



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2015



© Banque centrale européenne, 2015

Adresse postale

60640 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

www.ecb.europa.eu

Le présent Bulletin a été préparé sous la responsabilité du Directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce Bulletin a été réalisée par la Banque nationale de Belgique et 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 4 mars 2015.

ISSN 2363-3425 (PDF)

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

TABLE DES MATIÈRES

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

Vue d'ensemble	5
1 Environnement extérieur	8
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	17
4 Prix et coûts	22
5 Monnaie et crédit	27
6 Évolutions budgétaires	33

ENCADRÉS

Encadré 1 Analyse de l'évolution de l'inflation américaine avec la courbe de Phillips	35
Encadré 2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 12 novembre 2014 au 27 janvier 2015	38
Encadré 3 Les évolutions récentes du taux de change effectif de l'euro	42
Encadré 4 Les facteurs déterminant les profils d'épargne récents des ménages de la zone euro	45
Encadré 5 La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2015	48
Encadré 6 Les effets du commerce électronique sur l'inflation	51
Encadré 7 Le suivi de l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015	55

ARTICLES

Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets	59
Qui détient quoi ? De nouvelles informations sur les détentions de titres	73

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



ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

VUE D'ENSEMBLE

En vue de respecter le mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE, le Conseil des gouverneurs a pris un certain nombre de mesures de politique monétaire afin de garantir une orientation suffisamment accommodante de la politique monétaire. À la suite des mesures de politique monétaire prises par la BCE entre juin et septembre 2014, qui incluaient de nouvelles baisses des taux d'intérêt, l'introduction des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et des achats de certains actifs du secteur privé (dans le cadre du programme d'achats de titres adossés à des actifs – ABSPP – et du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées – CBPP3), le Conseil des gouverneurs a décidé, en janvier 2015, d'étendre son programme d'achats d'actifs (APP) afin d'y inclure, à compter de mars, les titres libellés en euros de qualité investissement (*investment grade*) émis par les gouvernements et les agences de la zone euro et les institutions européennes. Les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé s'élèveront à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués jusqu'à la fin septembre 2016 et seront en tout cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le programme d'achats d'actifs a déjà entraîné un assouplissement significatif des conditions financières globales. En décembre 2014 et sur la majeure partie de janvier 2015, les évolutions des marchés financiers ont été dans une large mesure déterminées par les anticipations des marchés de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs (APP). Dans ce contexte, les rendements obligataires dans la zone euro ont diminué pour l'ensemble des instruments, des échéances et des émetteurs et se sont inscrits dans de nombreux cas à de nouveaux points bas historiques. Les baisses des rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro notées AAA ayant coïncidé avec des hausses des rendements de titres équivalents aux États-Unis, le découplage entre les rendements des emprunts publics de la zone euro et ceux des États-Unis s'est poursuivi. Les rendements des obligations souveraines de la zone euro moins bien notées ont également fléchi mais ont affiché une plus grande volatilité dans un contexte d'incertitude sur le maintien de l'accès de la Grèce à l'aide financière. Les écarts de rendement des obligations du secteur privé de qualité investissement ont continué de diminuer tandis que ceux des ABS sont restés globalement stables. Après l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, les rendements obligataires de la zone euro ont poursuivi leur repli tandis que les cours des actions augmentaient fortement. Le taux de change de l'euro s'est sensiblement affaibli au cours des derniers mois.

Les évolutions favorables sur les marchés financiers ont entraîné une baisse des coûts de financement bancaires, qui s'est répercutée progressivement sur le coût du financement externe pour le secteur privé. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont entraîné une amélioration des conditions de financement des banques, les rendements des obligations bancaires non garanties revenant à des niveaux historiquement bas au quatrième trimestre 2014. Cette amélioration a été progressivement répercutée sur les taux débiteurs bancaires appliqués aux ménages et aux sociétés non financières (SNF), qui ont fortement baissé au troisième et au quatrième trimestre 2014. La diminution des coûts de financement des banques et des taux débiteurs bancaires au second semestre 2014 peut être attribuée en partie aux TLTRO, qui ont été conçues pour améliorer l'accès des banques à la liquidité à plus long terme et pour stimuler la croissance du crédit dans l'économie réelle. Les TLTRO devraient également avoir contribué à réduire les marges sur les prêts consentis aux ménages et aux SNF de la zone euro. Afin de favoriser l'efficacité des TLTRO à soutenir l'activité de prêt au secteur privé, le Conseil des gouverneurs a décidé lors de sa réunion de janvier que le taux d'intérêt applicable aux TLTRO restantes serait égal au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, supprimant ainsi l'écart de 10 points de base par rapport au taux des opérations principales de refinancement qui avait été appliqué aux deux premières TLTRO. Les mesures de politique monétaire de la BCE semblent également avoir favorisé une réduction de la dispersion des coûts d'emprunt entre les pays, notamment pour les SNF, même si les conditions du crédit demeurent hétérogènes d'un

pays à l'autre. Le coût nominal du financement externe non bancaire pour les SNF de la zone euro a continué de diminuer au quatrième trimestre 2014 et au cours des deux premiers mois de 2015, en liaison avec une nouvelle baisse du coût de l'endettement de marché et du coût des fonds propres.

Les données récentes montrent aussi un raffermissement de la dynamique de la monnaie et du crédit. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large M3 continue d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 enregistrant une forte progression. Les prêts au secteur privé ont continué de se redresser, confirmant l'inversion de la dynamique des prêts début 2014. En particulier, la contraction des prêts aux SNF a continué de s'atténuer au cours des derniers mois, tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est stabilisée à des niveaux positifs. De plus, l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire a confirmé l'évaluation d'une diminution progressive des contraintes pesant sur l'offre de crédit et d'une reprise de la demande de prêts. Dans l'ensemble, les évolutions récentes indiquent que les mesures de politique monétaire de la BCE contribuent à assouplir les critères d'octroi des crédits bancaires et, plus généralement, à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

L'important assouplissement supplémentaire de l'orientation de la politique monétaire de la BCE conforte et renforce l'émergence d'évolutions plus favorables de l'activité économique de la zone euro. La reprise économique s'est raffermie progressivement au second semestre 2014. Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014 et, selon l'estimation rapide d'Eurostat, de 0,3 % au quatrième trimestre, soit une progression légèrement plus forte que prévu précédemment. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes font état d'une nouvelle amélioration de l'activité économique début 2015. L'activité économique de la zone euro a été soutenue par la baisse importante des prix du pétrole observée depuis juillet 2014. L'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs favorisera la transmission efficace des mesures de politique monétaire à l'économie réelle, contribuant à une nouvelle amélioration des perspectives de croissance économique et à une réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

La reprise économique devrait se renforcer et se généraliser progressivement. La croissance de l'activité devrait se renforcer à la faveur de l'amélioration récente de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, de la chute des prix du pétrole, de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et de l'incidence des récentes mesures de politique monétaire prises par la BCE. L'orientation accommodante de la politique monétaire, sensiblement renforcée par le programme étendu d'achats de titres, devrait soutenir la croissance du PIB en volume à court terme et au-delà. De plus, l'économie réelle devrait bénéficier progressivement des progrès réalisés en matière de réformes structurelles et d'assainissement budgétaire. En outre, les exportations devraient être soutenues par les gains en termes de compétitivité-prix et par la reprise mondiale.

