de la demande de prêts continue de favoriser un raffermissement de la croissance des prêts

(cf. l'enquête à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Au quatrième trimestre 2015, les banques ont de nouveau assoupli (en termes nets) leurs critères d'attribution de prêts aux SNF. Un assouplissement net des critères d'octroi des prêts au logement consentis aux ménages a également été observé, ce qui marque une inversion par rapport au resserrement précédent. La concurrence accrue a continué d'être le principal facteur à l'origine de cet assouplissement. La demande nette de prêts des SNF et des ménages a fortement augmenté, alimentée par la faiblesse générale des taux d'intérêt. Les besoins de financement liés au fonds de roulement et aux investissements fixes, la confiance des consommateurs et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel ont été autant de facteurs supplémentaires à l'origine de l'augmentation de la demande de prêts.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont enregistré une hausse modérée en novembre 2015. Le retournement des émissions nettes a été favorisé par la baisse temporaire du coût du financement de marché en novembre. En revanche, la persistance d'une croissance soutenue des bénéfices non distribués a très probablement été un facteur d'atténuation ces derniers mois. Il convient de souligner que, au troisième trimestre 2015, le taux de croissance annuel des bénéfices non distribués était encore supérieur à 10 %.

Selon les estimations, le coût nominal global du financement externe des SNF a connu une hausse modérée en décembre 2015 et au cours de la première quinzaine de janvier 2016. Cette hausse s'explique principalement par l'augmentation du coût du financement par émission d'actions (les cours des actions ont nettement baissé), tandis que le coût du financement par endettement est demeuré pratiquement inchangé. En décembre 2015 et mi-janvier 2016, le coût du financement par émission d'actions et du financement de marché était, en moyenne, supérieur de, respectivement, 40 et 20 points de base environ au niveau de novembre 2015.

Encadré 1

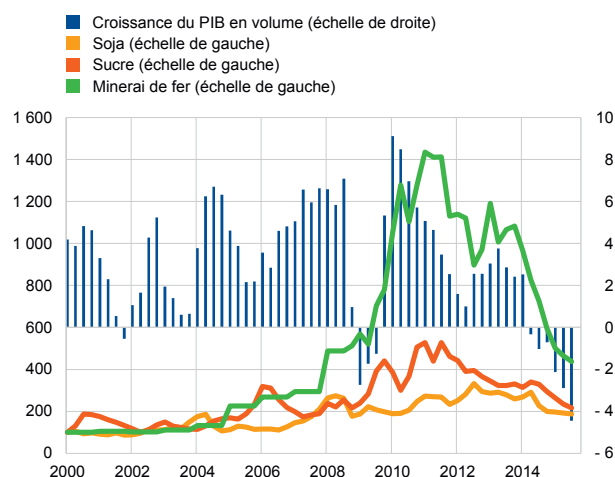
Quels sont les facteurs à l'origine du ralentissement économique au Brésil ?

Ayant connu une croissance économique rapide au cours des années précédant la récente crise financière mondiale, le Brésil était en bonne position pour faire face à la Grande récession. Le cycle des prix des matières premières et les importantes entrées de capitaux ont joué un rôle dans l'amélioration des performances économiques du pays. Celle-ci a également résulté de profonds changements introduits dix années auparavant dans la gestion de la politique macroéconomique, qui ont mis un terme à la prépondérance budgétaire et à l'hyperinflation en 1994. Toutefois, la situation économique du Brésil s'est nettement détériorée au cours des dernières années. L'économie est entrée en récession en 2014 et la situation s'est aggravée en 2015, le PIB en volume enregistrant probablement une diminution de 3 %, tandis que l'inflation est restée proche de 10 %. Le présent encadré décrit les principaux facteurs à l'origine du ralentissement économique au Brésil.

Graphique A

Croissance du PIB et prix à l'exportation des principales matières premières

(échelle de gauche : indice 2000 = 100 ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Banque mondiale, CBOT – CME Group et IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Le ralentissement du cycle des prix des matières premières hors énergie a fait apparaître les faiblesses structurelles sous-jacentes de l'économie brésilienne.

Au cours des dix premières années du siècle, le Brésil a bénéficié d'une forte demande – émanant en particulier de la Chine – pour certaines des principales matières premières qu'il exporte (notamment le minerai de fer, le soja et le sucre brut). Soutenue par les effets positifs des termes de l'échange, la croissance annuelle du PIB du Brésil s'est établie à 3,1 % en moyenne au cours de cette période. Depuis la baisse des prix des matières premières en 2011 (cf. graphique A), ces effets se sont inversés. En conséquence, la croissance du PIB a été constamment inférieure aux prévisions et les faiblesses structurelles sous-jacentes de l'économie ont refait surface. Ces faiblesses ont trait notamment à la lourdeur du régime fiscal, à l'ampleur du secteur informel, à la médiocrité des infrastructures, à la faiblesse de la concurrence, au coût important de la création d'entreprise et aux barrières tarifaires élevées.

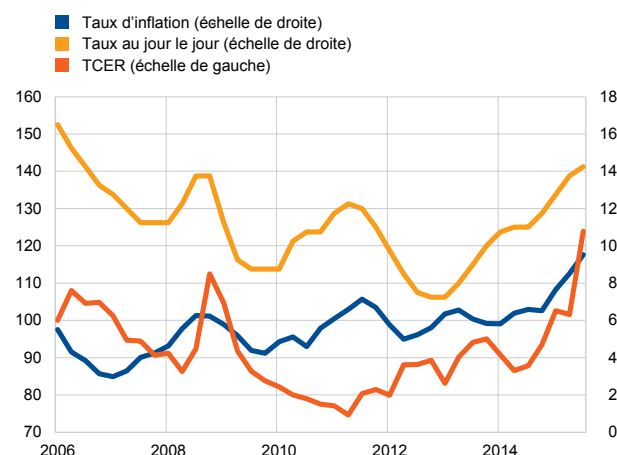
De plus, des déséquilibres sont apparus sur fond de politiques expansionnistes et d'importantes entrées de capitaux. Vers la fin de la décennie, le Brésil continuait d'enregistrer d'importantes entrées de capitaux, à hauteur de 9 % du PIB environ

par an. Si ces entrées ont permis le maintien de faibles écarts de rendement entre les obligations souveraines et les obligations du secteur privé, elles ont néanmoins alimenté une forte appréciation du real brésilien, qui a nui à la compétitivité-prix du pays. De nombreuses entreprises, y compris les grandes compagnies pétrolières telles que l'entreprise publique Petrobras, ont profité de la souplesse des conditions de financement pour effectuer des emprunts sur les marchés internationaux en vue de financer des investissements à long terme. Dans le même temps, les politiques monétaire et budgétaire étaient expansionnistes. Le taux d'intérêt officiel a été abaissé au point bas historique de 7,25 % en octobre 2012 (cf. graphique B), tandis que l'octroi de prêts subventionnés au secteur public, conjugué à une augmentation des exonérations fiscales pour ranimer la confiance des entreprises, a fortement creusé le déficit budgétaire. Compte tenu de l'absence de réformes structurelles, ces mesures n'ont cependant entraîné qu'un rebond modéré et temporaire de la croissance du PIB en 2012-2013, tout en contribuant par ailleurs à la hausse de l'inflation et au creusement du déficit courant (cf. graphique C).

Graphique B

Taux d'inflation, taux au jour le jour et taux de change effectif réel

(échelle de gauche : indice 2006 = 100 ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)

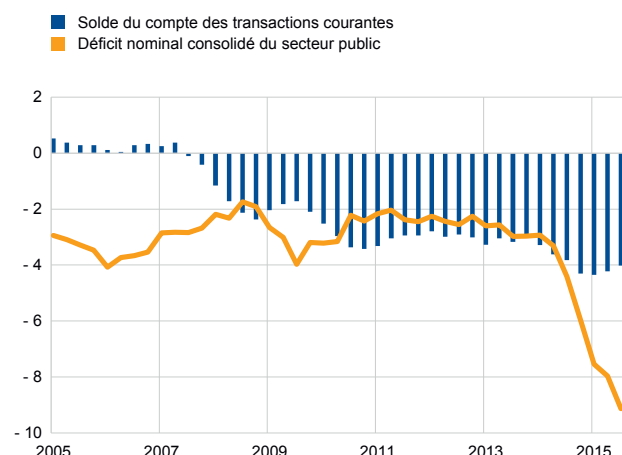


Sources : Banque mondiale, CBOT – CME Group et IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.
Notes : Le taux SELIC est le taux au jour le jour de la banque centrale brésilienne. Le TCER correspond au taux de change effectif réel par rapport aux 13 principaux partenaires commerciaux ; une augmentation de sa valeur reflète une dépréciation de la monnaie.

Graphique C

Solde total du secteur public et solde du compte des transactions courantes (par rapport au PIB)

(en pourcentage du PIB ; moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Source : IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

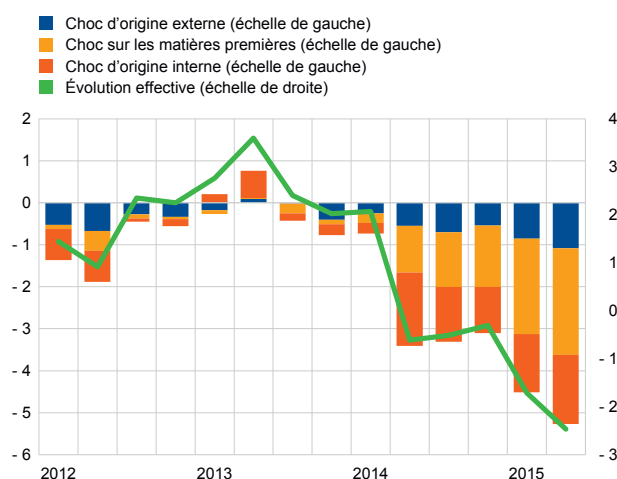
Le changement de sentiment des marchés financiers mondiaux au moment de l'annonce par la Réserve fédérale américaine, en mai 2013, d'une diminution progressive du rythme de ses achats d'actifs (« taper tantrum ») a eu un impact considérable sur l'économie brésilienne. Le sentiment des marchés à l'échelle mondiale s'est brusquement retourné contre les économies de marché émergentes vulnérables en proie à d'importants déséquilibres extérieurs et budgétaires, comme le Brésil. En dépit de signes d'une menace de récession, les politiques monétaire et budgétaire de ce pays ont été durcies pour tenter de rétablir la crédibilité macroéconomique. Afin de limiter les sorties de capitaux et de soutenir le taux de change, le Banco Central do Brasil a relevé son taux d'intérêt officiel en

juillet 2015, le portant à 14,25 %. Sur le front budgétaire, les limites appliquées aux programmes de prêts subventionnés ont été abaissées et les subventions des prix réduites. Dans le même temps, cependant, la détérioration de la situation sur les marchés financiers à l'échelle mondiale et la hausse des taux d'intérêt ont entraîné un alourdissement des charges d'intérêts sur l'emprunt public (soit 9 % du PIB environ), et donc une augmentation de la dette publique brute vers de nouveaux records historiques (63 % du PIB). Le pays étant incapable de dégager l'excédent budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette à l'aide d'un programme budgétaire suffisamment crédible, deux agences de notation ont retiré le Brésil de la catégorie la mieux notée (*investment grade*) pour la première fois en sept ans. En dépit de la contraction du PIB brésilien, l'inflation a atteint un niveau supérieur à 10 % au cours des deux derniers mois de 2015, sous l'effet d'un ajustement des prix réglementés et de la forte dépréciation de la monnaie.

Graphique D

Décomposition historique par chocs de la croissance annuelle du PIB en volume

(échelle de gauche : estimations médianes – écart par rapport à la moyenne à long terme ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística et calculs des services de la BCE.

Note : La moyenne à long terme fait référence à la période allant du premier trimestre 2000 au deuxième trimestre 2015.

Selon des estimations de modèles, le récent ralentissement au Brésil résulte, dans une large mesure, de facteurs d'origine interne conjugués à la baisse des prix des matières premières.

D'après la décomposition historique établie à partir d'un modèle VAR structurel bayésien ¹ (cf. graphique D), les évolutions défavorables des prix des matières premières et les chocs d'origine interne – notamment sur la demande intérieure, la politique monétaire et les coûts de financement – sont les principaux facteurs expliquant le recul du PIB brésilien depuis mi-2014. En revanche, les chocs d'origine externe (définis comme des chocs liés à l'incertitude mondiale et des chocs affectant les conditions de financement à l'échelle mondiale ainsi que la demande étrangère) ont été une cause moins importante du récent ralentissement. En particulier, les prix du minerai de fer et du sucre brut (qui représentent, respectivement, 13 % et 5 % du total des exportations) se sont inscrits en baisse depuis 2011, tandis que les prix du pétrole (7 % du total des exportations) diminuent depuis 2014.

Le Brésil demeurant importateur net de pétrole, c'est sans doute principalement par le canal de l'investissement que la baisse des prix du pétrole influe sur le PIB, plutôt que par les termes de l'échange uniquement, comme c'est le cas pour les pays exportateurs nets de pétrole. L'investissement total a diminué de 6 % en moyenne depuis début 2014, en partie sous l'effet des évolutions chez Petrobras, l'entreprise publique de production du pétrole, qui représente 10 %

¹ Le modèle utilisé est un modèle vectoriel autorégressif structurel bayésien qui utilise les données trimestrielles désaisonnalisées du PIB. Le modèle est estimé pour la période allant du premier trimestre 2000 au deuxième trimestre 2015, et les variables qu'il intègre sont liées aux conditions extérieures, aux prix des matières premières et aux conditions domestiques. Sont inclus, notamment, l'indice VIX, les bons du Trésor à trois mois, la demande étrangère (importations pondérées en fonction des échanges commerciaux), le prix du pétrole, les prix des matières premières hors énergie, l'indice EMBIG – Brésil, la croissance du PIB en volume et le taux-objectif SELIC. L'identification d'un choc structurel est réalisée en imposant des restrictions de signes aux fonctions de réponse impulsionnelle.

de l'investissement total du Brésil et presque 2 % de son PIB. Petrobras a dû réduire ses investissements de 33 % en 2014 et en 2015 pour s'ajuster à la baisse des prix du pétrole ainsi qu'en réponse à un scandale de corruption généralisée qui a eu des effets sur la confiance dans l'ensemble de l'économie. Selon les estimations du ministère brésilien des Finances, les effets directs et indirects de la réduction des investissements de Petrobras ont coûté 2 points de pourcentage environ à la croissance du PIB en 2015.

À plus long terme, les risques pesant sur le Brésil demeurent orientés à la baisse dans un contexte d'incertitudes concernant la politique budgétaire et de difficultés politiques susceptibles de détériorer davantage encore la confiance.

Encadré 2

Une analyse approfondie des différences entre la valeur ajoutée brute industrielle et la production industrielle

La valeur ajoutée brute industrielle et la production industrielle constituent toutes deux des indicateurs riches d'informations sur les évolutions de l'activité industrielle. Bien qu'ils soient comparables sur le plan conceptuel, ils se différencient sur un certain nombre de points¹. L'examen des données disponibles pour les deux derniers trimestres montre que la faiblesse de la production industrielle hors construction de la zone euro au deuxième trimestre 2015 a été plus marquée que celle de la valeur ajoutée correspondante, les taux de croissance trimestriels étant, respectivement, de – 0,1 % et de 0,4 %. Cependant, au troisième trimestre 2015, la croissance de la production industrielle a été plus positive, avec une progression de 0,2 % contre 0,0 % pour la valeur ajoutée. Dans ce contexte, le présent encadré examine plus attentivement les écarts entre ces deux indicateurs pour la zone euro et explique les différences méthodologiques qui en sont à l'origine. La production industrielle est une statistique à court terme qui vise à estimer la valeur ajoutée sur une base mensuelle afin de fournir une mesure rapide de l'activité industrielle. En pratique, toutefois, il est difficile de collecter chaque mois les données relatives à la valeur ajoutée ; la variation mensuelle de la production industrielle est donc généralement calculée à partir d'autres sources, telles que le chiffre d'affaires déflaté, les données de la production physique, le facteur travail et la consommation intermédiaire de matières premières et d'énergie. Pour sa part, la valeur ajoutée brute² est un indicateur trimestriel des comptes nationaux et se calcule en soustrayant la consommation intermédiaire de la production. La production industrielle ne décrit donc que partiellement l'évolution de la valeur ajoutée industrielle en volume sur une période plus longue, puisque le lien entre ces deux indicateurs peut être affecté par des variations des ratios des intrants et des structures de production.

Les évolutions de la valeur ajoutée industrielle et de la production industrielle (hors construction) de la zone euro diffèrent en valeur absolue et en taux de croissance trimestriels. Le graphique A illustre les deux indicateurs de l'activité industrielle de la zone euro en termes de niveaux. Il montre que, pour l'industrie (hors construction) de la zone euro, le niveau de la valeur ajoutée a été, la plupart

¹ Pour une description plus détaillée de ces différences, cf. D. Lucke et J.-P. Weiß, *International comparison of industrial development in the European context – the problems*, *Economic Bulletin*, Vol. 39, n° 7, *German Institute for Economic Research*, 2002, pp. 215-220, et *Vue d'ensemble des statistiques industrielles de l'OCDE*, disponible à l'adresse suivante <http://www.oecd.org/sti/ind/overviewofindustrialstatisticsattheoecd.htm>.

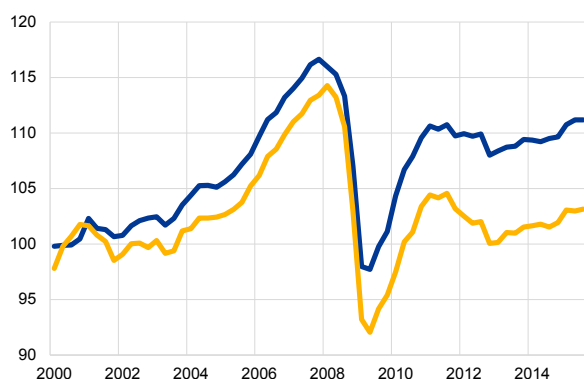
² La valeur ajoutée brute est un des principaux indicateurs des comptes nationaux et, en plus des taxes nettes des subventions sur les produits, elle comprend le produit intérieur brut (PIB) (égal, du côté des revenus, à la somme de la rémunération des salariés, des impôts sur la production et des importations moins les subventions) et l'excédent brut d'exploitation.

Graphique A

Niveau de la valeur ajoutée industrielle et de la production industrielle (hors construction) de la zone euro

(2000 = 100 ; valeur ajoutée brute : volumes en données chaînées corrigées des effets de calendrier et des variations saisonnières ; indice de la production industrielle : moyenne trimestrielle des données mensuelles corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés)

■ Valeur ajoutée industrielle hors construction
■ Production industrielle hors construction



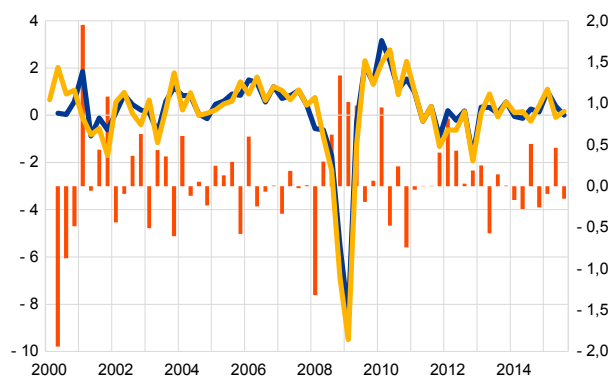
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique B

Croissance de la valeur ajoutée industrielle et de la production industrielle (hors construction) de la zone euro

(taux de croissance trimestriels ; valeur ajoutée brute : volumes en données chaînées corrigées des effets de calendrier et des variations saisonnières ; indice de la production industrielle : moyenne trimestrielle des données mensuelles corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés ; en points de pourcentage)

■ Valeur ajoutée industrielle hors construction (échelle de gauche)
■ Production industrielle hors construction (échelle de gauche)
■ Différence entre la croissance de la valeur ajoutée et celle de la production industrielle (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

du temps, plus élevé que celui de la production industrielle depuis 2000. Néanmoins, ces deux indicateurs connaissent généralement des évolutions conjoncturelles analogues en termes de croissance trimestrielle (cf. graphique B), malgré des différences sensibles allant jusqu'à 2 points de pourcentage, positifs ou négatifs, pour certains trimestres depuis 2000. L'écart entre les deux taux de croissance est ressorti à 0,1 point de pourcentage en moyenne depuis 2000. En ce qui concerne les différences de croissance en termes absolus, la moyenne et l'écart-type ont été de 0,4 point de pourcentage depuis 2000. Ce résultat implique que les différences des taux de croissance observées au deuxième et au troisième trimestre 2015 se situaient dans une fourchette prévisible.