Dans le même temps, plusieurs obstacles continuent d'empêcher une reprise plus soutenue de l'activité. Ceux-ci ont trait essentiellement aux ajustements des bilans en cours dans différents secteurs et au rythme relativement lent de la mise en œuvre des réformes structurelles. De plus, l'incertitude, en recul mais toujours persistante, liée à la crise de la dette souveraine en Europe et aux facteurs géopolitiques freine la croissance dans la zone euro.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE¹, qui incluent les effets estimés des mesures de politique monétaire tant conventionnelles que non

¹ Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE* publié le 5 mars 2015 sur le site internet de la BCE.

conventionnelles prises par le Conseil des gouverneurs, prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,1 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2014, les prévisions pour la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 ont été révisées à la hausse, reflétant l'incidence favorable de la baisse des cours du pétrole, de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et des récentes mesures de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs estime que les risques pesant sur les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse, même s'ils se sont atténués à la suite de ses dernières décisions et de la baisse des cours du pétrole.

D'après les informations disponibles, l'inflation devrait demeurer très faible ou négative au cours des mois à venir. Les cours du pétrole sont un facteur important pour expliquer le fait que l'inflation mesurée par l'IPCH soit devenue négative ces derniers mois. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à -0,3% en février 2015, contre -0,6% en janvier. Dans le même temps, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est maintenu sur une trajectoire globalement stable, continuant de s'inscrire à 0,6 % en février.

Les taux d'inflation devraient s'accélérer progressivement plus tard dans l'année. Premièrement, dans la mesure où les baisses antérieures des prix de l'énergie sortiront progressivement du calcul du taux de variation annuel et si les cours du pétrole augmentent sur l'horizon de projection conformément à l'orientation à la hausse de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'incidence négative des prix de l'énergie sur l'IPCH global devrait s'estomper en 2015 et ces prix devraient accentuer l'inflation globale en 2016 et 2017. L'accélération attendue de l'inflation globale est en grande partie liée à ce retournement des prix de l'énergie. De plus, la hausse de l'inflation globale devrait découler du raffermissement de la reprise économique, qui est soutenu par les récentes décisions de politique monétaire. Ce raffermissement devrait entraîner un resserrement significatif de l'écart de production négatif et donc une progression plus soutenue des marges bénéficiaires et de la rémunération par tête. L'accélération de l'inflation devrait également être soutenue par la hausse des prix des matières premières hors énergie et par les effets différés de l'affaiblissement du taux de change de l'euro.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,0 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, la prévision relative à l'inflation en 2015 a été révisée à la baisse, traduisant principalement la baisse des cours du pétrole, tandis que celle pour 2016 a été revue à la hausse, reflétant en partie les effets attendus des mesures de politique monétaire.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE dépendent de la mise en œuvre intégrale des mesures de politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme, en surveillant particulièrement la transmission des mesures de politique monétaire, les évolutions géopolitiques et celles du taux de change et des prix de l'énergie.

La priorité actuelle de la politique monétaire est la mise en œuvre des mesures décidées par le Conseil des gouverneurs en janvier 2015. Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément aux indications données sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 5 mars 2015, de laisser les taux directeurs inchangés. Il a également fourni des informations supplémentaires sur les modalités de mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs. Les achats de titres du secteur public sur le marché secondaire dans le cadre de ce programme ont débuté le 9 mars 2015.

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

La croissance mondiale se redresse progressivement, mais de manière inégale selon les économies. D'une part, la forte baisse des prix du pétrole devrait relancer l'activité, soutenue par de robustes perspectives de croissance aux États-Unis. D'autre part, la détérioration de la situation dans certaines économies de marché émergentes pèse sur les perspectives de croissance mondiale. L'inflation mondiale s'est ralentie au cours des derniers mois. Les taux d'inflation annuels devraient rester modérés à court terme compte tenu des baisses antérieures des prix du pétrole et ne devraient s'accroître que progressivement par la suite si la reprise mondiale se poursuit. Les risques pesant sur l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse.

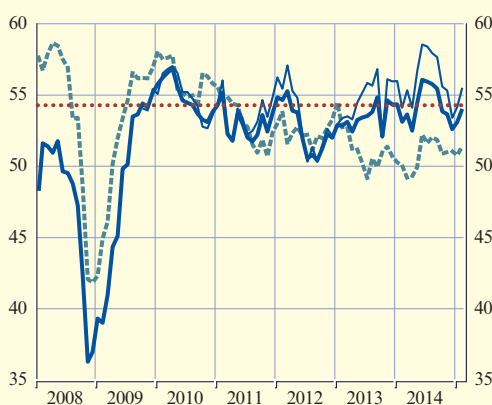
L'économie mondiale reste sur la voie d'une reprise progressive. Après le redressement de la croissance mondiale mi-2014, les données nationales disponibles font état d'un léger ralentissement de la croissance mondiale hors zone euro vers la fin de l'année. Les dernières enquêtes indiquent une stabilité de la dynamique de croissance début 2015. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production hors zone euro a légèrement progressé en février, bien que des divergences subsistent d'une région à l'autre (cf. graphique 1).

La baisse des prix du pétrole devrait relancer la demande mondiale. Les cours du *Brent* ont fortement diminué en décembre et en janvier, avant de se redresser légèrement en février pour ressortir à 61 dollars le 4 mars 2015, soit près de la moitié de leur niveau un an auparavant (cf. graphique 2). D'après la courbe des contrats à terme, les marchés intègrent une hausse progressive des prix du pétrole sur les prochaines années. Si le recul des prix du pétrole au cours de l'année est en partie lié à une demande mondiale relativement atone, il s'explique néanmoins essentiellement par un accroissement de l'offre. L'abondance de l'offre en pétrole de schiste d'Amérique du Nord, et la production plus importante que prévu en Russie, en Libye et en Irak en dépit des tensions géopolitiques, se sont associées à la décision de l'OPEP de ne pas réduire la production lors de sa réunion de novembre 2014, entraînant

Graphique 1 Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production

(indice de diffusion)

- Mondial hors zone euro
- ... Mondial hors zone euro – moyenne de long terme
- - - Économies de marché émergentes
- Économies avancées hors zone euro



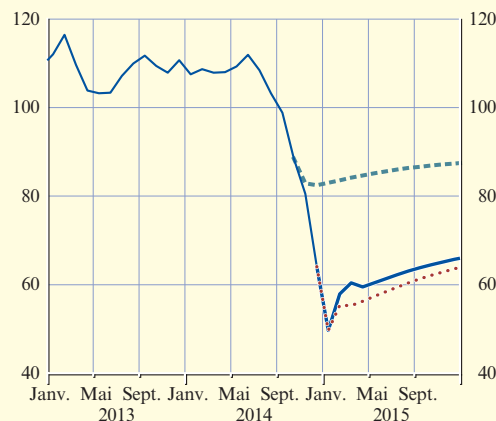
Source : Markit.

Notes : La dernière observation porte sur février 2015. « Moyenne de long terme » se rapporte à la période débutant en 1999 ; « Économies de marché émergentes » désigne le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie ; « Économies avancées » désigne le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni.

Graphique 2 Prix du pétrole effectifs et à terme

(en USD par baril)

- Au 4 mars 2015
- ... Projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE
- - - Projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par l'Eurosystème
- Prix effectifs



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : Données mensuelles ; pour les prix effectifs du pétrole, la dernière observation porte sur février 2015.

une réévaluation de la dynamique offre-demande par les intervenants de marché et une forte baisse des cours du pétrole. Le recul des prix du pétrole devrait profiter aux pays consommateurs nets, tout en pesant sur les perspectives des pays exportateurs. Globalement, toutefois, il est probable que les prix du pétrole soutiendront la demande mondiale, les pays importateurs, qui bénéficient de la baisse des prix, ayant une plus forte propension à dépenser que les pays exportateurs.

La vigueur de la croissance aux États-Unis soutient également les perspectives mondiales. L'activité est demeurée vigoureuse au dernier trimestre 2014, tirée par la consommation privée et l'investissement résidentiel. Le marché du travail a également continué de s'améliorer, l'emploi progressant à un rythme soutenu. Au cours des prochains mois, malgré l'effet modérateur de l'appréciation du dollar sur la croissance des exportations, un redressement durable de la demande intérieure devrait être observé, favorisé par la persistance de conditions financières accommodantes et par une réduction de l'incidence récessionniste exercée par le resserrement budgétaire. L'atténuation du processus de désendettement des ménages, la poursuite des améliorations sur les marchés du travail et de l'immobilier et l'accroissement des revenus réels lié à la baisse des prix du pétrole devraient soutenir la consommation privée. L'amélioration de la confiance, le renforcement de la demande et les taux d'intérêt faibles devraient stimuler l'investissement des entreprises, contrebalançant ainsi le recul des dépenses d'investissement dans le secteur du pétrole de schiste.

La dynamique de croissance s'est également raffermie dans la plupart des autres économies avancées hors zone euro. Au Japon, après la contraction de l'activité qui a suivi le relèvement de la TVA intervenu en avril de l'année dernière, la croissance a repris au quatrième trimestre 2014. Au cours des prochains mois, les facteurs à l'origine de la croissance devraient se renforcer lentement, à la faveur de la hausse des revenus réels des ménages entraînée par la baisse des prix du pétrole, de l'essor des exportations sous l'effet de la récente dépréciation du yen japonais et de la réduction de l'incidence restrictive exercée par le resserrement budgétaire après l'annonce par le gouvernement d'un nouveau plan de relance pour le prochain exercice budgétaire. Malgré un certain ralentissement au quatrième trimestre 2014, l'économie du Royaume-Uni continue de progresser à un rythme relativement soutenu. À terme, la poursuite des efforts d'assainissement budgétaire devrait peser sur la croissance, mais le recul des prix de l'énergie et l'accroissement des salaires devraient soutenir le revenu disponible réel et la consommation privée. De plus, le redressement de la demande et l'assouplissement des conditions de crédit devraient stimuler l'investissement des entreprises. Cela étant, l'appréciation soudaine du franc suisse à la suite de la décision prise en janvier par la Banque nationale suisse d'abandonner le taux plancher du franc suisse face à l'euro devrait avoir une incidence fortement négative sur les perspectives économiques du pays, principalement par le biais d'une réduction des exportations.

Les perspectives à court terme se sont améliorées dans certaines économies de marché émergentes, en particulier dans les pays importateurs de pétrole. En Chine, même si le ralentissement du marché de l'immobilier a pesé sur la croissance au quatrième trimestre 2014, la baisse des prix du pétrole, la bonne tenue persistante de la consommation, l'assouplissement monétaire récent et la modeste relance budgétaire devraient apporter un soutien temporaire à l'économie. Toutefois, les responsables politiques chinois accordent de plus en plus d'importance à la lutte contre les fragilités financières et les déséquilibres macroéconomiques dans une perspective à plus long terme. L'économie se rapprochant d'une trajectoire plus soutenable, la croissance devrait se ralentir. Une croissance plus faible en Chine aura des effets secondaires sur les économies d'Asie avec lesquelles elle entretient des relations économiques et financières étroites, mais de nombreux pays émergents d'Asie devraient bénéficier à court terme du coup de pouce apporté par la baisse des prix du pétrole au revenu disponible réel. En particulier, la confiance demeure élevée en Inde, dans un contexte d'amélioration de la dynamique de croissance. En tant qu'importateur de pétrole, le pays tirera parti de la baisse des prix du pétrole, qui limitera l'inflation et le déficit des transactions courantes, et permettra à l'État de réduire les subventions sur le prix des carburants et

de favoriser l'assainissement budgétaire. Les pays d'Europe centrale et orientale devraient également bénéficier du raffermissement de la demande intérieure, l'amélioration de la dynamique du marché du travail et la récente baisse des prix du pétrole soutenant la consommation des ménages.

Dans les autres économies, les perspectives vont dans le sens d'un ralentissement de l'activité.