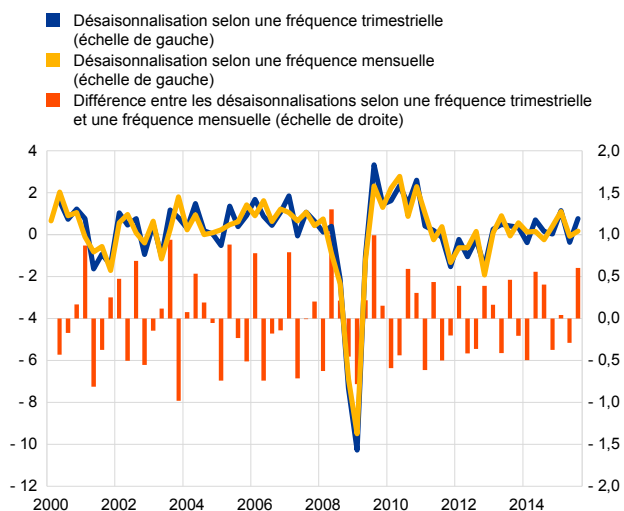
Les différences d'évolution de ces deux indicateurs se constatent également au niveau des pays de la zone euro, mais à des degrés divers.

Dans les quatre principaux pays de la zone euro, la différence entre la croissance trimestrielle de la valeur ajoutée industrielle et de la production industrielle (hors construction) depuis 2000 a été la plus marquée pour l'Espagne (0,4 point de pourcentage), la France (0,3) et l'Italie (0,2), tandis qu'elle était faible pour l'Allemagne (0,03). Pour cinq pays de la zone euro, cette différence de croissance a été négative au cours de la même période, notamment pour l'Irlande et le Luxembourg (- 0,6 point de pourcentage dans les deux cas). Il convient toutefois de garder à l'esprit que ces résultats dépendent également de la période sous revue. Par exemple, pour l'Allemagne (où des données plus anciennes sont disponibles), le léger biais positif des taux de croissance pour la période à partir de 2000 devient légèrement négatif si la période d'observation commence en 1991.

Graphique C

Les effets de la désaisonnalisation sur les données mesurant la croissance de la production industrielle (hors construction) de la zone euro

(taux de croissance trimestriels; en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Outre les facteurs conceptuels, un certain nombre d'autres facteurs contribuent aux différences entre les deux indicateurs³ : c'est le cas de la désaisonnalisation sur une base infra-annuelle, la valeur ajoutée étant corrigée selon une fréquence trimestrielle et la production industrielle selon une fréquence mensuelle. Afin de quantifier ce facteur, les données de la production industrielle ont été désaisonnalisées dans les différents pays de la zone euro selon une fréquence trimestrielle. Le résultat, qui dépend des paramètres utilisés pour les filtres saisonniers, montre que les taux de croissance trimestriels peuvent être extrêmement différents selon que la désaisonnalisation est mensuelle ou trimestrielle (cf. graphique C). L'utilisation de données désaisonnalisées sur une base trimestrielle plutôt que mensuelle montre que l'écart absolu moyen entre les taux de croissance de la production industrielle de la zone euro est de 0,5 point de pourcentage depuis l'année 2000. Cependant, en moyenne, l'incidence des autres facteurs demeure importante.

Les prix sont traités différemment dans les deux indicateurs. La valeur ajoutée brute est calculée en utilisant les prix de base et ne comprend pas les taxes (nettes des subventions) sur les produits, tandis que la production industrielle est calculée au coût des facteurs. La différence entre la valeur ajoutée aux prix de base et au coût des facteurs est constituée des autres taxes (nettes des subventions) sur la production, chiffres qui ne sont pas disponibles en volume selon une fréquence trimestrielle. De plus, alors que les volumes de la valeur ajoutée brute sont calculés en utilisant un chaînage annuel, seuls quelques pays jusqu'à présent utilisent cette méthode pour la production industrielle.

Des activités économiques différentes sont comprises dans les deux indicateurs. La valeur ajoutée intègre la production et la distribution d'eau, l'assainissement, la gestion des déchets et la dépollution (Section E⁴), contrairement à la production industrielle. Depuis 2000, la part de cette activité dans la valeur ajoutée industrielle hors construction a varié entre 4,2 % en 2007 et 5,0 % en 2009. Les séries de la valeur ajoutée en volume et en données chaînées pour ce secteur ne sont publiées qu'une fois par an et sont relativement acycliques. Les calculs décomposant ces données annuelles en données trimestrielles indiquent que la différence entre le taux de croissance trimestriel de la valeur ajoutée industrielle et

³ Cf. l'encadré intitulé *Écarts entre la production industrielle et les données de valeur ajoutée dans l'industrie au premier trimestre 2004*, *Bulletin mensuel*, BCE, août 2004. Il examinait l'écart entre la production industrielle et la valeur ajoutée au premier trimestre 2004 (leur croissance était, respectivement, de 0,2 et de 0,9 point de pourcentage ; selon les données révisées au moment de la rédaction du présent encadré, ces chiffres sont, respectivement, de 0,2 et 0,8 point de pourcentage). Cette différence s'explique par la désaisonnalisation et par la couverture géographique. Cette dernière s'est considérablement améliorée depuis 2004. Lorsque les données par pays sont manquantes, des estimations sont utilisées pour l'agrégat de la zone euro.

⁴ Ces activités constituent la Section E de la nomenclature statistique des activités économiques de la Communauté européenne (NACE Rév. 2).

celui de la production industrielle demeure, en moyenne, d'ampleur comparable. Cependant, pour certains trimestres spécifiques, l'impact de la Section E est important, jusqu'à 2,2 points de pourcentage au cours de la Grande récession et jusqu'à 0,8 point de pourcentage lors des périodes « normales ».

Une autre source de différence entre les deux indicateurs réside dans le fait que la production industrielle couvre généralement les entreprises supérieures à un certain seuil (en termes de chiffre d'affaires ou de nombre de salariés), les seuils étant variables selon les pays. Les comptes nationaux tentent de fournir un tableau plus complet en utilisant des données provenant de diverses autres sources.

Dans l'ensemble, malgré le lien étroit entre valeur ajoutée et production industrielle, les différences entre les deux indicateurs reflètent dans une certaine mesure tous les facteurs mentionnés précédemment, même si leur importance relative est difficile à évaluer. D'un point de vue économique, il est utile de surveiller ces deux indicateurs pour évaluer la situation de l'activité industrielle. Une meilleure harmonisation entre les comptes nationaux et les statistiques à court terme, ainsi qu'entre les pratiques nationales de désaisonnalisation, contribuerait à réduire ces différences.

Encadré 3

L'Eurosystème publie des critères plus précis d'acceptation des agences de notation

L'Eurosystème a publié des critères plus précis devant être respectés par les agences de notation pour pouvoir participer à son dispositif de limitation du risque financier dans les opérations de politique monétaire. Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (*Eurosystem Credit Assessment Framework* — ECAF) définit des exigences minimales de qualité du crédit aux termes desquelles l'Eurosystème n'accepte en garantie que des actifs présentant une qualité de signature élevée. L'Eurosystème a une obligation légale de ne prêter de l'argent qu'en contrepartie de garanties appropriées ¹. L'ECAF constitue également la base des exigences minimales de qualité du crédit dans le cadre des achats fermes.

Les agences de notation sont une des sources d'informations du dispositif ².

Lorsque les agences de notation sont acceptées dans le dispositif en tant qu'organismes externes d'évaluation du crédit (*external credit assessment institutions* – ECAI), leurs notations sont principalement utilisées pour évaluer la qualité de crédit des actifs négociables (titres de créance échangés, notamment les obligations). Les agences de notation peuvent également être acceptées dans le dispositif en tant que fournisseurs d'outils de notation. En outre, l'Eurosystème utilise des informations provenant de systèmes internes d'évaluation du crédit et de systèmes de notation interne des contreparties. Les trois dernières catégories de systèmes d'évaluation du crédit sont utilisées principalement pour évaluer des garanties non négociables telles que les créances privées. Afin de s'assurer que les informations fournies par l'ensemble des quatre sources sont cohérentes, exactes et comparables, l'Eurosystème a défini des critères d'éligibilité pour chaque source d'évaluation du crédit ainsi qu'une échelle de notation harmonisée, par rapport à laquelle il suit régulièrement les performances de l'ensemble des systèmes acceptés. Ces procédures ont pour objectif de protéger l'Eurosystème contre les risques financiers ainsi que d'assurer une égalité de traitement entre les fournisseurs de notations de crédit.

En décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé de publier des précisions supplémentaires sur les critères d'acceptation d'une agence de notation au sein de l'ECAF ³. Les critères publiés concernent l'acceptation

¹ Cf. l'article 18 paragraphe 1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

² Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème pour les opérations de politique monétaire*, du *Bulletin mensuel* d'avril 2014 ; *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations*, BCE, juillet 2015 ; ou les informations fournies sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>

³ Cf. les *Décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE* (autres que les décisions relatives à la fixation des taux d'intérêt) du 22 janvier 2016 sur le site internet de la BCE. Les exigences détaillées sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>

des agences de notation en tant qu'organismes externes d'évaluation du crédit. Une agence, lorsqu'elle formule sa demande, doit fournir une couverture minimale des actifs éligibles aux opérations de politique monétaire en termes d'actifs notés ⁴, d'émetteurs notés et de montant des actifs notés. La couverture d'une agence de notation doit être répartie sur les diverses classes d'actifs éligibles et les différents pays de la zone euro. Par exemple, elle doit noter au moins trois des quatre classes d'actifs éligibles du secteur non public (obligations sécurisées, obligations non sécurisées, obligations d'entreprise et titres adossés à des actifs) dans les deux tiers des pays. Dans chaque classe d'actifs, elle doit fournir des notations pour au moins 10 % des actifs éligibles, 10 % des émetteurs et 20 % du montant nominal. De plus, durant les trois années précédant sa demande, l'agence de notation doit avoir respecté ces critères à 80 % au minimum.

La formulation des exigences vise à garantir que les agences de notation aient une grande expertise du risque de crédit se vérifiant sur la durée. Pour des raisons d'efficacité et afin de garantir que seules les agences de notation disposant d'une solide expertise du risque de crédit soient acceptées, les exigences tiennent compte de l'acceptation par les marchés des notations attribuées par ces agences, des interconnexions du risque de crédit ⁵ entre les classes d'actifs éligibles, et de la concentration géographique des garanties éligibles dans la zone euro. Cela étant, les seuils ne sont pas restrictifs au point d'empêcher l'acceptation de nouvelles agences de notation : une agence de notation évaluant, par exemple, cent émetteurs environ peut respecter les exigences, en fonction de la concentration géographique et par classes d'actifs de son activité ⁶. De plus, l'ensemble des critères de couverture est conçu pour garantir que l'Eurosystème dispose des informations lui permettant de s'assurer que l'agence de notation possède un historique de performances approprié et de situer ses notations sur l'échelle de notation harmonisée. En outre, l'exigence d'une couverture historique de 80 % pendant les trois années précédant la demande permet aux nouvelles agences de notation de bénéficier d'une augmentation progressive de leur couverture européenne afin de demander à être acceptées dans l'ECAF dès qu'elles peuvent faire la preuve d'une solide expertise du risque de crédit et d'une acceptation avérée par le marché.

Dans le cadre de la procédure d'acceptation, l'Eurosystème analyse toutes les informations supplémentaires pertinentes pour la protection contre le risque et pour la mise en œuvre efficiente de l'ECAF ⁷. Le respect des critères de couverture minimum sert uniquement de condition préalable au lancement d'une procédure d'acceptation. Compte tenu de l'importance des informations sur la qualité du crédit pour l'éligibilité des actifs et l'application de décotes, l'Eurosystème prend

⁴ Les actifs doivent être notés conformément aux règles de priorité de l'ECAF définies à l'article 84 de l'orientation de la BCE du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60).

⁵ Par exemple, la notation des produits financiers structurés nécessite une évaluation solide du risque de crédit des contreparties concernées.

⁶ Une agence de notation du crédit ayant une part de marché de l'ordre de 1 % (selon les calculs de l'Autorité européenne des marchés financiers) respecte actuellement les critères de couverture de l'ECAF.

⁷ Pour les critères généraux d'éligibilité applicables aux organismes externes d'évaluation du crédit, qui ont été rendus publics depuis l'introduction de l'ECAF, cf. l'article 120 de l'orientation BCE/2014/60.

sa décision d'acceptation d'une agence de notation sur la base d'une évaluation complète de l'obligation de diligence. Les agences de notation doivent respecter un certain nombre d'exigences d'information, réglementaires et opérationnelles. Pour participer au dispositif, elles doivent, par exemple, être placées sous la surveillance de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). De plus, les informations relatives à leurs notations de crédit nécessaires au suivi de la qualité de notation doivent être accessibles à l'Eurosystème. À des fins d'efficacité et compte tenu du processus de diligence raisonnable nécessitant beaucoup de ressources pour chacune des agences de notation, l'Eurosystème exige que les critères de couverture minimum soient respectés avant d'envisager d'accepter une nouvelle agence de notation.

En outre, l'Eurosystème renforce son devoir de diligence pour éviter une dépendance mécaniste aux notations externes. Des travaux supplémentaires sont menés par l'Eurosystème pour mieux comprendre les notations, les procédures et les méthodologies de notation des agences acceptées au sein de l'ECAF. Cette démarche est dans la ligne de plusieurs initiatives des autorités internationales ayant pour objectif de réduire une dépendance excessive aux notations externes dans les cadres juridiques, réglementaires et dans d'autres domaines publics ⁸. En parallèle, l'Eurosystème a amélioré ses capacités d'évaluation interne du crédit, par exemple en augmentant le nombre de systèmes internes d'évaluation du crédit pour les sociétés non financières ⁹ et en instaurant une procédure de diligence raisonnable dans le cadre des programmes d'achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées.

⁸ Cf., par exemple, la feuille de route pour la réduction de la dépendance envers les notations des agences de notation du crédit, publiée par le Conseil de la stabilité financière du G20, disponible à l'adresse http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1

⁹ Cf., par exemple, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Conseil de la stabilité financière, mai 2014, à l'adresse http://www.fsb.org/2014/05/r_140512/

Article

Évolutions récentes de la composition et du coût du financement bancaire dans la zone euro

Les variations de la composition et du coût du financement bancaire ont des implications importantes sur l'offre de crédit et, par conséquent, sur la production économique et l'inflation. Les coûts de financement des banques sont influencés par la politique monétaire, mais la transmission de cette politique dépend de nombreux facteurs, parmi lesquels figurent la solidité des bilans des banques et l'environnement macroéconomique. Les évolutions du financement bancaire peuvent donc être différentes selon les banques et les pays de la zone euro. Le présent article propose une vue d'ensemble des évolutions récentes de la composition et du coût du financement bancaire, y compris les fonds propres, et montre qu'ils ont varié au sein de la zone euro au cours de la crise financière, ce qui a eu une incidence sur la transmission de la politique monétaire. Il analyse également l'interaction entre les mesures de politique monétaire (tant conventionnelles que non conventionnelles) et les conditions de financement des banques.

1 Introduction

Au cours de la crise financière, l'hétérogénéité du coût du crédit bancaire était imputable en grande partie aux divergences des conditions de financement entre les banques de la zone euro. La compréhension des conditions de financement des banques est vitale pour l'analyse de l'offre de crédit à l'économie réelle et, par conséquent, de la production et de l'inflation, en tenant compte notamment du fait que la dynamique du coût de financement a divergé des taux de la politique monétaire au cours de la crise ¹. En général, les banques cherchent à la fois du financement de détail et du financement de marché. Le financement de détail, c'est-à-dire les dépôts du secteur privé, constitue généralement la source principale de financement, et les dépôts du secteur privé non financier sont dans l'ensemble moins volatils que les sources de financement de marché, notamment lorsqu'ils sont protégés par des systèmes de garantie des dépôts. Toutefois, l'importance de ces sources dans le financement global d'une banque dépend de caractéristiques institutionnelles telles que sa taille ou son modèle d'activité. Pour les petites banques de la zone euro, notamment, les dépôts des particuliers représentent une part beaucoup plus importante du financement global que le recours au marché ². Le financement de marché comprend les engagements interbancaires, utilisés pour la gestion de la liquidité à court terme, et l'émission de titres de créance. Enfin,

¹ Pour une discussion plus approfondie, cf. A. Illes, M.J. Lombardi et P. Mizen, *Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?*, BIS Working Papers, n° 486, février 2015.

² Cf. le rapport sur les structures financières (*Report on Financial Structures*), BCE, octobre 2015.

les banques ont également accès à la liquidité de banque centrale et lèvent des capitaux, normalement sous forme d'actions.

Un secteur bancaire qui fonctionne bien est essentiel pour la transmission efficace de la politique monétaire. C'est en particulier le cas pour la zone euro, où les banques jouent un rôle dominant dans l'offre de financement externe au secteur privé non financier. Le déclenchement de la crise financière et de la dette souveraine en 2010 a affecté tous les segments du système financier, notamment le secteur bancaire, entravant ainsi la transmission des mesures de politique monétaire de la BCE au financement bancaire et, par la suite, aux conditions de la distribution du crédit bancaire. En outre, les conditions de financement des banques se caractérisaient par leur hétérogénéité selon les pays de la zone euro, dans un contexte d'activité économique atone, de dette souveraine élevée et d'inquiétudes relatives aux banques vulnérables. Même si des différences des coûts de financement sont prévisibles, une incertitude élevée a entraîné des primes de risque excessives dans certains pays et, lors de certaines périodes, l'accès des banques au financement de marché et, dans une moindre mesure, au financement de détail a été sérieusement entravé. Dans le même temps, les mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE (telles que l'allocation intégrale de la liquidité demandée par les banques à taux fixe et les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans fin 2011 et début 2012) ont joué un important rôle de soutien et ont empêché un désendettement désordonné et contraint qui aurait eu un impact négatif considérable sur l'ensemble de l'économie. Depuis lors, les progrès sur la voie de l'union bancaire, les mesures d'assouplissement du crédit de la BCE annoncées mi-2014 et le programme étendu d'achat d'actifs (APP) annoncé début 2015 ont entraîné une amélioration significative des conditions de financement des banques, qui sont devenues plus homogènes entre les pays. Ces mesures ont permis de diminuer la détention de la dette souveraine par les banques, réduisant ainsi de manière considérable les défaillances du mécanisme de transmission.

Les structures du financement et du capital des banques sont importantes pour plusieurs raisons. Les déterminants des structures du financement et du capital des banques sont distincts de ceux des sociétés non financières³. Les banques sont soumises à une réglementation des fonds propres en raison de l'effet significatif qu'elles peuvent avoir sur la stabilité financière et sur la croissance économique : étant donné qu'elles sont largement financées par des dépôts, dont une part importante est couverte par des systèmes de garantie, les banques sont obligées de détenir des montants minimum de fonds propres afin d'absorber les pertes et d'atténuer les inquiétudes relatives à l'aléa moral⁴. Même si cela implique que le coût relatif du financement par actions et du financement par endettement ne constitue pas le déterminant essentiel des structures du capital des banques, cela ne signifie pas que leur coût n'a pas d'importance. En fait, le coût du capital est un facteur important dans les décisions d'allocation de portefeuille des banques, y compris l'activité de prêt. Les évolutions récentes du dispositif européen de

³ Cf. A. Berger, R. Herring et G. Szego, *The role of capital in financial institutions*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, n° 3-4, juin 1995, pp. 393-430.

⁴ Cf. R. Gropp et F. Heider, *The Determinants of Bank Capital Structure*, *Review of Finance*, Vol. 14, 2010, pp. 587-622.

supervision, de réglementation et de résolution (y compris les coussins de fonds propres macroprudentiels, les exigences relatives à la capacité d'absorption totales des pertes (TLAC) et la directive sur le redressement et la résolution des établissements de crédit (BRRD)) permettent de rectifier les incitations inappropriées liées à l'anticipation d'un soutien public (problème des établissements "trop grands pour faire faillite"). L'effet de ces mesures sur le coût de financement des banques n'est pas clair *a priori*, puisque l'effet direct d'une réduction du soutien implicite du secteur public est au moins partiellement compensé par une baisse de la prise de risque des banques. Même si lors de la phase de transition vers le dispositif réglementaire révisé, l'activité de prêt risque d'être ralentie à court terme, ce dispositif devrait ensuite accroître le bien-être économique à moyen et long termes, les externalités négatives associées aux crises systémiques étant contenues ⁵.

Le présent article est structuré comme suit : la section 2 présente les principales évolutions de la composition des structures du financement et du capital des banques et examine les mesures de politique monétaire qui ont eu une incidence sur les quantités de financement, la section 3 analyse les évolutions du coût du financement et du capital et l'incidence de certaines mesures de politique monétaire sur ces coûts, et la section 4 présente des éléments de conclusion.

2 La composition du financement et l'incidence de la politique monétaire

La structure du financement et du capital des banques fait partie intégrante de la stabilité et du coût d'ensemble du financement. Au cours de la crise, le financement des banques a changé, non seulement en niveau global, mais également dans sa structure. La présente section analyse quelques-uns des principaux changements du financement des banques de la zone euro au cours de la décennie écoulée et compare les évolutions dans les pays vulnérables et moins vulnérables ⁶. Les banques sont définies ici comme les établissements de crédit et les autres institutions financières monétaires (IFM) résidant dans la zone euro. L'incidence des mesures de politique monétaire sur les quantités et la composition du financement est également étudiée.

La composition du financement des banques de la zone euro a fluctué au cours de la décennie écoulée, reflétant les variations des conditions économiques, l'incertitude et la réponse de la politique monétaire à la crise.

Le financement global des banques a progressé parallèlement à l'expansion de leurs actifs jusqu'à l'intensification de la crise financière, après la faillite de Lehman Brothers et l'incertitude accrue qu'elle a provoquée sur les marchés interbancaires. Le graphique 1 illustre les flux annuels des principaux engagements des IFM, y compris les fonds propres. Les flux de financement ont régulièrement

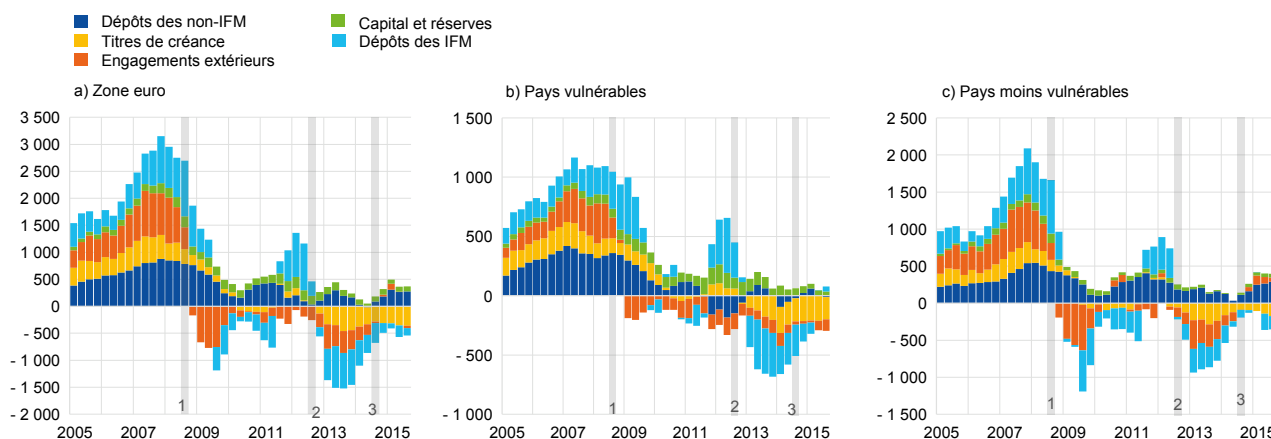
⁵ Cf. le discours du vice-président de la BCE Vítor Constâncio, *Financial regulation and the global recovery*, à l'occasion de la conférence annuelle Hyman P. Minsky, Washington D.C., 16 avril 2015.

⁶ Tout au long de cet article, le terme "pays vulnérables" s'applique aux pays plus directement affectés par la crise, à savoir l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie, tandis que le terme "pays moins vulnérables" fait référence aux autres pays de la zone euro.

Graphique 1

Évolutions du financement des IFM hors Eurosystème

(en milliards d'euros; flux annuels par trimestre)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique met en lumière trois périodes : 1) la faillite de Lehman Brothers, 2) l'annonce des OMT et 3) l'introduction des mesures d'assouplissement du crédit. L'analyse est basée sur les données agrégées des IFM : les dépôts des autres IFM incluent les opérations entre les banques appartenant au même groupe économique. Les composantes correspondant aux principaux engagements des IFM et excluent les titres d'OPCVM monétaires et les autres engagements, qui sont essentiellement composés de produits dérivés. Les données sont des flux annuels commençant au premier trimestre 2005 et terminant au troisième trimestre 2015. Les dépôts des IFM incluent à la fois le financement interbancaire et le financement provenant de l'Eurosystème.

augmenté de 2005 à fin 2007, notamment par le biais des sources de financement de marché, qui comprennent les engagements extérieurs (hors zone euro), le financement interbancaire et les émissions de titres de créance à plus court terme et sont généralement plus volatiles que le financement de détail par les dépôts. Tandis que la croissance de ces sources de financement de marché a facilité l'expansion rapide des bilans des banques dans les années qui ont précédé la crise, les sorties et les retraits rapides observés au début de la crise ont largement contribué aux tensions sur les financements bancaires et à la baisse de la liquidité. Le recours accru à ces sources de financement a vraisemblablement introduit un biais procyclique dans l'intermédiation financière ⁷.

Les dépôts des résidents non IFM, en particulier les dépôts du secteur privé non financier, constituent la composante la plus stable et la plus importante du financement des banques de la zone euro. Tandis que la composition de ces dépôts varie selon les pays et les types de banques, ils constituent la source essentielle de financement pour les banques à la fois dans les pays vulnérables et dans les pays moins vulnérables ⁸. Les dépôts des particuliers constituent généralement une source de financement plus stable que le financement de marché ⁹ : les services de liquidité fournis par les banques aux déposants pouvant être soumis à des coûts de transaction et de transfert, les particuliers sont moins

⁷ Pour une discussion plus approfondie, cf. H. S. Shin et K. Shin, *Procyclicality and Monetary Aggregates*, NBER Working Papers, n° 16836, février 2011.

⁸ Les dépôts des non IFM comprennent les dépôts des ménages, des sociétés non financières, des administrations publiques, des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des autres institutions financières.

⁹ Pour une discussion sur la nature stable des dépôts des particuliers par rapport au financement de marché, cf. R. Huang et L. Ratnovski, *The dark side of bank wholesale funding*, Working Paper Series, n° 1223, BCE, juillet 2010.

enclins à effectuer des retraits non anticipés ¹⁰. De plus, les retraits répondant à des besoins individuels de liquidité, ils sont généralement plus prévisibles, d'après la loi des grands nombres. En outre, les dépôts sont généralement assurés jusqu'à une certaine limite et sont moins soumis aux chocs négatifs liés à l'incertitude.

Tandis que la crise financière s'intensifiait avec la faillite de Lehman Brothers, les flux des dépôts ont chuté, tout en demeurant robustes par rapport aux autres sources de financement plus volatiles, dans les pays vulnérables comme dans les pays moins vulnérables. Les variations des niveaux des

dépôts étant liées aux changements des revenus et des conditions économiques générales, la diminution des flux a reflété, au moins en partie, la détérioration de l'environnement macroéconomique à travers la zone euro ¹¹. À mesure que les tensions liées à la dette souveraine et aux marchés financiers s'intensifiaient, les retraits de dépôts sont devenus plus importants dans les pays vulnérables, ce qui est en grande partie imputable à un rapatriement des fonds par les déposants non domestiques (à la fois d'autres pays de la zone euro et extérieurs à la zone euro). Après avoir atteint un pic mi-2012, les retraits de dépôts dans les pays vulnérables se sont ralentis et la fragmentation du financement à travers la zone euro a diminué. Cette évolution peut s'expliquer en grande partie par l'annonce par la BCE des opérations monétaires sur titres (OMT) et par la décision prise par les dirigeants européens, lors du sommet de la zone euro de juin 2012, d'approfondir l'intégration européenne conformément à l'objectif de long terme de créer une union bancaire, budgétaire et politique, ainsi que par la décision de créer le mécanisme de surveillance unique (MSU) ¹². Même si les flux des dépôts se sont redressés dans les pays vulnérables à la suite de ces annonces, ils sont demeurés faibles par rapport aux niveaux d'avant la crise et ont ensuite commencé de fléchir dans un contexte de faible inflation et de croissance atone des revenus. À la suite de l'introduction par la BCE de nouvelles mesures d'assouplissement du crédit mi-2014 et de l'annonce de l'APP étendu début 2015, les flux des dépôts se sont améliorés dans un contexte d'accroissement de la liquidité de banque centrale.

Les sources du financement de marché, qui avaient augmenté dans les années précédant la faillite de Lehman Brothers, ont rapidement diminué au début de la crise, avec notamment un effondrement des émissions de titres de créance et de l'activité interbancaire (cf. graphique 1). Dans les pays vulnérables, comme le financement interbancaire se détériorait, les banques ont continué à émettre des titres de créance, dont une partie étaient couverts par des garanties publiques en vue de soutenir le financement bancaire au cours de cette période ¹³. Toutefois, les

¹⁰ Cf. F. Song et A. Thakor, *Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem*, *Review of Financial Studies*, Vol. 20(6), 2007, pp. 2129-2177.

¹¹ Cf. B. Cohen et G. Kaufman, *Factors Determining Bank Deposit Growth by State: An Empirical Analysis*, *Journal of Finance*, Vol. 20, n° 1, 1965, pp. 59-70.

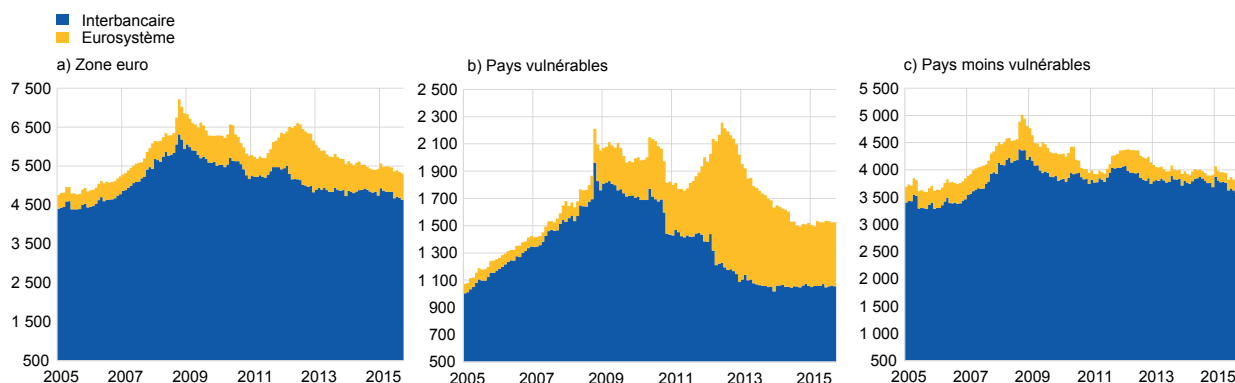
¹² Cf. la présentation du vice-président de la BCE Vítor Constâncio, *Fragmentation and rebalancing in the euro area*, conférence organisée conjointement par la Commission européenne et la BCE sur l'intégration financière, Bruxelles, 25 avril 2013.

¹³ Cf. l'encadré intitulé *Le financement des IFM de la zone euro par les émissions de titres de créance*, *Bulletin mensuel*, BCE, août 2010, l'article intitulé *L'analyse monétaire dans un contexte de turbulences financières*, *Bulletin mensuel*, BCE, novembre 2009 et l'encadré intitulé *Comment les mesures prises par les pouvoirs publics pour soutenir le système financier sont-elles comptabilisées dans les bilans des établissements de crédit de la zone euro ?*, *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2009.

Graphique 2

Ventilation des dépôts des IFM auprès d'IFM autres que l'Eurosystème

(en milliards d'euros; encours mensuels)



Source : BCE.

Note : La série relative à l'Eurosystème comprend ses prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellés en euros et d'autres créances sur les établissements de crédit de la zone euro libellées en euros.

émissions ont diminué à mesure que l'incertitude et les inquiétudes relatives à la solvabilité des débiteurs souverains augmentaient. Tandis que les risques de marché diminuaient mi-2012, les banques ont connu une deuxième période d'émission nette négative de titres de créance, reflétant en partie la correction d'un endettement excessif des secteurs financier et non financier, ainsi qu'une évolution vers un cadre de réglementation et de supervision plus complet. En outre, le financement par les titres de créance était remplacé par la liquidité de l'Eurosystème, dont le coût était plus favorable. Le total des flux de dépôts des IFM, qui comprennent le financement interbancaire et celui de l'Eurosystème, a diminué à mesure que la crise financière s'intensifiait (cf. graphique 1). Toutefois, il convient de souligner que la composition des dépôts a changé, la liquidité interbancaire plus volatile étant partiellement remplacée par la liquidité de banque centrale (cf. graphique 2). La liquidité interbancaire a augmenté dans les années qui ont précédé la crise financière, reflétant la progression des connexions internationales entre les banques liée à la hausse des activités de prêts transfrontières au fil du temps. La faillite de Lehman Brothers a entraîné une baisse de l'utilisation des dépôts interbancaires comme instrument de liquidité à court terme, en lien avec la nécessité du désendettement et dans un contexte d'incertitude généralisée quant à la solvabilité des contreparties ¹⁴.

Les tensions sur le marché financier ont entraîné non seulement un glissement vers la liquidité de l'Eurosystème au détriment de la liquidité interbancaire, notamment dans les pays vulnérables (cf. graphique 2), mais également un changement de la composition de la liquidité de l'Eurosystème, en grande partie imputable à la réponse de la politique monétaire à la crise ¹⁵. Au début

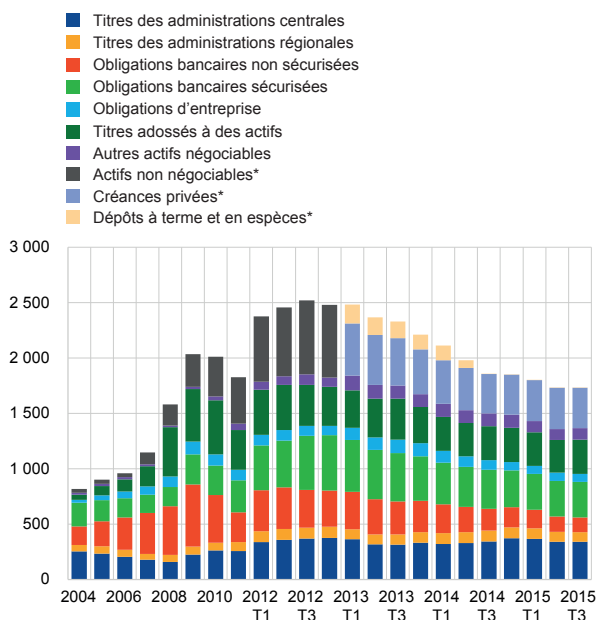
¹⁴ Pour un modèle structurel du marché monétaire, où les asymétries d'information et les inquiétudes relatives à la solvabilité de banques spécifiques peuvent entraîner la rupture des échanges interbancaires, cf. F. Heider, M. Hoerova et C. Holthausen, *Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk*, Working Paper Series, n° 1126, BCE, décembre 2009.

¹⁵ Pour plus de détails, cf. F. Eser, M. Amaro, S. Iacobelli et M. Rubens, *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*, Occasional Paper Series, n° 135, BCE, août 2012.

Graphique 3

Utilisation des garanties

(en milliards d'euros après valorisation et décotes)



de la crise, la BCE est passée à une procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale par laquelle, si les banques disposaient des garanties adéquates, leurs demandes de liquidité étaient totalement satisfaites à un taux déterminé par le Conseil des gouverneurs, ce qui a garanti la sécurité et la stabilité au secteur bancaire ¹⁶. En outre, la maturité de la liquidité a été prolongée au moyen des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) ¹⁷. Dans un contexte d'intensification des tensions sur la dette souveraine et de montée des inquiétudes relatives à la solvabilité des banques, la BCE a annoncé deux LTRO d'une durée de trois ans, dont la première a été effectuée fin 2011 et la seconde début 2012. La part de la liquidité de l'Eurosystème dans le financement des banques a considérablement augmenté à la suite de ces opérations, atteignant son plus haut niveau vers mi-2012. Ces opérations ont soutenu l'offre de crédit bancaire et, par conséquent, la production et l'inflation au cours de la crise ¹⁸. Dans le cadre d'un ensemble de mesures d'assouplissement du crédit introduit en juin 2014, la BCE a également annoncé une série de LTRO ciblées (TLTRO), fournissant de la liquidité d'une durée allant jusqu'à quatre ans

et liée aux volumes de prêts des banques, afin d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire en soutenant l'offre de crédit à l'économie réelle ¹⁹. L'échéance moyenne pondérée des emprunts des banques auprès de l'Eurosystème est passée de 130 jours environ avant la réalisation de la première TLTRO à 800 jours environ après le règlement de la cinquième TLTRO en septembre 2015 ²⁰. Dans l'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré que les TLTRO avaient amélioré et continueraient vraisemblablement d'améliorer leur situation de liquidité, leurs conditions de financement de marché et leur rentabilité, et qu'elles avaient utilisé et continueraient d'utiliser les TLTRO comme substituts à d'autres sources de financement, essentiellement les autres opérations de liquidité de l'Eurosystème, la dette arrivée à échéance et les crédits interbancaires ²¹. Au cours de la crise,

¹⁶ Cf. D. Giannone, M. Lenza, H. Pill et L. Reichlin, *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*, Working Paper Series, n° 1290, BCE, janvier 2011, et M. Lenza, H. Pill et L. Reichlin, *Monetary policy in exceptional times*, Economic Policy, Vol. 25, n° 62, 2010, pp. 295-339.

¹⁷ Pour plus de détails, cf. F. Eser, M. Amaro, S. Iacobelli et M. Rubens, *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*, Occasional Paper Series, n° 135, BCE, août 2012.

¹⁸ Cf. M. Darracq-Pariès et R. De Santis, *A non-standard monetary policy shock: the ECB's 3-Year LTROs and the shift in credit supply*, Working Paper Series, n° 1508, BCE, janvier 2013.

¹⁹ Cf. le communiqué de presse annonçant le détail des opérations de refinancement à plus long terme ciblées publié par la BCE le 3 juillet 2014.

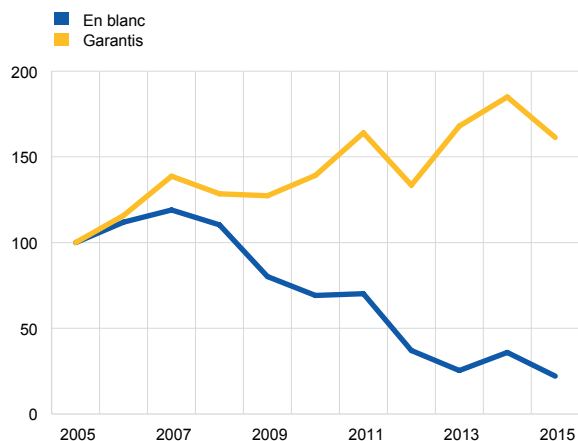
²⁰ Ce calcul à titre d'illustration prend comme hypothèse que l'ensemble des TLTRO sont remboursées à leur date d'échéance finale en septembre 2018 et ne sont pas soumises à un remboursement anticipé volontaire ou obligatoire.