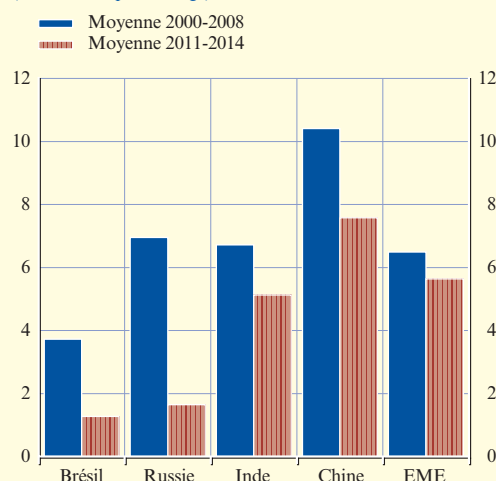
En Amérique latine, les perspectives à moyen terme apparaissent moins favorables que prévu après plusieurs chiffres de croissance décevants, en raison des goulets d'étranglement du côté de l'offre et d'importants déséquilibres intérieurs dans certaines des principales économies (cf. graphique 3). La baisse des prix du pétrole pèse également sur les perspectives des pays exportateurs de matières premières. En particulier en Russie, les récentes turbulences sur les marchés financiers devraient faire basculer l'économie dans la récession en 2015. La forte dépréciation du rouble et le durcissement de la politique monétaire se traduiront par une hausse importante des coûts de financement, ce qui pourrait exacerber les problèmes de financement des entreprises qui doivent déjà faire face aux sanctions qui restreignent leur accès aux marchés financiers extérieurs. Selon les prévisions, la consommation des ménages sera affectée par une forte inflation, qui pèsera sur le revenu disponible réel. La confiance des entreprises se situant à un bas niveau et l'incertitude demeurant élevée, l'investissement devrait reculer. À moyen terme, la diminution des prix de l'énergie risque de compromettre les investissements dans l'exploration de gisements de pétrole et de gaz. Ces évolutions devraient avoir une incidence négative sur la demande extérieure de la zone euro.

Les échanges internationaux se sont un peu modérés vers la fin de l'année 2014 et ne devraient se redresser que progressivement.

Les importations mondiales de marchandises en volume ont augmenté de 1,3 % en rythme trimestriel en décembre. Après avoir reculé au cours des mois précédents, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est redressé en décembre 2014 pour se stabiliser en janvier 2015, faisant état d'une meilleure résistance du commerce international au tournant de l'année. À plus long terme, le commerce mondial devrait se renforcer mais à un rythme très lent. Ces dernières années la faiblesse conjoncturelle de l'investissement des entreprises, qui est généralement constitué dans une large proportion de biens importés, a freiné les échanges internationaux. Dans le même temps, des facteurs structurels ont affecté le commerce international, les entreprises réduisant la complexité et la longueur de leurs chaînes d'approvisionnement, ce qui signifie que le développement des chaînes de valeur mondiales ne contribue plus à la progression des échanges internationaux dans la même mesure que par le passé. Par conséquent, si le commerce mondial devait se redresser sous l'effet de la disparition de sa faiblesse conjoncturelle et d'une reprise de l'investissement à l'échelle mondiale, il ne pourrait pas se développer au même rythme que dans les années 1990 et 2000, quand les grandes économies de marché émergentes se sont intégrées dans l'économie mondiale, ce qui avait largement développé les opportunités en matière de commerce international.

Graphique 3 Croissance du PIB en volume dans les économies de marché émergentes

(variations en pourcentage)



Source : base de données du FMI Perspectives de l'économie mondiale.

Note : EME se rapporte aux économies de marché émergentes et aux économies en développement telles que définies par le FMI.

1 Cf. les Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE, disponibles à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201503.fr.pdf>.

Dans l'ensemble, la reprise mondiale devrait s'accélérer progressivement.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE prévoient une hausse du PIB en volume à l'échelle mondiale (hors zone euro) de 3,6 % en 2014 à 4 % environ en 2016 et 2017¹. La demande extérieure de la zone euro devrait passer de 2,8 % en 2014 à 5,1 % d'ici 2017. Par rapport aux projections de décembre 2014, les prévisions relatives à la croissance mondiale et à la demande intérieure ont été très peu révisées. Ces perspectives reflètent l'anticipation selon laquelle la relance de la demande mondiale liée à la baisse des prix du pétrole serait largement contrebalancée par une détérioration des perspectives pour certaines économies de marché émergentes.

Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse.

Bien que l'incidence de la baisse des prix du pétrole sur les perspectives de croissance mondiale puisse être plus forte que celle intégrée dans les projections macroéconomiques de mars 2015 des services de la BCE, aux États-Unis, les marchés continuent de tabler sur un rythme de progression des taux d'intérêt plus faible que celui envisagé dans les dernières projections du Comité fédéral de l'*open market*. L'encadré 1 montre que les tensions inflationnistes devraient rester limitées aux États-Unis. Toutefois, il subsiste une incertitude quant au niveau des capacités inutilisées dans l'économie et quant à la mesure dans laquelle un accroissement de la demande pourrait entraîner des tensions accrues sur les salaires et les prix. Une normalisation des politiques monétaires plus rapide que prévue actuellement par les marchés pourrait entraîner une inversion de la perception du risque. En Chine, la forte croissance du crédit et du levier d'endettement présentent des risques pour la stabilité financière. Les risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives et un scénario de nouvelle escalade des tensions entre la Russie et l'Ukraine aurait des répercussions défavorables sur la croissance mondiale.

L'inflation mondiale a reculé ces derniers mois, principalement sous l'effet d'une baisse des prix de l'énergie.

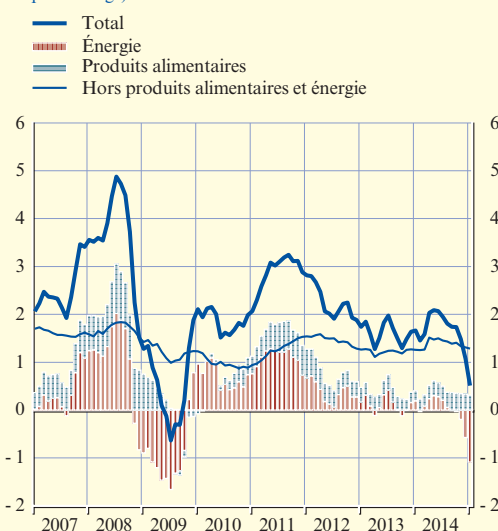
La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est ralentie, à 0,5 % en janvier 2015. Cela étant, l'inflation annuelle hors produits alimentaires et énergie est restée plus stable (cf. graphique 4). Hors zone OCDE, l'inflation en Chine s'est également ralentie au cours des derniers mois, sous l'effet de la persistance de pressions globalement désinflationnistes. Toutefois, dans d'autres grandes économies de marché émergentes, l'inflation s'est accentuée là où la dépréciation de la monnaie a entraîné un renchérissement des importations ou lorsque le manque de crédibilité des politiques monétaires intérieures s'est traduit par le maintien d'anticipations d'inflation élevées.

À l'échelle mondiale, l'inflation devrait demeurer modérée à court terme pour ne s'accroître que progressivement par la suite.

La faiblesse actuelle des prix des matières premières devrait contribuer à une inflation mondiale modérée à court terme. Par la suite, le redressement attendu de l'activité économique mondiale devrait réduire les capacités inutilisées. En outre, la trajectoire des prix des contrats à terme sur le pétrole indique une certaine reprise au cours des prochaines années, de même que les prix des contrats à terme sur les matières premières hors pétrole.

Graphique 4 Inflation dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation porte sur janvier 2015. L'évaluation des contributions est fondée sur les calculs des services de la BCE.

2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

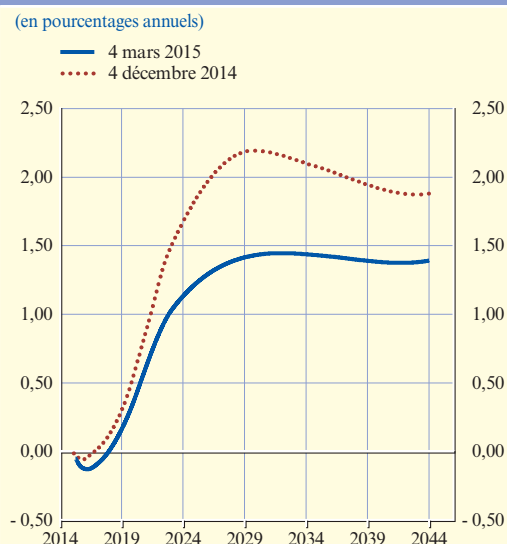
En décembre 2014 et sur la plus grande partie de janvier 2015, les évolutions financières ont été largement déterminées par les anticipations des marchés relatives au programme étendu d'achats d'actifs annoncé après la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 22 janvier 2015. Avant cette annonce, les rendements obligataires dans la zone euro s'étaient inscrits en baisse pour l'ensemble des instruments, des échéances et des émetteurs et, dans de nombreux cas, avaient atteint de nouveaux points bas historiques. Les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA dans la zone euro ont fléchi, tandis que ceux des emprunts publics américains équivalents ont augmenté, si bien que l'écart de rendement entre les deux zones s'est encore creusé. Les rendements des emprunts publics de la zone euro moins bien notés se sont également inscrits en baisse, mais ils ont affiché une volatilité plus importante, liée à l'incertitude entourant le maintien pour la Grèce de l'accès à l'aide financière. À la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs en février et en mars, les rendements des emprunts publics dans la zone euro ont poursuivi leur baisse. En outre, les cours des actions dans la zone euro sont ressortis en forte hausse. L'euro s'est nettement affaibli.

L'Eonia a diminué de début décembre 2014 à début mars 2015, dans un contexte de hausse de l'excédent de liquidité. Il s'est établi à $-0,04\%$ en moyenne sur cette période, soit environ 3 points de base au-dessous de sa moyenne des trois mois précédents. L'encadré 2 examine plus en détail les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire.

L'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, et les anticipations qui l'ont précédée, ont entraîné une baisse importante des taux anticipés de l'Eonia. Par conséquent, de début décembre 2014 à début mars 2015 l'inversion de la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est accentuée, pour atteindre un plancher de $-0,15\%$ au cours des huit premiers mois de 2016, soit un niveau proche du taux actuel de la facilité de dépôt, qui s'établit à $-0,20\%$ (cf. graphique 5). Ces évolutions confirment les prévisions des intervenants de marché qui s'attendaient à une hausse importante mais progressive de l'excédent de liquidité à la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs. Par rapport à début décembre 2014, le point auquel les marchés prévoyaient, début mars 2015, un retour de l'Eonia à des niveaux positifs a reculé de 7 mois, passant de juillet 2017 à février 2018. Une évolution globalement similaire a été enregistrée pour la trajectoire future de l'Euribor 3 mois.

Les rendements des emprunts publics notés AAA dans la zone euro ont également diminué sous l'effet des anticipations relatives à l'annonce du programme étendu d'achat d'actifs (cf. graphique 6). Toutefois, étant directement affectés par ce programme, et également à la faveur de réductions des primes de risque de liquidité, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA dans la zone euro ont fléchi légèrement plus fortement que les taux de *swap* Eonia. Par conséquent, les rendements des emprunts publics à 10 ans et à 30 ans notés AAA ont diminué de 50 points de base environ entre début décembre et début mars, pour s'établir à $0,4\%$ et $1,1\%$, respectivement, le 4 mars. Les rendements des obligations à plus court terme, tels que les emprunts publics à deux ans notés AAA, se sont également inscrits en baisse, devenant négatifs dans certains pays.

Graphique 5 Taux anticipés de l'Eonia

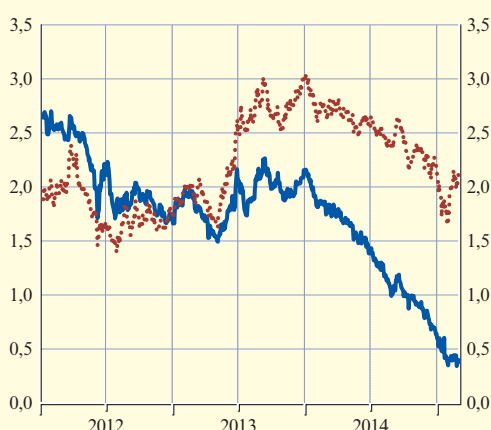


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Graphique 6 Rendements des emprunts publics à dix ans

(en pourcentages annuels)

— Zone euro (notation AAA)
 États-Unis



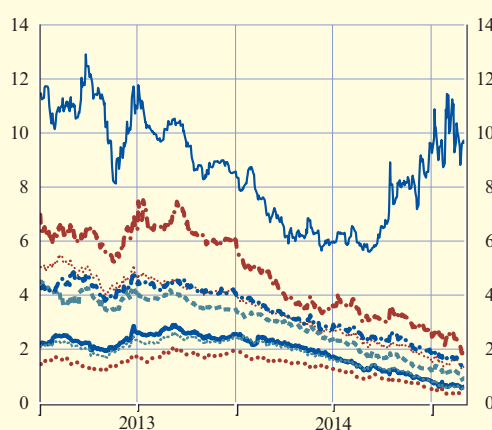
Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg.