²¹ Cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201507.pdf

Graphique 4

Volumes sur les marchés monétaires de la zone euro

(indices annuels, 2005=100)



Source : BCE.

L'Eurosystème a également modifié le dispositif des garanties, notamment en élargissant la liste des actifs éligibles en garantie aux opérations de politique monétaire et en abaissant la notation exigée sur les actifs ²². Ces modifications ont été essentielles au fonctionnement du système bancaire, notamment lorsque les tensions sur les marchés souverains ont entraîné des dégradations des notations. Elles ont permis aux banques solvables de continuer à avoir accès à la liquidité, afin d'empêcher une aggravation de la crise ²³. Au cours de la crise, les banques ont utilisé leurs garanties de la qualité la plus élevée pour les opérations directes de pension sur les marchés interbancaires, tandis que les garanties non négociables étaient de plus en plus utilisées auprès de l'Eurosystème (cf. graphique 3).

Durant la crise, la baisse du niveau global de la liquidité interbancaire s'est accompagnée d'une modification de sa composition reflétant les perceptions d'un accroissement du risque de contrepartie.

Les prêts garantis ont largement remplacé les prêts en blanc, en particulier à partir de 2008 (cf. graphique 4), et un ajustement de grande ampleur de l'activité a été observé au profit des contreparties nationales et au détriment des contreparties d'autres pays de la zone euro ²⁴. Les inquiétudes quant à la solvabilité des contreparties ont entraîné un recours accru aux contreparties centrales, qui facilitent la compensation et le règlement-livraison sur les marchés monétaires en intervenant comme contrepartie directe du prêteur et de l'emprunteur, assumant ainsi le risque de défaillance de l'emprunteur ²⁵.

Les engagements extérieurs ont nettement augmenté au cours des années qui ont précédé la crise et ont favorisé la croissance des bilans bancaires.

Toutefois, après la faillite de Lehman Brothers, une contraction rapide de ces engagements a été observée, pour partie en raison de l'asymétrie d'information et d'une montée soudaine de l'aversion au risque chez les investisseurs internationaux ²⁶. La croissance des engagements extérieurs au cours de la période qui a précédé la crise a résulté des dépôts des non-résidents de la zone euro et des portefeuilles des non-résidents en titres de créance à court terme émis par les banques de la zone et globalement reflété l'expansion de la liquidité interbancaire

²² Pour plus de détails sur les modifications du dispositif des garanties, cf. l'article intitulé *Le dispositif de garanties de l'Eurosystème pendant la crise*, *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2013.

²³ Cf. G. Wolff, *Eurosystem collateral policy and framework: Was it unduly changed?*, *Bruegel Policy Contribution*, n° 14, novembre 2014.

²⁴ Pour une présentation détaillée des évolutions sur les marchés monétaires de la zone euro, cf. *Euro money market survey*, BCE, septembre 2015.

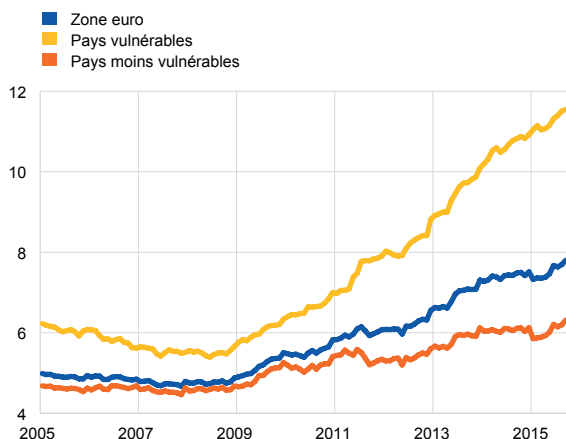
²⁵ Pour plus de précisions sur le financement interbancaire via les contreparties centrales, cf. l'article intitulé *Les interactions entre les intermédiaires financiers et leur incidence sur l'analyse monétaire*, *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2012, et l'encadré intitulé *La correction des statistiques monétaires de l'incidence des opérations de pension avec des contreparties centrales*, *Bulletin mensuel*, BCE, septembre 2012.

²⁶ Cf. K. Forster, M. Vasardani et M. Ca' Zorzi, *Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*, *Occasional Paper Series*, n° 126, BCE, juillet 2011.

Graphique 5

Capital et réserves des IFM de la zone euro hors Eurosystème

(en pourcentage du total de l'actif)



Source : BCE.

Note : Le total de l'actif, le capital et les réserves sont déterminés à partir des stocks notionnels afin d'éviter que les reclassements, les effets de valorisation et la modification de la composition de la zone euro aient une incidence sur cette mesure.

transfrontière (cf. graphique 1). Cette évolution a favorisé la croissance des bilans bancaires, des marchés financiers transfrontières profonds et liquides réduisant les contraintes quantitatives sur la gestion de leurs liquidités. Toutefois, lorsque la crise a éclaté, le financement transfrontière s'est rapidement retiré, ce qui a augmenté l'exposition des banques aux tensions défavorables sur les financements internationaux²⁷. S'agissant des pays vulnérables, les flux sur les engagements extérieurs sont demeurés globalement négatifs depuis le début de la crise. En ce qui concerne les pays moins vulnérables, les flux annuels ont augmenté récemment et ont été généralement positifs depuis l'annonce par la BCE, mi-2014, de mesures supplémentaires d'assouplissement de la politique monétaire.

Les évolutions défavorables des prix et des pertes sur prêts liées à la crise ont entraîné un affaiblissement de la situation de fonds propres

des banques, qui, associé aux tensions sur les financements, a souvent rendu nécessaires un désendettement et des modifications du passif des banques, telles que de nouvelles émissions de fonds propres.

Le graphique 5 montre que le ratio capitaux propres/ total de l'actif a été relativement stable au cours de la période qui a précédé la crise. L'augmentation du ratio observée par la suite a été particulièrement marquée pour les banques des pays vulnérables, pour lesquelles les niveaux de l'actif ont diminué et les niveaux de fonds propres ont augmenté en réponse aux exigences réglementaires mais également sous les pressions des marchés en faveur de la détention de volants discrétionnaires plus élevés pour se protéger des pertes. Sur cette période, outre les capitaux levés sur les marchés privés, d'importants montants de fonds propres ont également été obtenus grâce aux injections de capitaux publics²⁸. La directive et le règlement sur les exigences de fonds propres (CRD IV/CRR), qui sont entrés en vigueur en janvier 2014, ont augmenté la qualité et le montant des fonds propres que les banques doivent détenir à des fins prudentielles. De plus, une nouvelle législation européenne a ouvert la voie à la création d'une union bancaire et comblé les lacunes du dispositif de fonds propres qui avaient été mises en évidence par la crise.

Au cours de la dernière décennie, la structure de financement des banques de la zone euro s'est modifiée sous l'effet d'évolutions du risque de marché, de l'environnement économique et des mesures de politique monétaire : on observe désormais un recours accru à un financement plus stable

²⁷ Cf. l'article intitulé *L'offre de monnaie : le comportement des banques et ses implications pour l'analyse monétaire*, *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2011.

²⁸ Pour un aperçu des mesures gouvernementales destinées à soutenir le système bancaire, cf. l'article intitulé *L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise*, *Bulletin économique*, BCE, n° 6, 2015.

Tableau

Structure des principaux éléments de passif des IFM de la zone euro hors Eurosysteme

(en pourcentage des principaux éléments de passif)

	Zone euro		Pays vulnérables		Pays moins vulnérables	
	Janv. 2005	Sept. 2015	Janv. 2005	Sept. 2015	Janv. 2005	Sept. 2015
Dépôts – non-IFM	35	43	39	47	34	42
Titres de créance	18	14	15	12	20	15
Capital	6	9	8	13	6	8
Engagements envers les non-résidents	15	13	16	10	15	15
Engagements interbancaires	23	17	20	13	24	19
Engagements envers l'Eurosysteme	2	3	1	6	2	1
Total (en milliards d'euros)	19,2	26,8	5	8,1	14,3	18,8

Source : BCE.

Notes : Les principaux éléments de passif se composent du total du passif à l'exclusion des autres engagements et des titres émis par les OPC monétaires. Les autres engagements comprennent des composantes volatiles, qui sont distinctes des activités principales des banques, recouvrant notamment les produits financiers dérivés (valorisés négativement), pour lesquels on constate des fluctuations dans le traitement comptable et statistique au cours de la période sous revue et d'un pays à l'autre.

par rapport à un financement volatil²⁹. Le tableau montre que le recours accru des IFM au financement par les dépôts et le moindre recours aux titres de créance et aux engagements extérieurs est commun aux pays vulnérables et aux pays moins vulnérables. Le tableau présente également la ventilation des dépôts des IFM entre liquidité interbancaire et liquidité de l'Eurosysteme, illustrant le fait que si la baisse de la liquidité interbancaire a été un phénomène généralisé à l'échelle de la zone euro, il a été plus important dans les pays vulnérables. Le recours à la liquidité de banque centrale a progressé entre janvier 2005 et septembre 2015 dans les pays vulnérables, à l'opposé de ce qui s'est produit dans les pays moins vulnérables. La liquidité interbancaire a également changé de nature, auparavant en blanc elle est désormais assortie de garanties (cf. graphique 4), et

le recours aux activités transfrontières a diminué, notamment avec les contreparties n'appartenant pas à la zone euro (comme cela ressort de l'importance moindre des engagements extérieurs). Les pays vulnérables, en particulier, détiennent désormais une part nettement plus importante de fonds propres dans leur financement total. Cette mesure des fonds propres diffère de la mesure réglementaire, mais sa progression accompagne une amélioration générale des ratios de solvabilité et de levier³⁰. Globalement, ces évolutions dénotent une orientation vers un modèle d'activité qui s'appuie davantage sur des sources de financement plus stables³¹.

La structure des bilans bancaires et le financement continueront d'être affectés par l'environnement économique et politique, et en particulier par l'APP étendu, qui injectera de nouvelles liquidités dans le système bancaire.

L'APP étendu, qui comprend deux programmes d'achats d'actifs du secteur privé – le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) – ainsi que le programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP), vise à assouplir les conditions de financement et à ramener l'inflation sur une trajectoire compatible avec l'objectif de stabilité des prix³². L'APP a eu une incidence importante sur le bilan des banques : comme l'Eurosysteme règle ses achats d'actifs en fournissant des réserves de banque centrale, ces achats sont toujours réglés par l'intermédiaire des banques,

²⁹ Pour un examen plus détaillé des tendances de financement des banques dans la zone euro au lendemain de la crise, cf. A. Van Rixtel et G. Gasperini, *Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area*, BIS Working Papers, n° 406, mars 2013.

³⁰ La définition statistique de « capital et réserves » recouvre les capitaux propres, les bénéfices ou fonds non distribués, les provisions spécifiques et générales réalisées au titre de la couverture de crédits, titres et autres types d'actifs (dont l'enregistrement est appelé à suivre les règles de la comptabilité nationale). Cf. *Manual on MFI balance sheet statistics*, (Manuel des statistiques relatives au bilan des IFM), BCE, avril 2012.

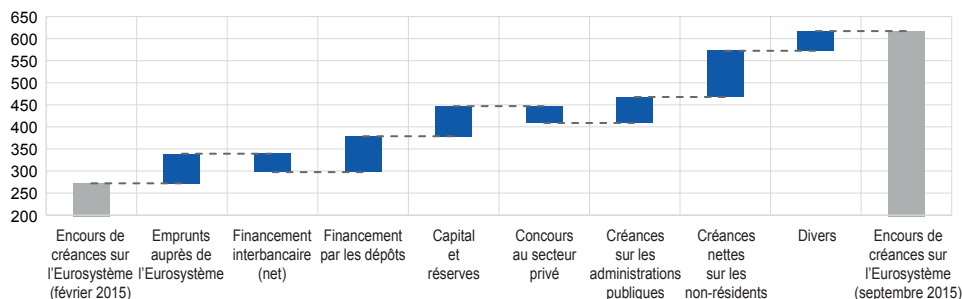
³¹ Cf. *Report on financial structures (Rapport sur les structures financières)*, BCE, octobre 2015.

³² Les achats réalisés dans le cadre de l'APP étendu s'élèvent à 60 milliards d'euros par mois et devraient se poursuivre jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Pour plus de précisions, cf. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

Graphique 6

Évolutions au bilan des IFM hors Eurosystem correspondant à la variation des réserves entre fin février et fin septembre 2015

(en milliards d'euros ; données brutes)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'augmentation de la position créditrice nette entraîne une réduction des créances sur l'Eurosystem ; l'augmentation de la position débitrice nette accroît les créances sur l'Eurosystem. « Le financement de marché (net) » se rapporte à l'émission de titres de créance, nette des portefeuilles de titres de créance des IFM, et aux emprunts auprès des IFM hors Eurosystem, nets des dépôts auprès des IFM hors Eurosystem.

quel que soit le vendeur final. En termes de financement, l'accroissement des réserves qui a suivi le lancement de l'APP étendu s'est traduit jusque-là dans une large mesure par des augmentations des dépôts (cf. graphique 6), dont une partie représente l'intermédiation par les banques des cessions d'obligations à l'Eurosystem par des non-banques de la zone. La forte baisse des créances nettes sur les non-résidents reflète l'intermédiation des cessions réalisées par des non-résidents de la zone euro. Les créances sur les administrations publiques ont diminué, ce qui s'explique en partie par les cessions à l'Eurosystem de

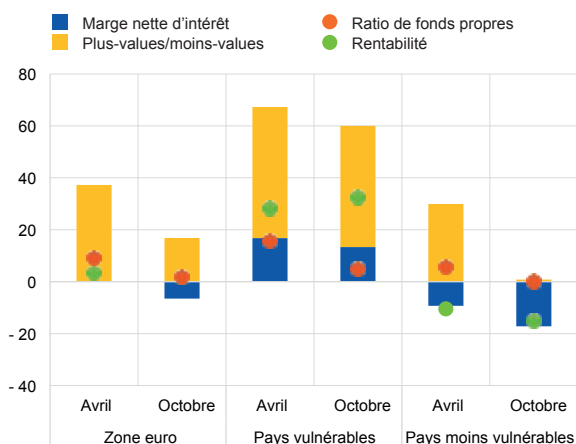
titres détenus par les banques sur leur portefeuille propre et contribue à l'accroissement des réserves.

Le graphique 6 montre également une augmentation des concours au secteur privé, qui aura contribué pour partie à la progression des dépôts précédemment signalée.

Graphique 7

Incidence de l'APP sur la rentabilité et la situation de fonds propres des banques de la zone euro, d'après les enquêtes d'avril et octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire.

(en pourcentage net des participants)



Source : BCE.

Notes : Incidence sur les six derniers mois. Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « a augmenté/s'est amélioré nettement » et « a augmenté/s'est amélioré légèrement » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « a diminué/s'est détérioré légèrement » et « a diminué/s'est détérioré nettement » à la question correspondante des enquêtes d'avril et octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire. Les résultats présentés sont calculés en pourcentage du nombre de banques qui ont fait une réponse autre que « non pertinent ».

D'après les enquêtes d'avril et octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire, la contribution de l'APP à la rentabilité et à la solvabilité des banques de la zone euro a été globalement positive, même si les effets ont été divers et ont varié d'un pays à l'autre (cf. graphique 7). Même si l'APP s'est traduit par des plus-values liées à la valorisation des titres détenus par les banques, son effet sur le produit net d'intérêt est difficile à cerner *a priori*. D'une part, la contraction des rendements et l'aplatissement de la courbe des rendements ont entraîné une diminution du produit d'intérêt. Cette évolution devrait entraîner une réduction des marges unitaires, les éléments de passif ayant généralement des durées plus faibles que les éléments d'actif tout en étant moins sensibles à la baisse des taux d'intérêt, en particulier lorsqu'ils se situent à des niveaux très bas. En outre, l'APP crée un

excédent de liquidité qui, s'il est déposé auprès de l'Eurosystème, est rémunéré à un taux négatif. D'autre part, ces effets sont au moins en partie contrebalancés par l'augmentation de l'activité d'intermédiation et de la qualité de crédit liée à l'incidence positive du programme sur la production. L'APP a apporté une contribution modeste à la rentabilité des banques dans l'ensemble de la zone euro, mais son impact sur les pays vulnérables, en particulier, a été positif. Pour la zone euro dans son ensemble, les effets négatifs estimés sur le produit net d'intérêt sont jusqu'ici largement contrebalancés par les effets positifs des plus-values et de l'amélioration de la qualité de crédit en raison de l'incidence favorable de l'APP sur l'activité économique. L'effet sur le ratio de fonds propres a lui aussi été positif, même si dans l'ensemble les effets se sont atténués depuis la première annonce et avec la mise en œuvre du programme.

3 Le coût du financement et les effets de la politique monétaire

Avec l'aggravation de la crise financière, les tensions sur les marchés financiers ont entraîné une augmentation du coût du financement pour de nombreuses banques de la zone euro. L'incertitude relative à la santé de certains marchés bancaires n'a pas seulement donné lieu à des sorties de capitaux, mais également à des hausses des primes de risque sur les fonds disponibles pour les banques. Les sources de financement de marché sont devenues soit indisponibles, soit d'un coût prohibitif pour de nombreuses banques des pays vulnérables, ce qui a conduit à une augmentation du recours aux opérations de banque centrale, comme souligné dans la section 2. La fragmentation constatée du marché reflétait le niveau élevé de l'incertitude et de l'aversion au risque et était parfois plus prononcée que ce qu'on aurait pu attendre au vu des risques sous-jacents réels. Le degré de dispersion des taux débiteurs et l'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire étant des caractéristiques marquantes de la crise, la présente section utilise des données par pays et par banque pour analyser les variations dans le temps du niveau et de la dispersion des différents éléments du financement. Ces données contiennent des informations détaillées relatives aux montants des dépôts détenus par le secteur privé non financier, aux titres de créance émis par les banques et à leur capital, ainsi qu'aux prix des dépôts et des titres et à une estimation du coût des fonds propres.

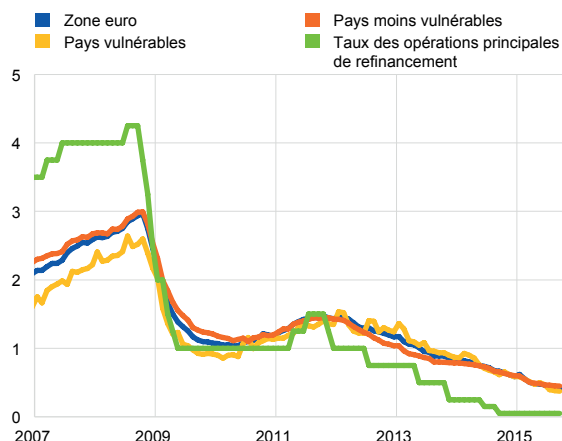
Le coût des dépôts dans les différents pays de la zone euro peut varier pour un certain nombre de raisons, telles que des différences en termes de durée ou de structure de marché et de variation du risque de crédit et des facteurs institutionnels, notamment la réglementation et la fiscalité³³. Malgré ces différences, la transmission de la politique monétaire doit être satisfaisante sur le long terme dans l'ensemble des pays et des banques de la zone euro. L'incertitude et les tensions sur les marchés financiers durant la crise signifient que les inquiétudes relatives au risque de crédit ont alimenté la fragmentation du marché

³³ Cf. *Differences in MFI interest rates across euro area countries (Différences de taux d'intérêt des IFM entre pays de la zone euro)*, BCE, septembre 2006.

Graphique 8

Taux d'intérêt composites appliqués aux dépôts bancaires dans la zone euro pour le secteur privé non financier

(en pourcentages annuels)



Source : BCE.

Note : Les taux composites sont calculés comme des moyennes des taux appliqués aux nouveaux contrats pour différentes échéances, pondérés par les montants des encours.

financier et entravé la transmission, la dispersion entre banques du comportement en matière de fixation des prix ayant augmenté en relation avec la perception de l'interaction avec le risque de crédit souverain dans leur pays de résidence ³⁴.

Les évolutions des taux appliqués aux dépôts ont largement suivi celles des taux de la politique monétaire, mais avec une transmission incomplète.

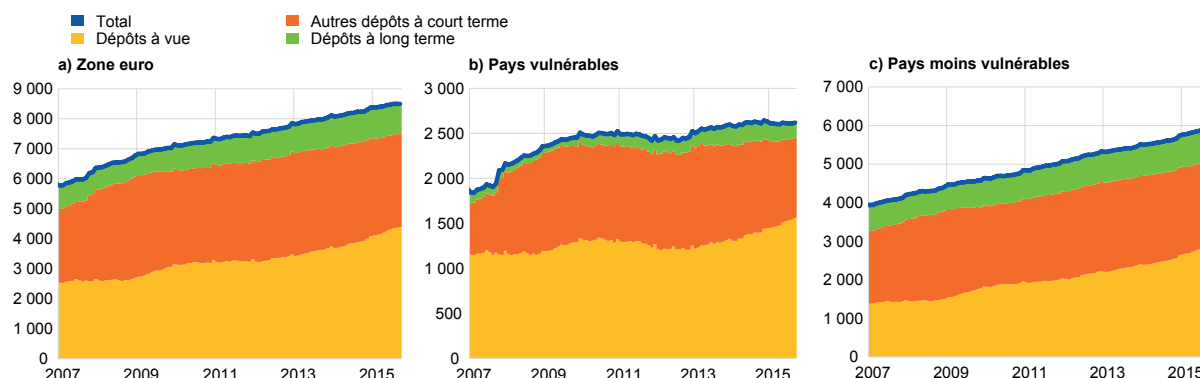
Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (OPR) de la BCE ayant été réduit de 4,25 % fin septembre 2008 à 1,00 % en mai 2009, les taux appliqués aux dépôts dans la zone euro ont également diminué, bien que dans une moindre mesure (cf. graphique 8). En octobre 2008, ils s'inscrivaient à quelque 2,95 % et ont atteint un point bas de 1,0 % environ début 2010. À partir de mi-2010, les taux appliqués aux dépôts ont commencé à augmenter progressivement et, après deux hausses du taux directeur mi-2011, se sont inscrits à 1,45 % fin 2011.

La politique monétaire a renoué ensuite avec un cycle d'assouplissement par lequel le taux des opérations principales de refinancement a été réduit progressivement de 1,50 % en novembre 2011 à 0,05 % en septembre 2014. Les taux appliqués aux dépôts ont baissé durant cette période et le taux composite moyen se situe actuellement autour de 0,4 %. De plus, la dispersion des taux appliqués aux dépôts s'est légèrement réduite, puisqu'ils sont proches de la borne zéro, notamment pour les échéances les plus courtes. Toutefois, le nombre de banques pratiquant des taux négatifs sur les dépôts, quel que soit le segment, reste faible (cf. graphique 10).

Graphique 9

Répartition des dépôts du secteur privé non financier selon leur durée

(en milliards d'euros)



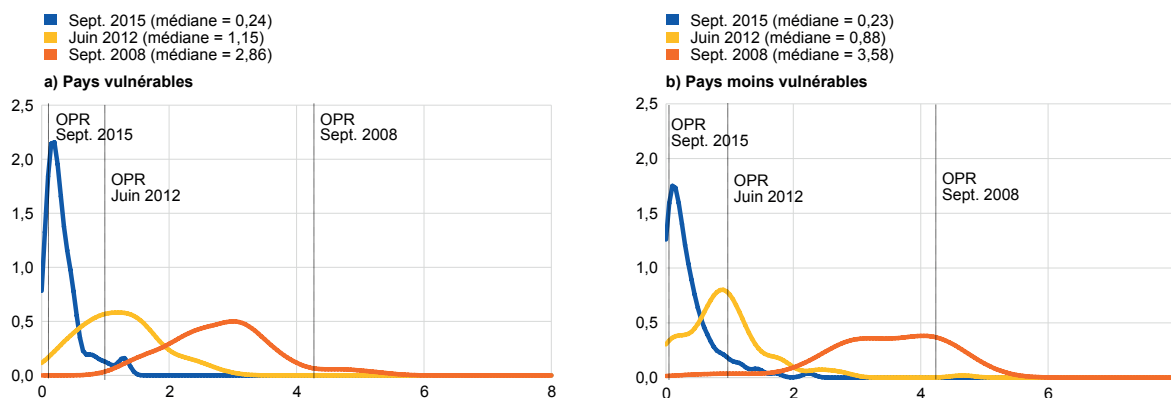
Source : BCE.

³⁴ Cf. M. Darracq-Pariès, D. Moccero, E. Krylova et C. Marchini, *The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis*, Occasional Paper Series, n° 155, BCE, août 2014.

Graphique 10

Distribution des taux appliqués aux dépôts bancaires dans la zone euro pour le secteur privé non financier

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx et BCE.

Notes : Les taux composites sont calculés comme des moyennes des taux appliqués aux nouveaux contrats pour différentes échéances, pondérés par les montants des encours. Ce graphique représente une approximation de la densité de la distribution des taux appliqués aux dépôts par un échantillon d'IFM dans les pays vulnérables et moins vulnérables.

Avant la crise, les taux appliqués aux dépôts dans les pays vulnérables étaient globalement inférieurs à ceux pratiqués dans les pays moins vulnérables.

Cela s'explique largement par la différence de durée des dépôts (cf. graphique 9). Dans les pays vulnérables en particulier, les dépôts à vue représentent une part significative des dépôts bancaires effectués par le secteur non financier. Depuis la crise, la part des dépôts à vue a augmenté tant dans les pays vulnérables que dans les pays moins vulnérables dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt. Toutefois, l'accroissement du poids des dépôts à vue s'est amorcé plus tard dans les pays vulnérables, dans un environnement où l'accès au refinancement interbancaire était entravé. La part des dépôts à long terme a légèrement diminué dans l'ensemble de la zone euro, en raison des évolutions dans les pays moins vulnérables, mais elle reste très nettement supérieure à celle des pays vulnérables.

Les taux appliqués aux dépôts dans les pays vulnérables n'ont pas entièrement suivi les baisses des taux directeurs au plus fort de la crise.

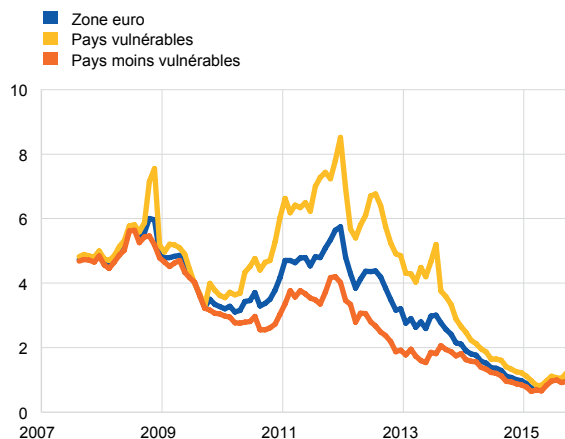
Le taux médian appliqué aux dépôts par les banques des pays vulnérables est revenu de 2,86 % en septembre 2008, lorsque les taux directeurs ont été abaissés, à quelque 1,15 % mi-2012 (cf. graphique 10). Dans les pays moins vulnérables, le taux d'intérêt médian appliqué aux dépôts a baissé davantage (revenant de 3,58 % à 0,88 %). Dans les pays vulnérables, les sorties enregistrées par les dépôts et le besoin des banques d'attirer des financements plus stables pourraient avoir contenu la baisse des taux³⁵. Depuis l'annonce des OMT mi-2012, les sorties de dépôts liées à des préoccupations concernant la santé des emprunteurs souverains et des banques ont diminué. Les taux appliqués aux dépôts ont baissé et la dispersion des prix pratiqués par les banques dans les pays vulnérables a aussi nettement diminué, en particulier après l'annonce par la BCE d'un nouvel assouplissement du crédit mi-2014 et de l'APP étendu début 2015. Les taux des dépôts sont de plus en plus concentrés autour de zéro, les effets de l'assouplissement monétaire maintenant les coûts de financement à de bas niveaux. Néanmoins, les banques se sont montrées

³⁵ Cf. l'encadré intitulé *The impact of the financial crisis on banks' deposit margins*, *Financial Stability Review*, BCE, juin 2011.

Graphique 11

Rendement des obligations émises par les banques de la zone euro

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx et BCE.

Note : Les rendements des obligations bancaires sont exprimés en moyenne par rapport au montant de l'encours des titres émis.

réticentes à pratiquer des taux négatifs sur les dépôts. Cette attitude reflète probablement des politiques commerciales, les petits déposants étant sans doute moins opposés à une augmentation des commissions qu'à un taux négatif sur les dépôts. Elle pourrait aussi traduire la répercussion progressive des baisses passées des taux de la politique monétaire sur les taux appliqués aux dépôts et la récente révision des prix sur les marchés interbancaires.

L'accès des banques au financement de marché s'est détérioré durant la crise, les flux de financement diminuant et le coût des émissions de titres de créance augmentant fortement.

Au moment des perturbations liées à la crise des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis et à la faillite de Lehman Brothers, on a observé une augmentation générale des coûts du financement de marché dans la zone euro (cf. graphique 11). Cette hausse, qui a

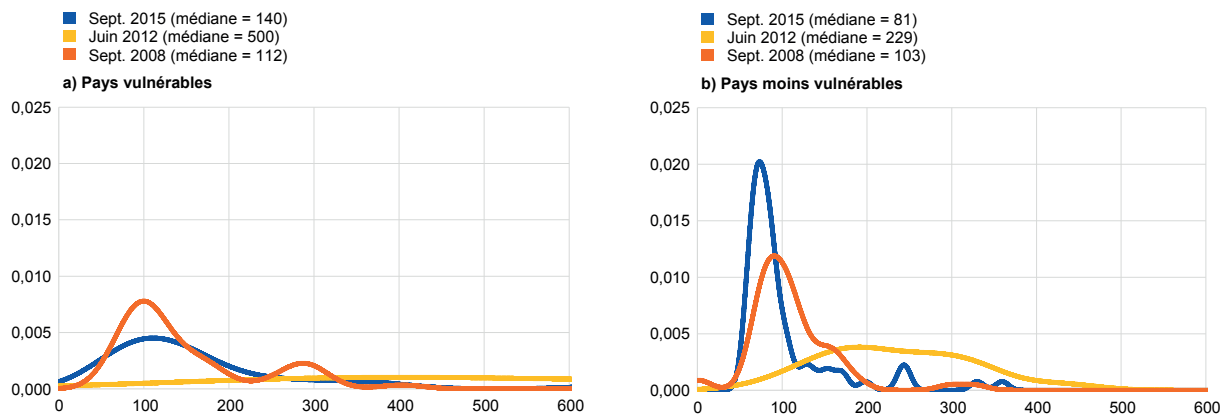
été plus significative dans les pays vulnérables, est imputable à un petit nombre de grandes banques particulièrement affectées par la faillite de Lehman Brothers. Lorsque la crise de la dette souveraine a éclaté début 2010, le niveau et la dispersion des coûts du financement de marché ont augmenté dans les pays vulnérables, tandis que les banques des pays moins vulnérables étaient mieux abritées contre ces perturbations. Mi-2011, à mesure de l'intensification de la crise de la dette souveraine, les coûts de financement de marché pour les banques avaient augmenté tant dans les pays vulnérables que moins vulnérables, même si l'écart entre pays s'était aussi creusé³⁶. Même si l'introduction fin 2011 et début 2012 des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans a constitué un rempart solide contre la réduction forcée du levier d'endettement et contribué à modérer les coûts du financement de marché, ces derniers sont dans l'ensemble restés élevés jusqu'à l'annonce des OMT mi-2012. Les rendements obligataires ont ensuite baissé tant dans les pays vulnérables que moins vulnérables. Les coûts du financement de marché ont encore baissé pour la plupart des banques de la zone euro en raison de l'APP étendu, au moins jusqu'à la révision des prix sur les marchés financiers observée en avril 2015. Les évolutions des écarts de rendement des contrats d'échange sur le risque de défaut (CDS), qui font abstraction des différences de type et de durée des titres de créance émis par les banques, ont été globalement conformes aux rendements des obligations bancaires. Les distributions des écarts de rendement des CDS à cinq ans montrent que la crise de la dette souveraine a entraîné une hausse significative de la dispersion de la perception du risque de crédit par les banques, plus particulièrement dans les pays vulnérables (cf. graphique 12). Les actions de politique monétaire de la BCE depuis le second semestre 2012 et le renforcement du cadre européen de surveillance, de réglementation et de résolution ont entraîné une atténuation des tensions sur les marchés financiers et une réduction de la dispersion du risque perçu par les banques de la zone euro, ainsi que de leurs

³⁶ Cf. R. Babihuga et M. Spaltro, *Bank Funding Costs for International Banks*, IMF Working Papers, n° 14/71, avril 2014.

Graphique 12

Distribution des écarts de rendement des CDS à cinq ans

(en points de base)



Sources : Datastream et BCE.

Note : Ce graphique représente une approximation de la densité de la distribution des écarts de rendement des CDS à cinq ans d'un échantillon d'IFM dans les pays vulnérables et moins vulnérables.

coûts de financement de marché. Cependant, un regain de tensions en Grèce a induit une hausse des écarts de rendement des CDS pour certaines banques depuis début 2015.

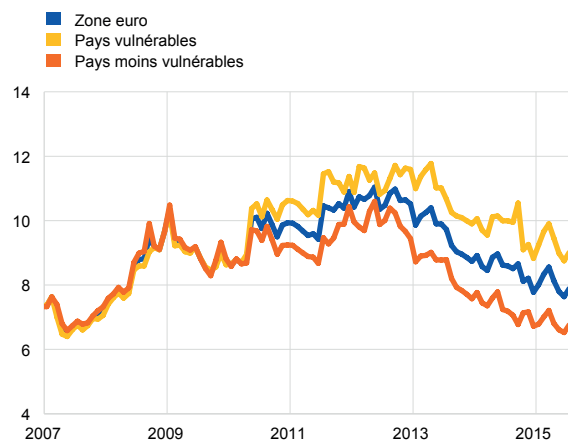
Le coût des fonds propres pour les banques de la zone euro a fortement augmenté pendant la crise financière (cf. graphique 13). Cette hausse a été déclenchée par la crise des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis. Un écart entre les rendements attendus payés par les banques des pays vulnérables et moins vulnérables a commencé à se creuser après l'éclatement de la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2010. Jusqu'à l'été 2007, les banques de la zone euro ont été à même de lever des fonds propres à un taux de rendement attendu de 7 % environ. Entre le début de la crise américaine des *subprime* et la faillite de Lehman Brothers, le coût de leurs fonds propres s'est renchéri à

près de 10 %. Il a continué d'augmenter jusqu'au second semestre 2012, atteignant un niveau bien supérieur à 10 %. Enfin, l'introduction des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans et l'annonce des OMT a commencé à réduire l'aversion au risque sur les marchés financiers. Dans le même temps, les taux sans risque ont diminué et les banques se sont engagées dans un processus de désendettement régulier qui s'est traduit par une réduction de leur risque de marché. En conséquence, bien que la prime de risque sur les actions soit restée supérieure de quelques points de pourcentage à son niveau antérieur à la crise, la réduction des taux sans risque et des risques sur les bilans a ramené le coût des fonds propres des banques à des niveaux proches de ceux d'avant la crise (cf. l'encadré 1 pour des précisions sur l'estimation du coût des capitaux propres). Toutefois, l'écart entre les coûts de

Graphique 13

Coût des capitaux propres pour les banques de la zone euro

(en pourcentages annuels)

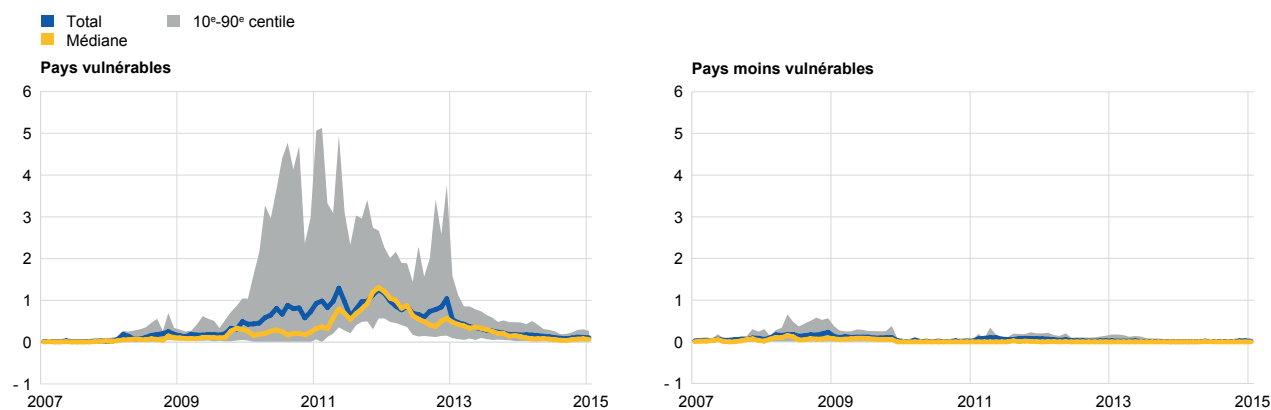


Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Consensus économique et calculs de la BCE.

Graphique 14

Interaction entre la liquidité de l'Eurosystème et le coût moyen du financement par endettement des banques

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx, BCE et calculs de la BCE.

Note : La zone ombrée représente la distribution entre le 10^e et le 90^e centile. L'indicateur est calculé en appliquant le coût des titres de créance à la part de liquidité de l'Eurosystème dans les structures de financement des banques. Sur cette base, on obtient un coût moyen pondéré théorique du financement par endettement que l'on compare à celui effectivement observé. Les composantes considérées du financement par endettement sont les dépôts du secteur privé non financier, les titres de créance et la liquidité de l'Eurosystème.

financement des banques par émission d'actions dans les pays vulnérables et moins vulnérables ne s'est pas refermé, ressortant à quelque deux points de pourcentage.

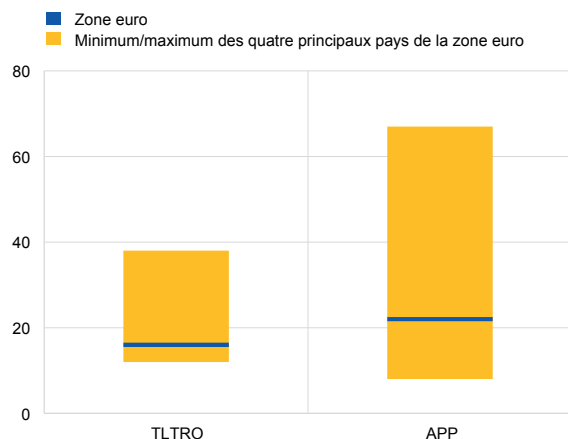
Globalement, le soutien de l'Eurosystème a joué un rôle essentiel durant la crise en limitant les distorsions liées aux dysfonctionnement des marchés du financement grâce à la fourniture d'une liquidité abondante et en réduisant au maximum la contraction procyclique des prêts au secteur privé non financier. Le graphique 14 illustre l'incidence de la liquidité de l'Eurosystème sur les coûts de financement des banques. Dans le cadre de la politique de la BCE

d'indications sur la trajectoire future des taux directeurs et d'appels d'offres à taux fixe et allocation intégrale des soumissions, les banques ont pu utiliser la liquidité fournie par la banque centrale pour se refinancer plutôt que de recourir au marché dans un contexte de conditions défavorables. On peut illustrer cet effet en prenant pour hypothèse qu'en l'absence de liquidité de l'Eurosystème, les banques auraient émis des titres de créance au coût implicite du marché secondaire, entraînant un coût moyen pondéré supérieur de leur financement par endettement. Cette mesure montre une dispersion considérable entre banques et un allègement du coût particulièrement important pour les banques établies dans les pays vulnérables. Pour les banques des pays moins vulnérables, l'allègement du coût apporté par la liquidité de l'Eurosystème a été plus faible, même s'il a augmenté pour une minorité de banques après la faillite de Lehman Brothers, puis plus modestement au plus fort de la crise de la dette souveraine. Cet indicateur est susceptible de sous-estimer l'incidence effective de la liquidité de l'Eurosystème, dans la mesure où il fait abstraction de l'allègement des contraintes quantitatives et de l'effet positif des opérations sur le prix des autres sources de financement découlant de l'amélioration du sentiment des marchés. Par ailleurs, il se pourrait également qu'apparaissent des opportunités relativement profitables, compte tenu de l'accès à la liquidité à très bas coût, ce qui signifie que si la liquidité n'avait pas été disponible, les banques auraient simplement renoncé à ces opportunités et n'auraient pas émis de dette.