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

Graphique 7 Rendements des emprunts publics à dix ans dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentages annuels)

— Belgique Espagne
 Allemagne France
 Irlande Italie
 — Grèce Portugal



Source : Thomson Reuters.

Les rendements des emprunts publics moins bien notés dans la zone euro (à l'exception des emprunts grecs) ont également baissé, mais ont présenté une plus grande volatilité. De début décembre 2014 à début mars 2015, les baisses des rendements ont eu tendance à être plus prononcées pour les emprunts publics moins bien notés que pour les emprunts publics bien notés, reflétant en partie la recherche d'un rendement plus important en réponse à des rendements faibles et orientés à la baisse. Bien que l'incertitude accrue entourant le maintien de l'accès au financement de la Grèce ait exercé une certaine pression à la hausse sur les rendements des emprunts publics moins bien notés dans la zone euro (cf. graphique 7), le nouvel accord conclu au sein de l'Eurogroupe fin février 2015 a néanmoins contribué à limiter de manière générale cette pression à la hausse. En particulier, les écarts entre les rendements des emprunts publics à dix ans de la Grèce et de l'Allemagne se sont creusés de 250 points de base environ entre début décembre 2014 et début mars 2015, tandis que les écarts équivalents entre les emprunts publics de l'Allemagne et ceux des autres pays de la zone euro sont demeurés stables ou se sont réduits.

L'incertitude sur le marché obligataire souverain dans la zone euro s'est un peu accrue, comme l'indique la légère augmentation de la volatilité implicite tirée des options. Cette évolution peut refléter l'incertitude entourant le maintien de l'accès au financement de la Grèce, ainsi que concernant les modalités de la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs.

Le découplage des rendements des emprunts publics de la zone euro et des États-Unis s'est poursuivi. L'écart entre les rendements des emprunts publics notés AAA des États-Unis et de la zone euro s'est creusé entre début décembre 2014 et début mars 2015, pour s'établir à environ 180 points de base début mars. Cet écart avait commencé à s'accroître mi-2013 et, depuis lors, le découplage tendanciel s'était poursuivi, l'écart atteignant récemment son niveau le plus élevé depuis que la série a débuté en septembre 2004. Cette divergence des rendements est cohérente avec la perception croissante des

marchés que les deux économies se trouvent à des stades différents du cycle et avec les anticipations de marché concernant l'orientation future de la politique monétaire dans les deux zones.

Les écarts de rendement des obligations de sociétés bien notées ont continué de se resserrer.

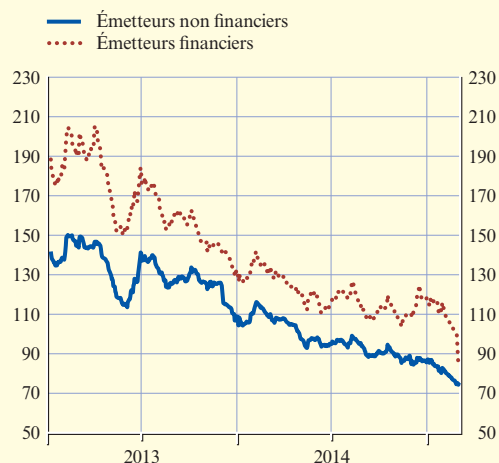
Les écarts de rendement des obligations de sociétés, pour les émetteurs tant financiers que non financiers, ont continué de se resserrer au cours des trois derniers mois (cf. graphique 8) et sont donc restés faibles, proches des niveaux qui étaient observés avant le début de la crise financière. Cette évolution a probablement été alimentée par l'anticipation d'effets de rééquilibrage des portefeuilles et, en conséquence, d'une hausse de la quête de rendement, résultant du programme étendu d'achats d'actifs. De plus, ce programme devrait encore réduire les coûts de financement et accroître les recettes des entreprises, atténuant ainsi la perception de la probabilité de défaut sur les obligations de sociétés. Les écarts de rendement se sont réduits plus fortement pour les émetteurs financiers que pour les émetteurs non financiers, reflétant peut-être le sentiment des marchés concernant les avancées au titre de la recapitalisation en cours des institutions financières dans la zone euro (cf. également la section 5 sur la monnaie et le crédit). Les écarts de rendement des titres adossés à des actifs sont demeurés globalement stables.

Les cours des actions ont fortement augmenté dans la zone euro.

De début décembre 2014 à début mars 2015, ils ont progressé d'environ 13,0 %, affichant ainsi une performance supérieure à celles des marchés boursiers aux États-Unis et au Japon (cf. graphique 9). La plupart des plus-values dans la zone euro ont été enregistrées immédiatement après l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs (ce qui a entraîné une baisse des coûts de financement futurs anticipés et ainsi exercé un effet positif sur la valeur actualisée des bénéfices futurs anticipés des entreprises). Fin février, le fait que l'Eurogroupe ait approuvé l'extension du programme d'aide financière de la Grèce a également contribué à accroître l'appétence pour le risque. Toutefois, les ratios cours/valeur comptable des actions dans la zone euro demeurent inférieurs aux niveaux observés avant la crise financière, ce qui semble indiquer que les anticipations des investisseurs sont toujours quelque peu atones en ce qui concerne les bénéfices futurs des entreprises et/ou qu'ils exigent encore un niveau relativement

Graphique 8 Écarts de rendement ajustés des options des obligations d'entreprises libellées en euros dans la zone euro

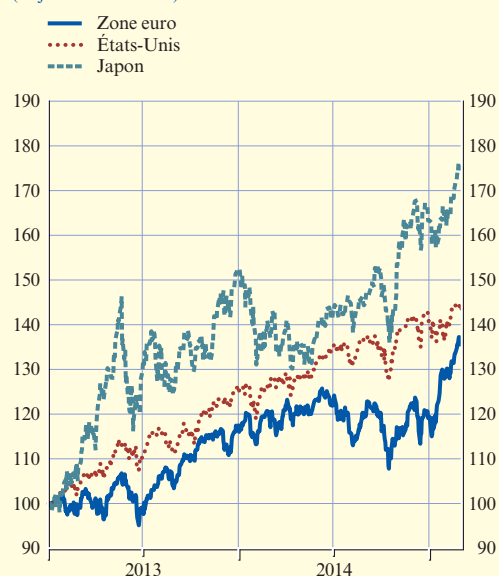
(en points de base)



Sources : iBoxx et BCE.