Graphique 15

Incidence estimée des TLTRO et de l'APP sur les rendements des obligations bancaires

(en points de base)



Source : calculs de la BCE

Les trois principaux canaux de transmission de l'APP et des TLTRO (la répercussion directe, le rééquilibrage des portefeuilles et l'émission d'un signal) ont tous eu une incidence sur les coûts de financement des banques et, en dernier lieu sur la production et l'inflation³⁷. Il existe de nombreuses manières d'estimer l'incidence directe et indirecte de l'APP et des TLTRO sur les conditions de financement des banques, l'une d'entre elles étant l'utilisation d'études d'événements contrôlées. Ces études suggèrent que les effets combinés des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014 ont sensiblement réduit les rendements sur un grand nombre de compartiments du marché financier, leurs effets croissant généralement avec la durée des échéances et le risque (cf. graphique 15)³⁸.

4

Conclusions

Les variations de la composition et du coût du financement et des fonds propres des banques ont des répercussions importantes sur la fourniture de crédit et, par conséquent, sur la production et l'inflation. Les coûts de financement des banques sont affectés par la politique monétaire, mais la transmission de la politique monétaire dépend de nombreux facteurs, y compris la solidité des bilans des banques et l'environnement macroéconomique.

Les conditions de financement ont beaucoup fluctué pendant la crise, en raison des variations de l'environnement économique, des tensions sur les marchés financiers et de la dette souveraine, et de la réponse de politique monétaire à ces évolutions. Les structures du financement bancaire ont profondément changé, reflétant en partie la nécessité d'accroître le poids des fonds propres dans la composition globale du financement et de réduire la dépendance excessive envers le financement de marché observée dans la période qui a précédé la crise. Les mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles de la BCE ont apporté un soutien considérable à l'économie aux différents stades de la crise. Le Conseil des gouverneurs a abaissé le taux d'intérêt des opérations de refinancement et a accru la quantité et la durée de la liquidité fournie aux banques, ce qui a contribué à empêcher une réduction désordonnée du levier d'endettement et à limiter les tensions sur les marchés financiers. Des progrès sur la voie de l'union bancaire et d'un environnement réglementaire plus complet ont également encouragé une avancée vers une structure de financement plus soutenable et plus résistante. Plus récemment, avec la stabilisation du système

³⁷ Pour une analyse plus détaillée des différents canaux, cf. C. BORIO et P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, n° 292, novembre 2009.

³⁸ Cf. C. Altavilla, G. Carboni et R. Motto, *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Working Paper Series, n° 1864, BCE, novembre 2015.

bancaire, des mesures ont été introduites pour remédier à une inflation inférieure à la cible. Le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté mi-2014 et l'APP fournissent un supplément de liquidité et réduisent les coûts de financement, soutenant la capacité d'intermédiation des banques et, *in fine*, la production et l'inflation.

Les mesures de politique monétaire ont contribué à réduire l'hétérogénéité des conditions de financement dans la zone euro (en particulier pour les dépôts et les obligations, entraînant une amélioration de la transmission de la politique), mais des différences entre pays subsistent, comme on le voit pour le coût des fonds propres. Les divergences du coût des fonds propres entre pays reflètent les différences qui subsistent dans la perception du risque, ainsi que des différences sous-jacentes en termes de solidité des bilans des banques et de rentabilité attendue. Un grand nombre des problèmes rencontrés par les banques sont liés à des questions structurelles extérieures au domaine de la politique monétaire et nécessitant que des mesures soient prises par le secteur privé ou par les autorités pour assurer une reprise soutenue.

Les mesures de politique monétaire actuelles et une modification de l'environnement réglementaire continueront d'affecter la composition et le coût du financement des banques. Des progrès sur la voie de l'union bancaire et d'importantes initiatives réglementaires à l'échelle mondiale et européenne renforceront les banques, ce qui aura une incidence considérable sur la structure de leur financement. Tandis que l'adaptation à ce nouvel environnement peut créer des coûts à court terme, la réduction du risque de nouvelles crises systémiques induira un système bancaire plus stable et un mécanisme de transmission plus robuste.

Encadré 1

L'estimation du coût des capitaux propres

Cet encadré présente l'approche utilisée pour estimer le coût des capitaux propres des banques de la zone euro. Les estimations se fondent sur l'application du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Cette approche peut être appliquée à un portefeuille contenant les plus grandes banques cotées de la zone euro.

Le coût des capitaux propres est le taux de rendement que les actionnaires s'attendent à obtenir (à l'équilibre) sur une prise de participation dans les capitaux propres d'une banque ou d'un portefeuille de banques. La valeur d'un investissement devrait être égale à la somme de tous les flux de trésorerie futurs attendus, actualisée à un taux compensant le risque de l'investissement : ce taux d'actualisation est défini comme le coût des capitaux propres de cet investissement³⁹. Le coût des capitaux propres n'étant pas observable, il doit être déduit des prix et des flux de trésorerie attendus à l'aide d'un modèle théorique.

³⁹ De façon plus générale, le coût des capitaux propres peut être défini pour un projet unique ou un portefeuille, par exemple une entreprise (portefeuille de projets), un secteur (portefeuille d'entreprises) ou l'ensemble du marché boursier (portefeuille recouvrant toutes les entreprises).

Il existe deux méthodes d'estimation du coût des capitaux propres des banques : l'une directe et l'autre indirecte ⁴⁰.

Les estimations directes inversent la formule d'actualisation des flux de trésorerie pour calculer le coût des capitaux propres, compte tenu du prix de marché de l'action et des anticipations (fondées sur des enquêtes) de marché concernant les flux de trésorerie futurs des banques. Le prix de marché devant (à l'équilibre) coïncider avec la somme actualisée de l'ensemble des flux de trésorerie futurs attendus, la formule de valorisation peut être résolue pour le taux actualisé valorisant les actions des banques. Cette approche est également appelée approche de la prime de risque actions implicite. Les estimations indirectes, en revanche, déduisent d'abord un coût des capitaux propres implicite pour l'ensemble du marché boursier puis le projettent sur le coût des capitaux propres des banques à l'aide d'un modèle économique. Comme avec les estimations directes, la première étape est calculée à l'aide de l'approche de la prime de risque actions implicite, tandis que le MEDAF rend la seconde étape opérationnelle. La différence entre le rendement attendu sur le marché boursier et le taux de l'argent sans risque est appelée prime de risque actions sur le marché et constitue une mesure du prix de marché du risque utilisée pour valoriser tous les actifs dans le cadre du MEDAF.

La méthodologie utilisée dans cet encadré repose sur la méthode indirecte et se fonde sur deux éléments : une estimation de la prime de risque actions sur le marché et sa projection sur le coût des capitaux propres des banques obtenu à l'aide du MEDAF. Le MEDAF est un modèle d'équilibre général qui impose de sévères restrictions concernant l'échantillonnage des rendements attendus. Il prévoit que l'excédent de rendement attendu de l'actif sur le taux de l'argent sans risque ($E[R_i] - R_{rf}$) est linéaire en β_i pour tout i :

$$(E[R_i] - R_{rf}) = \beta_i (E[R_m] - R_{rf})$$

où $(E[R_m] - R_{rf})$ est la prime de risque actions (prix de marché du risque) et $\beta_i = [\text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)]$ mesure la contribution de l'actif i au risque du portefeuille de marché (volume de risque). Compte tenu du prix de marché du risque, le volume de risque β_i est suffisant pour évaluer l'actif i .

Le portefeuille de marché de référence est ici le marché boursier de la zone euro. Il correspond approximativement au portefeuille de l'Euro STOXX, un sous-ensemble large mais liquide du portefeuille du STOXX Europe 600. Les rendements du portefeuille de 33 banques Euro STOXX sont agrégés, en utilisant la capitalisation boursière quotidienne comme pondération. Ces banques représentent environ 85 % du total des actifs et de la capitalisation boursière de l'ensemble des banques cotées de la zone euro ⁴¹.

⁴⁰ Cet encadré ne prend pas explicitement en compte les enquêtes dans lesquelles les participants du secteur financier ne déclarent que des coûts de leurs capitaux propres estimés et/ou des moyennes historiques de leurs excédents de rentabilité réalisés comme approximation du coût des capitaux propres. Les premiers sont exclus parce qu'il s'agit de données insuffisantes qui ne se prêtent pas à l'interprétation économique et les secondes sont écartées car elles sont générées via un modèle simpliste.

⁴¹ Pour des raisons de qualité et de disponibilité des données, les pays définis comme vulnérables et moins vulnérables dans le corps de l'article sont représentés par les pays suivants dans cet encadré : l'Espagne et l'Italie pour les pays vulnérables et la Belgique, l'Allemagne, la France et l'Autriche pour les pays moins vulnérables.

Le volume de risque contenu dans les actions bancaires (c'est-à-dire le bêta des banques) est estimé à l'aide de techniques de régression linéaire standard ⁴². Le rendement de chaque portefeuille est régressé sur le rendement de l'indice de marché. L'indice de référence de marché pour tous les titres est l'indice Euro STOXX car la zone euro constitue un marché financier bien intégré aux coûts de transaction transfrontières peu élevés et doté d'une monnaie unique. Pour documenter l'évolution du coût des capitaux propres du secteur dans le temps, l'analyse se concentre sur des points d'estimations du bêta, obtenus à partir de régressions glissantes de données quotidiennes sur de courtes périodes (un an) ⁴³. Le bêta des banques de la zone euro est demeuré relativement stable (entre 1,0 et 1,2) jusqu'au premier semestre 2007. Après le déclenchement de la crise financière, il a augmenté de façon régulière, pour atteindre un niveau de 1,7 au second semestre 2012. Après ce point haut, il s'est inscrit en forte baisse, revenant à son niveau d'avant la crise.

La prime de risque actions est estimée à partir des prix de marché des actions et des anticipations des analystes concernant les dividendes futurs. Les primes de risque implicites sont des mesures prospectives, calculées à l'aide d'une variante du modèle d'actualisation des flux de trésorerie (DCF). Si l'on part de l'hypothèse d'un ratio constant de distribution de dividendes, ce qui implique un taux de croissance équivalent des bénéfices et des dividendes, le modèle d'actualisation des flux de trésorerie se réduit au modèle d'actualisation des dividendes (DDM). Dans sa forme la plus simple, le modèle d'actualisation des dividendes postule que la valeur d'une action est déterminée par le flux de dividendes futurs qu'elle génère, actualisé à un taux reflétant une prime d'échéance et une prime de risque actions ⁴⁴. Le modèle de base d'actualisation des dividendes à croissance constante peut être représenté comme suit :

$$P_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{\rho_{t+k}}$$

où D_{t+k} est le niveau des dividendes pour la période $t + k$ et ρ_{t+k} le taux actualisé de t à $t + k$, défini comme la somme du taux sans risque et de la prime de risque actions :

$$\rho_{t+k} = 1 + R_{t+k}^{rf} + EP_t$$

Si l'on part de l'hypothèse que les dividendes augmentent à un taux constant g , les deux équations impliquent que

$$EP_t = \frac{D_t}{\rho_t} (1 + g) - (R_t^{rf} - g)$$

⁴² Comme dans E. F. Fama et J. D. MacBeth, *Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests*, *Journal of Political Economy*, vol. 81, n° 3, 1973.

⁴³ Par souci de robustesse, les estimations sont comparées avec celles obtenues à partir des régressions à fenêtres glissantes sur cinq ans des données mensuelles. La différence n'est pas statistiquement significative, sauf pour la période récente. La déviation des deux mesures l'une par rapport à l'autre durant la dernière période signale la réduction du levier d'endettement en cours dans les banques de la zone euro.

⁴⁴ Cf. M. J. Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, n° 2, 1959.

La prime de risque actions est estimée à l'aide d'une variante du modèle d'actualisation des dividendes appelée modèle H ⁴⁵. On s'attend à ce que les dividendes augmentent à un taux anormal durant g_a (une moyenne de) H années et ralentissent/accélèrent progressivement pour atteindre un taux de croissance normal g_{ss} à long terme. Le taux de croissance attendu est censé décroître de façon linéaire à partir d'un taux initial g_a pour atteindre le taux de long terme (constant) g_{ss} :

$$EP_t = \frac{D_t}{\rho_t} (1 + g_a) + H * (g_a - g_{ss}) - (R_t^{rf} - g_{ss})$$

Le taux de croissance à long terme attendu correspond à la prévision de croissance du PIB en volume à long terme (à plus de cinq ans), tirée de l'enquête prévisionnelle du Consensus économique. Les taux d'intérêt réels à long terme sont les rendements à l'échéance des obligations souveraines à dix ans indexées sur l'inflation. Les rendements en dividendes D_t/P_t et les prévisions de taux de croissance anormaux g_a sont tirés de la base de données de l'*Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)*. Cette base de données mesure une moyenne pondérée (par la capitalisation boursière) de la prévision médiane du taux de croissance annuel des bénéfices pour les différentes entreprises incluses dans l'indice Euro STOXX sur une période de cinq ans.

⁴⁵ Comme dans R. J. Fuller et C. -C. Hsia, *A Simplified Common Stock Valuation Model*, *Financial Analysts Journal*, vol. 40, n°5, 1984.

Statistiques

Table des matières

1 Environnement extérieur	S 2
2 Évolutions financières	S 3
3 Activité économique	S 8
4 Prix et coûts	S 14
5 Monnaie et crédit	S 18
6 Évolutions budgétaires	S 23

Informations complémentaires

Les statistiques de la BCE peuvent être consultées et téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) :

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Les données de la section Statistiques du *Bulletin économique* sont accessibles à partir du SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Des définitions méthodologiques figurent dans les notes générales annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Les détails des calculs figurent dans les notes techniques annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Les explications des termes et des abréviations figurent dans le glossaire des statistiques :

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions utilisées dans les tableaux

- données inexistantes/non pertinentes
- . données non encore disponibles
- ... néant ou négligeable
- (p) provisoire
- cvs corrigé des variations saisonnières
- ncvs non corrigé des variations saisonnières

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	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)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,0	.	1,4	0,0
2015 T1	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
T2	0,7	1,0	0,5	-0,1	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
T3	0,7	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	0,5	0,1	.	1,5	0,2
2015 Juillet	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Août	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
Septembre	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Octobre	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Novembre	-	-	-	-	-	-	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
Décembre	-	-	-	-	-	-	.	.	0,7	0,2	.	1,6	0,2

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Juin	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Juillet	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Août	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Septembre	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Octobre	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Novembre	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Décembre	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Juin	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Juillet	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Août	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Septembre	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Octobre	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Novembre	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Décembre	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Juin	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Juillet	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Août	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1
Septembre	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Octobre	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Novembre	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8
Décembre	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts				Crédits renouve- lables et découverts	Pro- por- tions de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entre- preneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composé du coût d'emprunt
		À vue	Rembour- sables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2014	Décembre	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,74	2,40	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48
2015	Janvier	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,24	6,42	6,73	2,75	2,31	2,55	2,45	2,43	2,69	2,40
	Février	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	2,58	2,37
	Mars	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29
	Avril	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
	Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17
	Juin	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,32	2,48	2,18
	Juillet	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25
Octobre	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26	
Novembre ^(p)	0,14	0,65	0,64	0,94	6,68	16,91	5,27	6,22	6,60	2,68	2,05	2,32	2,32	2,45	2,62	2,27	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	Décembre	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,77	2,50	1,73	2,16	2,13	2,44
2015	Janvier	0,22	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,99	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,44
	Février	0,21	0,35	1,04	3,43	3,59	3,72	3,14	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,15	2,36
	Mars	0,21	0,32	0,97	3,39	3,45	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,11	2,00	2,35
	Avril	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,03	2,32
	Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,26
	Juin	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,04	2,24
	Juillet	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,17
	Août	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,13
	Septembre	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,18	2,20
	Octobre	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,14
Novembre ^(p)	0,16	0,23	0,84	3,05	3,13	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12	

Source : BCE.

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

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014, les compagnies *holding* des groupes non financiers ont été reclassées du secteur des sociétés non financières vers le secteur des sociétés financières.

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale

(montants en milliards d'euros ; transactions durant le mois et encours de fin de période ; valeurs nominales)

	Encours							Émissions brutes ¹⁾						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme														
2012	1 432	587	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1 253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1 320	544	129	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015														
Juin	1 336	559	130	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
Juillet	1 339	558	126	.	81	520	54	339	143	34	.	39	91	31
Août	1 340	558	130	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
Septembre	1 324	545	125	.	75	520	59	343	162	30	.	29	93	30
Octobre	1 337	552	143	.	74	509	60	362	172	31	.	32	86	42
Novembre	1 351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Long terme														
2012	15 205	4 814	3 166	.	842	5 758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15 108	4 405	3 086	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 126	4 048	3 158	.	993	6 285	643	221	66	44	.	16	85	10
2015														
Juin	15 341	3 937	3 258	.	1 027	6 484	634	208	69	34	.	13	87	5
Juillet	15 301	3 915	3 278	.	1 034	6 437	636	224	79	42	.	10	83	10
Août	15 243	3 892	3 236	.	1 033	6 444	637	112	42	19	.	4	44	4
Septembre	15 263	3 864	3 244	.	1 040	6 482	633	255	63	80	.	14	93	4
Octobre	15 349	3 859	3 312	.	1 047	6 495	636	234	80	43	.	12	89	10
Novembre	15 411	3 870	3 311	.	1 062	6 524	644	201	70	38	.	15	67	11

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées				
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours												
2012	16 636,6	5 400,9	3 312,0	.	917,3	6 316,2	690,3	4 598,5	404,7	616,0	3 577,9	
2013	16 361,5	4 887,6	3 208,5	.	987,9	6 597,8	679,6	5 649,0	569,1	748,7	4 331,3	
2014	16 446,2	4 591,6	3 287,1	.	1 051,6	6 822,9	692,9	5 958,0	591,1	786,6	4 580,3	
2015												
Juin	16 676,6	4 496,0	3 387,7	.	1 101,9	7 000,6	690,5	6 843,6	664,3	881,3	5 298,0	
Juillet	16 639,2	4 472,9	3 404,1	.	1 115,3	6 956,9	690,0	7 114,5	695,0	915,6	5 503,9	
Août	16 583,4	4 450,2	3 365,3	.	1 112,2	6 959,6	696,1	6 576,7	630,6	850,7	5 095,3	
Septembre	16 587,3	4 409,5	3 368,9	.	1 114,8	7 001,9	692,1	6 273,7	582,5	807,2	4 884,0	
Octobre	16 686,2	4 411,0	3 454,3	.	1 120,5	7 004,1	696,3	6 812,0	612,1	874,7	5 325,2	
Novembre	16 762,0	4 429,6	3 454,9	.	1 135,0	7 032,2	710,2	7 006,4	613,9	922,6	5 469,9	
Taux de croissance												
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,8	4,9	2,0	0,3	
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2	
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7	
2015												
Juin	-1,1	-7,7	1,3	.	4,2	1,6	-0,7	1,0	4,1	0,5	0,7	
Juillet	-1,2	-7,6	0,5	.	3,9	1,5	-0,5	1,0	3,3	0,3	0,9	
Août	-1,0	-7,3	0,5	.	3,9	1,8	-0,1	1,0	3,3	0,4	0,8	
Septembre	-0,5	-7,5	2,3	.	4,1	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7	
Octobre	0,2	-6,0	3,0	.	4,1	2,4	0,2	1,0	3,3	0,9	0,8	
Novembre	0,2	-5,6	2,6	.	4,4	2,2	1,3	1,0	3,0	1,5	0,6	

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9
2015 T1	93,0	89,1	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
T2	91,2	87,5	88,3	82,3	90,0	90,1	104,4	86,3
T3	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
T4	92,4	88,3	89,3	.	.	.	107,7	88,4
2015 Juillet	91,3	87,5	88,3	—	—	—	105,1	86,7
Août	93,0	89,0	89,8	—	—	—	108,1	89,1
Septembre	93,8	89,7	90,7	—	—	—	109,6	90,3
Octobre	93,6	89,5	90,4	—	—	—	109,0	89,6
Novembre	91,1	87,0	88,0	—	—	—	106,0	86,9
Décembre	92,5	88,3	89,4	—	—	—	108,0	88,5
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2015 Décembre	1,5	1,4	1,5	—	—	—	1,9	1,9
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2015 Décembre	-6,6	-6,9	-5,2	—	—	—	-4,5	-5,7

Source : BCE.

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

2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-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
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 T1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
T2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
T3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
T4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 Juillet	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Août	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
Septembre	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Octobre	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Novembre	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
Décembre	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2015 Décembre	2,6	0,4	0,0	0,0	0,7	0,6	1,0	2,7	1,3	-0,7	-0,1	1,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2015 Décembre	-8,0	-0,4	-2,2	0,3	1,1	-10,0	1,8	-7,9	1,0	-1,7	-10,0	-11,8

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2014	T4	19 874,6	20 995,4	-1 120,7	8 247,8	6 403,1	6 467,3	9 829,8	-43,1	4 590,4	4 762,5	612,3	12 048,4
2015	T1	21 841,7	22 847,8	-1 006,0	8 952,8	6 632,8	7 225,2	11 059,5	-69,3	5 042,7	5 155,5	690,4	13 008,1
	T2	21 447,0	22 295,7	-848,7	8 871,7	6 704,2	7 105,7	10 628,1	-24,8	4 835,9	4 963,4	658,5	12 653,2
	T3	21 347,0	22 222,1	-875,1	9 177,3	7 153,7	6 781,0	10 124,9	-36,7	4 781,1	4 943,4	644,2	12 668,6
encours en pourcentage du PIB													
2015	T3	206,9	215,4	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Flux													
2014	T4	83,3	20,6	62,7	65,6	70,4	103,5	12,3	10,0	-98,8	-62,1	2,9	-
2015	T1	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
	T2	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
	T3	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
2015	Juin	-57,1	-116,7	59,6	36,1	57,0	34,5	-22,4	-6,4	-124,5	-151,3	3,2	-
	Juillet	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
	Août	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
	Septembre	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
	Octobre	121,1	84,7	36,4	40,5	42,6	55,8	30,3	-0,7	31,4	11,7	-6,0	-
	Novembre	-15,6	-52,7	37,2	-3,4	-5,2	34,8	-8,7	13,7	-63,0	-38,9	2,5	-
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Novembre	649,3	499,4	149,9	426,5	406,8	392,1	168,2	37,5	-210,4	-75,6	3,7	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Novembre	6,3	4,8	1,5	4,1	3,9	3,8	1,6	0,4	-2,0	-0,7	0,0	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	9 835,2	9 573,9	5 533,7	2 065,5	1 992,2	1 035,3	589,2	362,9	-17,5	261,3	4 299,2	4 037,9
2013	9 933,5	9 595,3	5 557,2	2 094,5	1 949,9	1 005,5	573,7	365,7	-6,2	338,2	4 374,5	4 036,2
2014	10 108,1	9 732,5	5 627,8	2 131,3	1 984,7	1 008,1	596,2	375,3	-11,3	375,6	4 522,5	4 146,8
2014 T4	2 549,6	2 444,7	1 417,6	535,6	501,2	252,2	152,7	94,9	-9,6	104,9	1 155,0	1 050,0
2015 T1	2 571,9	2 460,4	1 420,1	539,3	508,4	256,0	154,5	96,7	-7,4	111,5	1 166,9	1 055,4
T2	2 591,0	2 470,6	1 432,6	542,4	509,7	253,8	155,1	99,5	-14,2	120,5	1 194,8	1 074,4
T3	2 606,8	2 487,7	1 437,6	546,5	510,9	253,6	154,7	101,2	-7,4	119,0	1 192,1	1 073,1
en pourcentage du PIB												
2014	100,0	96,3	55,7	21,1	19,7	10,0	5,9	3,7	-0,1	3,7	–	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T4	0,4	0,3	0,5	0,2	0,6	0,2	0,7	1,4	–	–	1,2	1,2
2015 T1	0,5	0,7	0,5	0,5	1,5	1,3	1,9	1,4	–	–	1,3	1,9
T2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	–	–	1,6	0,9
T3	0,3	0,6	0,4	0,6	0,0	-0,2	-0,5	1,2	–	–	0,2	0,9
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,9	-2,4	-1,2	-0,2	-3,3	-4,0	-4,7	2,0	–	–	2,6	-1,0
2013	-0,3	-0,7	-0,7	0,2	-2,6	-3,4	-2,2	-0,3	–	–	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,5	4,1	2,0	–	–	4,1	4,5
2014 T4	0,9	1,0	1,2	1,0	0,9	-0,7	2,7	2,3	–	–	4,7	5,0
2015 T1	1,3	1,3	1,6	1,3	2,0	0,1	4,8	2,6	–	–	5,2	5,8
T2	1,6	1,3	1,7	1,3	2,6	0,6	4,4	5,0	–	–	5,8	5,5
T3	1,6	1,7	1,7	1,6	2,2	0,5	2,2	6,8	–	–	4,4	4,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014 T4	0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	–	–
2015 T1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	–	–
T2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	–	–
T3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	–	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2012	-0,9	-2,4	-0,7	-0,1	-0,7	-1,8	-1,2	0,3	-0,9	1,5	–	–
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,5	0,0	0,2	0,4	–	–
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,2	0,9	0,3	0,0	0,0	–	–
2014 T4	0,9	0,9	0,6	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	–	–
2015 T1	1,3	1,3	0,9	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,0	–	–
T2	1,6	1,2	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,5	0,4	–	–
T3	1,6	1,6	1,0	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	-0,1	-0,1	–	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	8 842,1	148,8	1 730,7	468,8	1 667,2	411,4	442,1	1 013,6	928,2	1 718,5	312,8	993,1
2013	8 929,0	152,3	1 736,3	457,9	1 682,1	412,5	442,2	1 032,3	945,1	1 751,3	317,0	1 004,5
2014	9 074,4	146,9	1 756,5	461,0	1 711,8	417,6	455,6	1 051,6	967,7	1 782,2	323,6	1 033,7
2014 T4	2 287,0	35,5	442,8	115,6	432,7	105,4	114,6	265,1	244,9	449,0	81,4	262,6
2015 T1	2 311,9	36,1	449,7	117,3	438,0	106,0	115,9	266,2	247,9	452,6	82,1	260,0
T2	2 324,4	36,2	452,5	116,7	440,6	107,3	115,1	268,4	251,0	453,9	82,8	266,6
T3	2 338,1	35,9	453,4	117,2	444,4	107,7	115,1	270,4	253,5	457,0	83,4	268,6
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2014	100,0	1,6	19,4	5,1	18,9	4,6	5,0	11,6	10,7	19,6	3,6	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T4	0,3	-1,4	0,1	0,5	0,4	0,5	0,0	0,4	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 T1	0,6	0,9	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,1	0,9	0,4	0,3	0,0
T2	0,3	0,0	0,4	-0,4	0,2	0,8	0,2	0,3	0,9	0,0	0,5	1,2
T3	0,3	0,7	0,0	-0,2	0,5	0,4	-0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,7	-3,4	-1,0	-5,8	-0,6	2,2	-0,7	0,2	-0,5	0,0	-0,8	-2,6
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,5	-0,8	2,5	-2,1	1,1	0,1	0,4	-0,5	-1,2
2014	0,9	3,2	0,5	-0,6	1,3	1,9	-0,1	1,2	1,4	0,5	0,9	1,0
2014 T4	0,8	-0,2	0,2	-1,0	1,4	1,8	0,5	1,2	1,8	0,4	1,0	2,2
2015 T1	1,1	0,3	1,3	-0,7	1,5	1,6	1,1	1,2	2,3	0,6	0,9	2,2
T2	1,5	0,4	1,8	0,4	1,7	2,3	1,2	1,1	2,7	0,7	1,3	2,7
T3	1,4	0,2	1,5	0,5	1,8	2,1	0,3	1,4	2,7	0,9	1,3	2,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2014 T4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
2015 T1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2012	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	–
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
2014 T4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	–
2015 T1	1,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	–
T2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	–
T3	1,4	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	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	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-0,4	-0,5	0,0	-1,1	-0,7	-4,4	-0,6	1,1	-0,4	0,2	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,8	0,7
2014 T4	0,8	1,0	-0,2	0,2	0,3	-1,4	0,9	0,6	-0,5	1,6	2,4	0,8	1,8
2015 T1	0,9	1,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	1,2	0,5	-0,3	1,5	2,7	0,6	0,7
T2	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,9	1,0	1,0	0,4	2,5	2,8	0,6	1,0
T3	1,1	1,3	-0,2	0,1	0,4	-0,3	1,2	1,5	0,0	2,4	3,0	0,8	1,0
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,6	-1,6	-1,5	-2,3	-2,2	-6,8	-1,7	0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,1	0,4	-1,7	0,6	1,2	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,0
2014 T4	1,0	1,2	0,1	0,7	1,0	-1,1	0,8	1,4	-0,8	1,6	2,9	0,9	1,2
2015 T1	0,8	1,0	-0,1	0,8	0,5	-0,3	0,7	0,6	-0,6	2,4	2,5	0,6	1,2
T2	1,1	1,3	0,3	1,0	0,9	1,2	0,7	1,5	0,4	3,3	3,3	0,6	1,2
T3	1,3	1,6	0,2	0,7	1,0	0,4	1,0	2,6	-0,2	3,7	3,7	0,9	1,2
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,2	-1,1	-1,6	-1,2	-1,5	-2,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1	-0,5	-1,2
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	-0,6
2014 T4	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6
2015 T1	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,2	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,9	-0,2	0,0	0,4
T2	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	0,2
T3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	-0,1	1,0	-0,2	1,3	0,7	0,1	0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,187	11,4	5,2	14,631	10,1	3,555	23,6	9,754	11,2	8,433	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,231	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,922	12,1	1,5
2014	160,307	4,6	18,633	11,6	6,1	15,221	10,4	3,413	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,7
2014 T4	160,956	4,6	18,428	11,5	6,1	15,115	10,3	3,313	23,2	9,799	11,3	8,628	11,6	1,8
2015 T1	160,089	4,7	17,962	11,2	5,9	14,733	10,1	3,230	22,7	9,524	11,0	8,439	11,4	1,7
T2	160,461	4,6	17,717	11,0	5,7	14,524	9,9	3,193	22,6	9,417	10,9	8,300	11,2	1,7
T3	160,554	4,4	17,263	10,8	5,3	14,121	9,6	3,143	22,4	9,170	10,6	8,093	10,9	1,6
2015 Juin	—	—	17,667	11,0	—	14,473	9,9	3,194	22,6	9,386	10,9	8,281	11,2	—
Juillet	—	—	17,370	10,8	—	14,250	9,7	3,120	22,3	9,232	10,7	8,138	11,0	—
Août	—	—	17,290	10,8	—	14,136	9,6	3,154	22,5	9,173	10,6	8,116	11,0	—
Septembre	—	—	17,130	10,7	—	13,976	9,5	3,154	22,4	9,104	10,5	8,026	10,8	—
Octobre	—	—	17,054	10,6	—	13,870	9,5	3,184	22,6	9,109	10,5	7,945	10,7	—
Novembre	—	—	16,924	10,5	—	13,757	9,4	3,167	22,5	9,041	10,4	7,883	10,6	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,00	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,9
2015 T1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,6	1,1	2,3	1,1	3,4	2,3	9,0
T2	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,6	5,5	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
T3	1,7	2,0	0,8	2,5	2,6	-0,1	-0,5	2,1	3,1	2,2	3,8	3,2	9,4
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,4
2015 Juillet	1,8	1,6	0,0	1,8	3,0	3,8	-0,3	3,2	3,5	2,3	4,2	3,2	9,9
Août	2,1	2,8	1,1	4,0	3,1	-2,3	-1,4	3,3	2,6	2,7	2,7	4,3	8,3
Septembre	1,4	1,8	1,3	1,9	1,8	-1,8	0,1	-0,1	3,2	1,6	4,7	2,2	9,8
Octobre	2,0	2,2	1,4	3,4	1,1	1,0	0,8	0,6	2,4	1,1	3,3	1,8	5,8
Novembre	1,1	1,6	2,1	1,2	1,2	-2,8	2,1	.	1,4	0,8	1,8	1,8	10,9
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	15,1
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2015 Juillet	0,8	0,8	-0,4	1,7	1,2	2,0	0,4	-1,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,9
Août	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,2	-3,7	0,5	-1,7	0,1	0,6	-0,2	1,7	-0,5
Septembre	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-1,6	1,5	-0,7	-1,9	-0,1	-0,6	0,0	-0,7	0,8
Octobre	0,8	0,6	0,0	1,3	0,9	1,6	0,6	1,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-1,0
Novembre	-0,7	-0,4	0,7	-1,9	-0,1	-4,3	0,8	.	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	2,5
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,0

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,3	-3,1	.	-6,1	-22,9	1,5	9,1	.	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 T1	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
T2	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
T3	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
T4	106,3	-2,4	.	-6,4	-18,7	4,9	12,7	.	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 Juillet	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Août	104,1	-3,7	—	-6,7	-22,7	3,5	10,1	—	52,3	53,9	54,4	54,3
Septembre	105,6	-2,3	—	-7,0	-23,2	4,2	12,4	—	52,0	53,4	53,7	53,6
Octobre	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Novembre	106,1	-3,2	—	-5,9	-17,8	5,6	12,8	—	52,8	54,0	54,2	54,2
Décembre	106,8	-2,0	—	-5,7	-17,6	2,8	13,1	—	53,2	54,5	54,2	54,3

Sources : Commission européenne (Direction générale des Affaires économiques et financières) (col. 1-8), Markit (col. 9-12).

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-3,0	31,0	1,7	134,4	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-1,8	31,9	3,1	131,9	2,3	-0,8	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	1,1	31,7	3,3	132,6	1,8	3,6	1,0
2014 T4	12,7	95,7	0,9	1,9	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	132,6	1,7	1,4	1,0
2015 T1	12,7	95,3	2,0	1,8	-0,5	3,7	1,4	31,9	3,6	134,7	2,5	2,2	1,4
T2	12,8	95,0	2,2	1,9	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,2	134,2	3,0	5,0	1,6
T3	.	.	1,8	2,0	1,0	2,4	2,0	33,0	4,9	133,1	3,6	2,8	1,9

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	T4	863,3	792,3	71,0	506,3	432,3	179,5	164,8	153,3	136,8	24,1	58,5	12,7	6,0
2015	T1	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
	T2	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
	T3	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
2015	Juin	297,7	271,5	26,2	175,3	147,7	62,9	57,7	51,0	46,8	8,5	19,2	3,3	34,4
	Juillet	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
	Août	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
	Septembre	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
	Octobre	297,3	271,7	25,6	172,5	144,5	63,8	58,6	52,2	48,7	8,7	19,9	4,5	1,9
	Novembre	293,1	266,7	26,4	169,1	142,1	63,6	57,6	51,8	47,2	8,7	19,7	3,9	1,8
flux cumulés sur 12 mois														
2015	Novembre	3 539,8	3 227,6	312,2	2 065,6	1 747,1	749,5	687,7	622,3	556,9	102,3	235,9	42,1	55,7
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2015	Novembre	34,3	31,3	3,0	20,0	16,9	7,3	6,7	6,0	5,4	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Le compte de capital n'est pas corrigé des variations saisonnières.

3.9 Échanges de biens de la zone euro ¹⁾, valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T4	4,4	0,6	499,2	237,3	103,2	145,9	408,8	437,1	261,7	64,1	104,2	294,2	66,1
2015	T1	5,6	1,9	509,3	241,7	105,3	149,5	422,0	447,8	260,1	70,2	109,7	315,1	55,4
	T2	8,2	4,2	513,4	242,4	105,3	153,5	428,5	453,3	265,4	70,3	110,8	317,2	60,0
	T3	4,3	0,8	506,7	234,6	104,5	153,7	421,9	445,3	254,5	69,7	112,9	316,2	50,9
2015	Juin	12,6	7,0	171,8	80,6	35,6	51,6	143,5	152,5	88,8	23,6	37,7	107,4	19,7
	Juillet	6,9	0,7	172,7	79,5	35,3	52,5	143,4	150,3	86,5	23,3	37,7	106,3	18,2
	Août	5,5	2,7	166,3	77,6	34,3	50,7	137,8	147,1	83,9	23,0	37,6	103,8	17,0
	Septembre	0,7	-0,8	167,8	77,4	34,8	50,5	140,7	148,0	84,1	23,3	37,6	106,1	15,7
	Octobre	0,4	-0,7	168,1	79,6	34,9	50,8	142,5	148,2	84,3	24,5	37,3	107,0	15,5
	Novembre	6,1	4,5	170,8	.	.	.	139,7	148,1	.	.	.	106,5	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T4	2,9	2,3	118,0	113,8	120,8	122,2	117,3	102,9	102,8	101,9	103,7	104,6	97,7
2015	T1	2,6	5,2	119,0	115,3	120,7	123,3	118,9	106,6	106,6	106,9	105,9	108,6	105,9
	T2	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,1	104,2	103,4	104,7	107,0	99,5
	T3	1,1	3,1	116,6	111,6	117,8	122,5	116,6	105,8	105,6	104,8	106,5	107,3	99,3
2015	Mai	-2,7	-2,0	116,3	112,9	116,9	120,3	117,0	102,4	102,3	100,9	103,7	104,4	99,7
	Juin	7,9	6,7	117,6	113,8	120,4	122,4	118,6	105,6	105,5	103,7	107,2	109,1	97,3
	Juillet	3,0	1,7	118,8	112,7	119,1	125,4	118,8	106,1	105,1	106,2	107,8	108,8	97,0
	Août	2,0	5,4	114,9	111,0	115,5	121,4	113,8	105,1	105,3	103,4	105,6	105,0	100,5
	Septembre	-1,7	2,5	116,3	111,2	118,8	120,9	117,2	106,3	106,5	104,7	105,9	108,1	100,3
	Octobre	-1,7	3,4	117,0	.	.	.	118,7	107,1	.	.	.	109,6	99,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						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										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
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
2015	117,8	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	-0,1	0,9
2015 T1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
T2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
T3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8
T4	118,0	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,8	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2015 Juillet	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9
Août	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9
Septembre	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Octobre	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,6
Novembre	118,0	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Décembre	118,0	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,3	0,0	-0,9	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et per-sonnels	Divers
	Total	Produits alimen-taires transfor-més	Produits alimen-taires non transfor-més	Total	Produits manu-facturés hors énergie	Énergie		Loyers				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
2012	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,4	1,3
2014	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,2	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 T1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
T2	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2015 Juillet	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0
Août	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
Septembre	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,5	1,1
Octobre	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
Novembre	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,5	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
Décembre	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ¹⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,6	-0,1
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2014 T4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,4
2015 T1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	2,5
T2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,1	3,2
T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,2	-8,3	0,2	1,5	.
2015 Juin	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	—	—	—
Juillet	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	—	—	—
Août	103,8	-2,7	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	—	—	—
Septembre	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	—	—	—
Octobre	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,8	—	—	—
Novembre	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,4	—	—	—

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,5	65,0	100,0	45,0	55,0
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,9	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,9	-5,6
2015 T1	105,3	1,0	0,0	-0,1	0,5	0,5	-0,1	-2,5	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
T2	105,7	1,3	0,4	0,4	0,8	0,8	0,9	-1,2	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
T3	106,0	1,3	0,4	0,3	0,6	0,6	0,0	-2,2	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	40,7	-9,2	3,9	-16,2	-9,5	-3,2	-14,8
2015 Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	42,8	-8,0	6,1	-15,6	-8,7	-1,8	-14,7
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	35,7	-11,2	1,9	-18,5	-12,7	-8,3	-16,5

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

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

2) Pondéré des importations : pondération en fonction de la structure des importations moyennes sur la période 2004-2006. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2004-2006.