Graphique 9 Indices boursiers

(1^{er} janvier 2013 = 100)



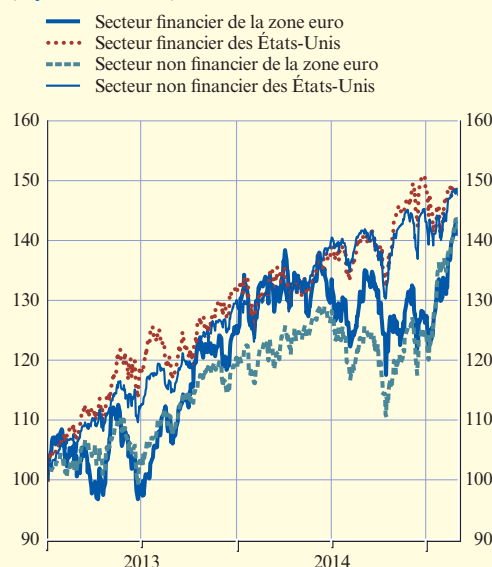
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les indices utilisés sont l'indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, l'indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et l'indice Nikkei 225 pour le Japon. La dernière observation se rapporte au 4 mars 2015.

élevé de rémunération pour le risque lié aux investissements en actions. Cela se vérifie tout particulièrement pour les actions financières, dont les prix demeurent bien en deçà des pics observés avant la crise financière. Au cours de la période sous revue, l'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, a légèrement augmenté, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Les hausses des cours boursiers ont été plus prononcées dans le secteur non financier que dans le secteur financier. De début décembre à début mars, les cours des actions financières ont augmenté d'environ 10 % et ceux des actions non financières d'un peu plus de 14 %. La relative faiblesse du secteur financier a été concentrée sur la période ayant précédé l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, tandis que les prix dans les deux secteurs ont évolué de manière globalement parallèle par la suite (cf. graphique 10).

Graphique 10 Indices boursiers sectoriels

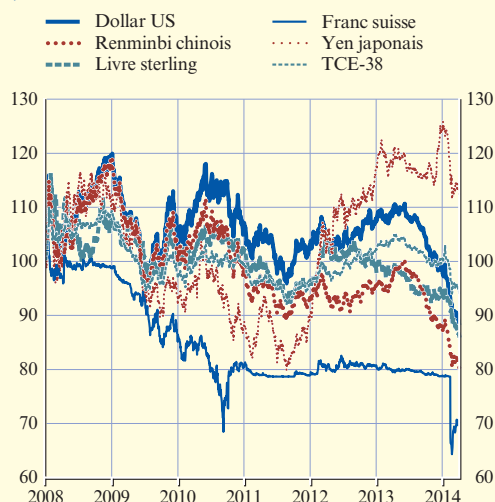
(1^{er} janvier 2013 = 100)

Source : Thomson Reuters.

Note : Sur la base des indices de marchés Datastream.

Le taux de change effectif de l'euro s'est encore affaibli au cours des derniers mois. L'affaiblissement de l'euro, initié en mai 2014, s'est poursuivi en particulier au cours de la période qui a précédé la réunion du Conseil des gouverneurs de janvier 2015, reflétant les anticipations des marchés

Graphique 11 Taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

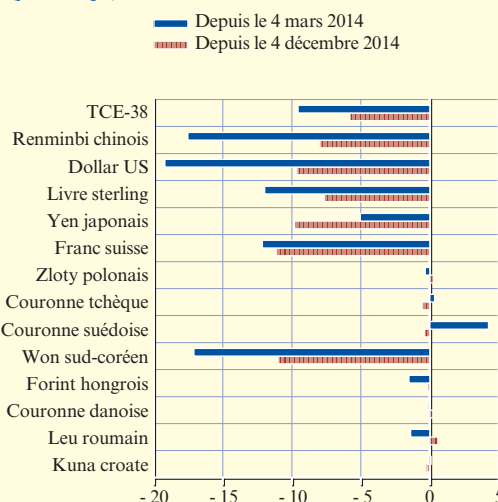
(1^{er} décembre 2008 = 100)

Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 4 mars 2015. 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.

Graphique 12 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(pourcentages)



Source : BCE.

Note : Variations en pourcentage jusqu'au 4 mars 2015. 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.

relatives aux décisions imminentes de politique monétaire. Au total, le taux de change effectif de l'euro s'est établi, début mars, environ 10 % en deçà du niveau enregistré l'année précédente. L'encadré 3 examine les variations récentes du taux de change effectif de l'euro. S'agissant des évolutions bilatérales des taux de change, l'euro a diminué d'environ 10 % vis-à-vis du dollar entre décembre 2014 et début mars 2015. L'euro s'est également fortement déprécié par rapport au franc suisse après l'annonce par la Banque nationale suisse de l'abandon de son taux de change plancher de 1,20 franc suisse pour un euro mi-janvier. La couronne danoise a continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II durant cette période tandis que la Banque nationale du Danemark est intervenue sur les marchés des changes étrangers et a abaissé le taux d'intérêt des certificats de dépôts à cinq reprises. En outre, le 30 janvier, l'émission d'emprunts publics par le Danemark a été suspendue jusqu'à nouvel ordre. Dans le même temps, l'euro s'est nettement apprécié vis-à-vis du rouble russe.

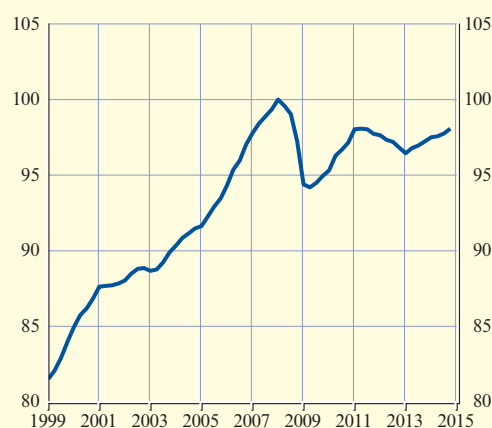
3 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La reprise économique dans la zone euro se raffermir progressivement depuis mi-2014 et les marchés du travail se sont améliorés. De plus, certains facteurs ont apporté récemment un soutien supplémentaire à l'activité de la zone euro. La baisse des prix du pétrole accroît le revenu disponible réel, soutenant ainsi la consommation privée. La dépréciation récente du taux de change de l'euro a favorisé les exportations. Le programme élargi d'achats d'actifs (APP) annoncé récemment devrait encore contribuer à l'assouplissement des conditions de financement et à l'amélioration de l'accès au crédit. L'activité économique devrait donc continuer de se renforcer au cours de 2015 et au-delà, alimentée par la demande tant intérieure qu'extérieure, mais le chômage devrait rester élevé. Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE font état de meilleures perspectives de croissance que celles de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème.