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,6	1,4	2,7	-13,6	-1,0	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 T1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
T2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
T3	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
T4	-2,0	1,9	4,0	-8,9	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 Juillet	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Août	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Septembre	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Octobre	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Novembre	-0,7	2,4	4,3	-9,1	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,6
Décembre	-3,0	1,3	2,8	-7,2	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4

Sources : Commission européenne (direction générale des Affaires économiques et financières) et Markit.

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,3	2,3	2,4	2,6	1,7	2,2
2013	101,4	1,5	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7
2014 T4	108,0	1,2	1,1	1,5	1,1	1,3	1,7
2015 T1	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,4
T2	108,2	1,6	2,0	0,3	1,6	1,4	1,5
T3	101,6	1,1	1,4	0,1	1,2	0,8	1,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2012	102,5	1,9	2,6	2,1	4,0	1,7	0,4	1,2	0,9	3,3	0,8	2,8
2013	103,7	1,2	-1,1	2,1	0,5	0,9	-1,4	3,1	-2,8	1,1	1,4	2,0
2014	104,9	1,1	-3,9	1,6	0,5	0,8	1,1	0,6	1,3	2,3	1,3	0,9
2014 T4	105,2	1,3	-0,8	2,2	0,9	0,9	1,6	1,1	1,8	2,4	1,5	1,1
2015 T1	105,3	0,9	0,3	0,9	1,6	0,8	0,7	0,1	3,2	2,3	1,1	0,4
T2	105,5	0,7	1,2	0,4	1,1	0,6	1,0	0,7	2,9	1,3	1,1	0,3
T3	105,6	0,6	1,4	0,3	0,4	0,6	1,1	1,6	3,0	1,4	0,9	-0,2
Rémunération par tête												
2012	103,6	1,5	0,2	1,9	2,4	1,7	1,4	0,9	0,9	1,9	0,8	1,6
2013	105,2	1,6	3,8	2,8	1,2	0,9	0,8	2,0	0,2	1,0	1,7	1,7
2014	106,7	1,4	-1,4	2,2	1,7	1,4	2,1	1,4	1,5	1,7	0,9	1,1
2014 T4	107,3	1,4	-1,2	2,1	1,3	1,3	2,7	2,1	1,5	1,7	1,1	0,3
2015 T1	107,7	1,2	0,9	1,9	0,9	1,0	1,8	1,5	3,0	1,8	1,0	0,5
T2	107,9	1,3	1,3	1,9	0,6	1,4	2,4	1,4	1,5	1,2	1,1	0,6
T3	108,1	1,1	1,5	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8	2,0	1,1	0,9	0,1
Productivité par personne employée												
2012	101,0	-0,4	-2,3	-0,3	-1,5	0,0	1,1	-0,3	0,0	-1,4	0,0	-1,2
2013	101,4	0,4	5,0	0,6	0,7	0,0	2,2	-1,1	3,0	-0,1	0,2	-0,3
2014	101,7	0,3	2,6	0,6	1,2	0,6	1,1	0,8	0,2	-0,5	-0,4	0,3
2014 T4	102,0	0,1	-0,4	-0,1	0,5	0,5	1,2	1,0	-0,3	-0,6	-0,3	-0,9
2015 T1	102,3	0,4	0,6	1,0	-0,7	0,3	1,1	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1
T2	102,3	0,6	0,1	1,6	-0,5	0,7	1,3	0,8	-1,4	-0,1	0,0	0,4
T3	102,3	0,5	0,0	1,1	0,8	0,6	0,6	0,3	-1,0	-0,3	0,0	0,3
Rémunération par heure travaillée												
2012	104,8	2,6	2,2	3,3	5,0	2,9	1,7	1,2	1,4	2,9	1,3	2,8
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,9	2,6	1,6	2,2	2,1	2,9
2014	108,6	1,3	-0,7	1,7	1,5	1,5	1,7	1,3	1,3	1,3	0,7	1,8
2014 T4	109,1	1,2	-1,0	1,5	0,9	1,4	1,8	2,2	1,3	1,2	1,0	1,0
2015 T1	109,4	1,3	0,9	1,7	0,5	1,5	1,0	2,0	2,6	2,0	1,0	-0,3
T2	109,5	1,1	0,4	1,4	-0,1	1,5	1,4	1,6	0,4	0,8	1,2	0,4
T3	109,6	0,8	1,0	0,8	0,0	1,1	0,7	2,2	1,5	0,6	0,9	-0,3
Productivité horaire du travail												
2012	102,3	0,7	-1,1	1,2	1,0	1,2	1,5	0,3	1,0	-0,2	0,5	0,0
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,2	0,8	2,6	-0,5	4,4	0,9	0,8	0,9
2014	103,8	0,3	3,1	0,1	1,1	0,7	0,8	0,9	0,5	-0,6	-0,5	0,9
2014 T4	103,8	0,0	-0,9	-0,7	0,1	0,6	0,4	1,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,3
2015 T1	104,2	0,4	-0,5	0,8	-0,4	0,8	1,0	1,7	-1,2	-0,2	0,0	-0,3
T2	104,2	0,4	-0,6	0,9	-0,8	1,0	0,8	0,8	-2,2	-0,5	0,1	0,1
T3	104,0	0,3	-0,5	0,5	0,1	0,8	-0,4	0,5	-2,3	-1,0	-0,1	0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2					M3-M2						
		M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investis- sement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois						6	
Encours													
2012		864,1	4 233,3	5 097,4	1 798,6	2 099,6	3 898,2	8 995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9 786,0
2013		909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014		968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10 325,0
2014	T4	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10 325,0
2015	T1	993,5	5 155,4	6 148,9	1 529,1	2 150,0	3 679,0	9 827,9	125,8	437,5	96,6	659,9	10 487,8
	T2	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
	T3	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
2015	Juin	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
	Juillet	1 020,2	5 364,7	6 384,9	1 471,3	2 161,8	3 633,2	10 018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10 665,7
	Août	1 025,0	5 383,8	6 408,8	1 460,3	2 164,0	3 624,3	10 033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10 662,1
	Septembre	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
	Octobre	1 029,9	5 487,5	6 517,5	1 438,3	2 164,4	3 602,7	10 120,2	106,8	473,1	77,3	657,1	10 777,3
	Novembre (p)	1 037,4	5 543,3	6 580,8	1 448,0	2 162,7	3 610,7	10 191,5	91,4	484,2	82,7	658,4	10 849,8
Flux													
2012		20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013		45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014		58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,7	24,6	375,0
2014	T4	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015	T1	23,8	166,9	190,6	-56,8	1,6	-55,3	135,4	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,4
	T2	20,5	151,6	172,0	-47,7	11,0	-36,6	135,4	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,7
	T3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,5	8,4	119,4
2015	Juin	7,6	45,8	53,4	-8,8	3,8	-4,9	48,5	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,6
	Juillet	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-11,9	17,7	73,3
	Août	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
	Septembre	3,2	42,7	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,6
	Octobre	1,7	58,1	59,8	-12,1	-0,3	-12,4	47,4	8,2	15,5	4,9	28,6	76,0
	Novembre (p)	7,5	47,4	54,9	7,3	-1,8	5,4	60,4	-15,8	11,3	5,5	0,9	61,3
Taux de croissance													
2012		2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013		5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014		6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2014	T4	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	T1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
	T2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
	T3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015	Juin	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
	Juillet	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,6	2,8	5,2
	Août	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
	Septembre	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
	Octobre	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,0	7,1	3,1	5,3
	Novembre (p)	8,0	11,8	11,2	-9,9	0,3	-4,1	5,3	-29,7	12,0	8,2	2,6	5,1

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012	1 618,4	1 101,2	404,8	101,9	10,5	5 309,1	2 358,9	976,4	1 962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,7	365,8	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 T4	1 814,9	1 318,7	365,8	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 T1	1 848,1	1 381,7	340,2	111,4	14,9	5 598,2	2 839,3	762,8	1 992,3	3,8	948,1	225,7	340,2
T2	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
T3	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 Juin	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Juillet	1 889,2	1 438,2	325,1	113,4	12,6	5 664,6	2 942,4	722,4	1 996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Août	1 889,1	1 441,8	325,2	114,0	8,2	5 674,5	2 959,9	714,7	1 996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Septembre	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Octobre	1 937,2	1 493,5	316,6	116,9	10,1	5 706,0	3 002,8	705,5	1 994,3	3,5	965,3	222,4	366,1
Novembre ^(p)	1 933,9	1 486,8	321,3	116,8	9,1	5 726,9	3 032,2	698,4	1 992,5	3,8	992,0	222,4	370,3
Flux													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 T4	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,6	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 T1	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,2	1,5	7,5
T2	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,8	2,8	0,9
T3	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 Juin	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,6	-0,8	-4,8
Juillet	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Août	2,6	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Septembre	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Octobre	34,4	40,8	-8,0	1,6	0,0	10,0	15,0	-2,0	-3,4	0,5	-4,4	4,5	9,5
Novembre ^(p)	-8,0	-10,3	3,6	-0,2	-1,2	21,3	28,4	-5,5	-1,9	0,3	22,1	-2,4	4,1
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 T4	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 T1	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
T2	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
T3	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 Juin	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Juillet	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Août	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Septembre	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Octobre	7,0	12,9	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	11,0	-3,7	9,8
Novembre ^(p)	5,4	10,6	-11,1	1,8	-31,7	3,2	10,9	-14,5	0,1	-20,8	9,9	-4,7	10,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2012		3 408,9	1 169,7	2 239,3	13 070,2	10 858,3	11 263,1	4 543,9	5 244,0	981,1	89,3	1 437,9	774,1
2013		3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,5	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014		3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 921,3	4 278,4	5 200,4	903,1	128,9	1 276,9	774,7
2014	T4	3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 921,3	4 278,4	5 200,4	903,1	128,9	1 276,9	774,7
2015	T1	3 671,9	1 148,5	2 523,5	12 673,9	10 611,8	11 009,1	4 308,0	5 234,0	935,2	134,7	1 273,9	788,2
	T2	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 636,2	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,7	789,4
	T3	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3
2015	Juin	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 636,2	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,7	789,4
	Juillet	3 729,4	1 132,3	2 597,1	12 711,9	10 606,0	11 005,5	4 297,5	5 261,5	915,4	131,6	1 302,8	803,0
	Août	3 767,1	1 132,3	2 634,8	12 696,6	10 599,0	11 001,2	4 290,9	5 268,8	910,8	128,6	1 305,9	791,7
	Septembre	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3
	Octobre	3 835,5	1 119,8	2 715,8	12 694,3	10 606,1	11 002,3	4 290,2	5 301,1	890,5	124,3	1 296,4	791,8
	Novembre ^(p)	3 879,9	1 119,7	2 760,2	12 735,3	10 649,3	11 045,8	4 307,8	5 308,5	908,7	124,3	1 287,7	798,3
Flux													
2012		184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7
2013		-25,0	-73,5	48,5	-305,9	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,8	15,0
2014		72,0	16,0	56,1	-104,3	-50,5	-32,4	-59,8	-15,2	12,8	11,7	-90,0	36,3
2014	T4	44,2	10,1	34,0	4,0	19,5	14,9	1,8	7,1	5,2	5,4	-33,8	18,3
2015	T1	40,6	16,5	24,1	33,9	45,2	31,5	8,0	19,2	12,7	5,3	-3,8	-7,5
	T2	57,9	-10,7	68,6	0,8	8,0	1,9	-1,1	30,7	-22,6	1,0	-14,0	6,7
	T3	112,1	-10,2	122,3	54,0	-8,6	-3,9	-5,7	23,9	-12,4	-14,4	64,2	-1,6
2015	Juin	11,5	-5,5	17,0	-4,5	0,6	-9,0	-0,9	18,1	-11,0	-5,6	-7,6	2,5
	Juillet	30,1	-4,0	34,1	69,5	14,2	20,2	5,3	4,1	8,8	-4,0	46,9	8,4
	Août	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7
	Septembre	35,0	-6,1	41,1	-30,1	-26,4	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3
	Octobre	10,1	-7,7	17,8	28,2	36,5	36,0	16,4	14,9	2,1	3,1	-16,3	8,1
	Novembre ^(p)	38,6	-0,2	38,8	18,4	35,6	31,7	12,8	7,9	15,1	-0,1	-20,8	3,6
Taux de croissance													
2012		5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5
2014	T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5
2015	T1	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	3,2
	T2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0
	T3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9
2015	Juin	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0
	Juillet	5,5	0,8	7,7	0,8	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-1,9	3,3
	Août	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,3
	Septembre	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9
	Octobre	6,9	0,2	9,9	1,0	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,5	1,9	0,2	2,5
	Novembre ^(p)	7,8	-0,6	11,7	1,2	1,3	1,0	0,9	1,9	-0,2	-1,5	-0,5	3,4

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans		Total	Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
	Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾					Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	4 543,9	4 604,6	1 128,1	795,6	2 620,2	5 244,0	5 579,9	602,1	3 825,1	816,8
2013	4 353,6	4 407,7	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 546,6	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 278,4	4 336,4	1 081,4	724,7	2 472,3	5 200,4	5 545,9	563,4	3 861,0	775,9
2014 T4	4 278,4	4 336,4	1 081,4	724,7	2 472,3	5 200,4	5 545,9	563,4	3 861,0	775,9
2015 T1	4 308,0	4 363,8	1 089,9	738,6	2 479,5	5 234,0	5 570,9	567,8	3 890,9	775,3
T2	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,7	578,7	3 908,9	771,0
T3	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,6	582,4	3 925,8	768,5
2015 Juin	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,7	578,7	3 908,9	771,0
Juillet	4 297,5	4 355,6	1 082,2	744,2	2 471,2	5 261,5	5 597,3	579,6	3 911,9	770,1
Août	4 290,9	4 349,9	1 083,7	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,9	581,6	3 917,2	770,0
Septembre	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,6	582,4	3 925,8	768,5
Octobre	4 290,2	4 350,6	1 062,5	755,8	2 471,9	5 301,1	5 629,3	594,7	3 940,0	766,4
Novembre ^(p)	4 307,8	4 365,7	1 077,5	755,3	2 475,0	5 308,5	5 637,7	596,6	3 943,7	768,2
Flux										
2012	-108,0	-74,0	6,1	-51,4	-62,7	25,5	7,7	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-59,8	-62,9	-13,5	2,6	-48,9	-15,2	6,1	-2,9	-3,4	-8,9
2014 T4	1,8	-1,6	-4,9	7,3	-0,7	7,1	3,9	-1,7	10,8	-2,0
2015 T1	8,0	5,3	-1,0	7,3	1,7	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
T2	-1,1	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
T3	-5,7	-0,4	-19,2	4,3	9,2	23,9	25,1	5,2	19,2	-0,5
2015 Juin	-0,9	-2,3	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,1	8,3	10,3	-0,5
Juillet	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,4	3,3	-0,6
Août	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Septembre	-9,9	-9,3	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
Octobre	16,4	19,5	3,3	10,2	2,8	14,9	8,9	2,9	12,6	-0,6
Novembre ^(p)	12,8	9,3	16,1	-2,7	-0,6	7,9	8,7	2,5	3,1	2,2
Taux de croissance										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 T4	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 T1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
T2	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
T3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 Juin	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Juillet	0,2	0,1	-0,5	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
Août	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Septembre	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Octobre	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,4
Novembre ^(p)	0,9	0,9	0,0	3,5	0,5	1,9	1,4	3,5	2,1	-0,1

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	305,7	7 577,2	2 394,1	105,9	2 681,7	2 395,5	1 019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 179,1	2 248,8	92,0	2 381,7	2 456,5	1 383,4	217,5	184,5	139,7
2014 T4	264,6	7 179,1	2 248,8	92,0	2 381,7	2 456,5	1 383,4	217,5	184,5	139,7
2015 T1	283,2	7 312,3	2 258,8	90,4	2 396,2	2 566,9	1 505,6	232,0	234,8	159,1
T2	265,2	7 161,7	2 223,4	86,5	2 330,6	2 521,2	1 458,8	234,6	224,6	143,7
T3	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
2015 Juin	265,2	7 161,7	2 223,4	86,5	2 330,6	2 521,2	1 458,8	234,6	224,6	143,7
Juillet	253,6	7 152,1	2 229,5	85,6	2 316,5	2 520,4	1 395,1	235,1	202,4	137,4
Août	274,5	7 118,3	2 225,1	84,2	2 289,8	2 519,2	1 355,3	235,8	207,0	128,4
Septembre	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
Octobre	347,8	7 107,2	2 207,6	82,2	2 256,8	2 560,7	1 394,5	308,0	196,4	144,9
Novembre ^(p)	295,0	7 124,2	2 189,4	80,2	2 284,4	2 570,2	1 383,5	270,4	217,7	146,0
Flux										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-155,7	-122,7	1,8	-144,0	109,1	238,6	7,2	0,7	17,8
2014 T4	10,3	-81,5	-28,9	1,0	-62,2	8,6	25,0	-3,8	20,9	18,0
2015 T1	15,5	-36,1	-27,5	-2,6	-51,8	45,8	3,2	34,1	50,2	19,4
T2	-18,0	-86,5	-34,7	-3,9	-51,1	3,3	-0,4	-55,0	-10,2	-15,4
T3	22,0	-37,4	6,1	-3,1	-58,4	18,0	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 Juin	-7,2	-35,1	-15,2	-1,0	-10,5	-8,3	22,2	-40,9	1,6	3,1
Juillet	-11,7	-4,8	9,8	-0,9	-20,1	6,5	-51,8	9,1	-22,2	-6,4
Août	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Septembre	12,8	-18,3	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,4	8,8	6,6	12,4
Octobre	58,0	-35,0	-23,6	-1,3	-18,0	7,8	9,3	51,3	-17,2	4,1
Novembre ^(p)	-52,8	-10,8	-21,3	-2,0	-5,8	18,2	-15,9	-43,3	21,3	1,1
Taux de croissance										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	—	—	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	—	—	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	—	—	0,4	14,6
2014 T4	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	—	—	0,4	14,6
2015 T1	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,7	—	—	32,5	36,3
T2	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	—	—	31,0	20,7
T3	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	—	—	30,5	15,7
2015 Juin	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	—	—	31,0	20,7
Juillet	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	—	—	19,2	13,6
Août	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,4	3,6	—	—	20,3	9,8
Septembre	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	—	—	30,5	15,7
Octobre	29,6	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,0	—	—	7,2	19,6
Novembre ^(p)	9,9	-3,3	-4,9	-11,5	-8,5	3,6	—	—	18,0	11,7

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit(-)/excédent(+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 T3	-2,6	.	.	.	.	0,1
T4	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 T1	-2,5	.	.	.	.	0,1
T2	-2,4	.	.	.	.	0,1

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses							
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes					Dépenses en capital	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1	
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9	
2014	T3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
	T4	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015	T1	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
	T2	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents IFM	Créanciers non résidents		≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 T3	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T1	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (-) /excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valo- risation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 T3	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8
T4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 T1	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
T2	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

		Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
		Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
									Échéances ≤ 1 an					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012		16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	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	1,2	1,8
2014		15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014	T3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
	T4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	T1	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
	T2	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015	Juillet	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
	Août	15,3	13,4	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
	Septembre	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Octobre	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Novembre	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Décembre	15,2	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2014 T3	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2
T4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8
2015 T1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2
T2	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4
Dettes des administrations publiques									
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2014 T3	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7
T4	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5
2015 T1	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8
T2	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7

	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										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 T3	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
T4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 T1	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
T2	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Dettes des administrations publiques										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 T3	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
T4	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 T1	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
T2	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2016

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 20 janvier 2016.

ISSN 2363-3425 (epub)
ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-E (epub)
Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication :

Nathalie Aufauvre

Secrétaire général