La demande intérieure s'est renforcée au second semestre 2014. Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2014, contre 0,2 % au troisième trimestre. En conséquence, après sept hausses trimestrielles consécutives, le PIB en volume de la zone euro a renoué au quatrième trimestre 2014 avec le niveau observé au premier trimestre 2011, tout en étant inférieur de près de 2 % à son niveau d'avant le début de la crise en 2008 (cf. graphique 13). En outre, la vigueur de la reprise demeure inégale d'un pays à l'autre de la zone euro. Même si aucune ventilation n'était disponible à la date d'arrêt du présent *Bulletin économique*, les indicateurs économiques et les données par pays semblent indiquer que la demande intérieure a continué d'apporter une contribution positive à la croissance au quatrième trimestre 2014. On observe également que la contribution des exportations nettes a été positive, les exportations bénéficiant de la dépréciation de l'euro.

Graphique 13 PIB en volume de la zone euro

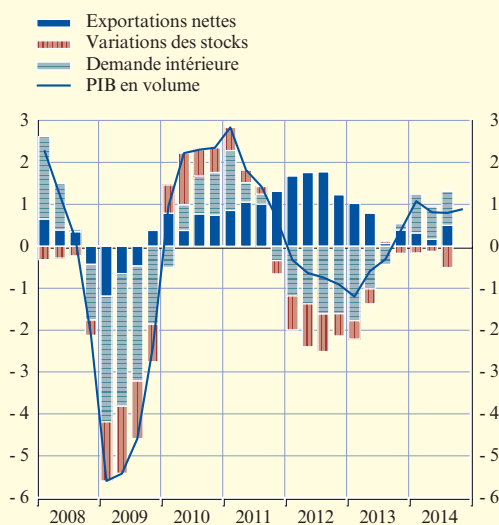
(indice T1 2008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 14 Croissance du PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

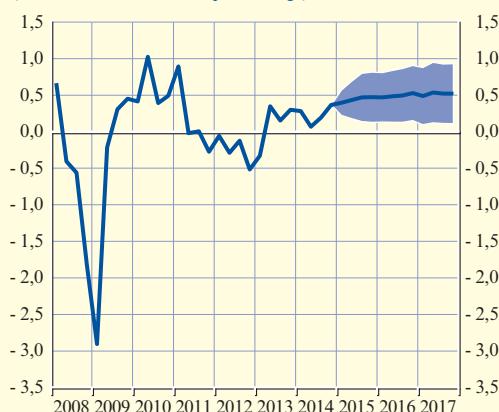
Notes : Les données allant jusqu'au troisième trimestre 2014 sont brutes. La croissance du PIB pour le quatrième trimestre 2014 est évaluée à l'aide de l'estimation rapide, qui est corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrés.

Les bases de la reprise économique actuelle se sont visiblement renforcées ces derniers mois.

Premièrement, la forte baisse des prix du pétrole, qui découle essentiellement de facteurs d'offre, contribue à une hausse importante du revenu disponible réel. Deuxièmement, la demande intérieure continuera de bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire, entraînant la poursuite de l'amélioration des conditions financières, ainsi que de l'assouplissement des conditions de l'offre de crédit. Troisièmement, l'activité dans la zone euro devrait être de plus en plus soutenue par l'affermissement progressif de la demande extérieure et par la dépréciation de l'euro. De plus, des facteurs tels que l'atonie de la demande mondiale et l'ajustement des bilans des secteurs privé et public, qui avaient contribué à la récente période prolongée de très faible croissance du PIB en volume, s'inversent progressivement et exercent une influence plus positive sur l'activité économique dans la zone euro. Dans ce contexte, la confiance des consommateurs et celle des chefs d'entreprise sont à présent sensiblement supérieures à leurs niveaux observés fin 2012.

Graphique 15 PIB en volume de la zone euro (y compris projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publié sur le site internet de la BCE le 5 mars 2015.

Notes : Données corrigées des jours ouvrés. Les fourchettes qui encadrent la projection centrale sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est expliquée dans la publication de la BCE *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009.

Ces évolutions positives se reflètent également dans les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE ¹. La reprise économique dans la zone euro devrait se renforcer progressivement durant les trois années à venir. La demande tant intérieure qu'extérieure devrait apporter des contributions positives à la croissance. Les récentes mesures de politique monétaire de la BCE devraient apporter un soutien significatif à l'activité à court et à moyen terme, par différents canaux. Les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,1 % en 2017 (cf. graphique 15).

La croissance de la consommation s'est accélérée à la fin de 2014. En 2014, la croissance de la consommation privée a largement bénéficié d'une hausse plus soutenue du revenu disponible réel, reflétant le renforcement des revenus salariaux et non salariaux, de la réduction du besoin d'assainissement budgétaire et de la baisse des prix de l'énergie. Après une progression de 0,5 % au troisième trimestre 2014, les indicateurs à court terme font état d'une nouvelle hausse relativement robuste au quatrième trimestre. Par exemple, la croissance du commerce de détail et des immatriculations de voitures a été plus forte au quatrième trimestre qu'au trimestre précédent.

La progression des dépenses de consommation privée devrait rester l'un des principaux facteurs du redressement de l'activité. La consommation privée devrait continuer de bénéficier de l'incidence favorable de la progression salariale résultant de l'augmentation de l'emploi. En outre, l'incidence

¹ Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publiées le 5 mars 2015 sur le site internet de la BCE.

favorable de la baisse des prix de l'énergie sur le revenu disponible réel continuera de soutenir la consommation privée. Toutefois, une partie des gains associés à la baisse des prix du pétrole sera dans un premier temps consacrée à l'épargne, ainsi que l'indique la hausse attendue du taux d'épargne des ménages (cf. encadré 4). Les données d'enquêtes font état de la poursuite d'une dynamique robuste des dépenses de consommation. Par exemple, l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, établi par la Commission européenne, qui fournit une indication assez fiable des évolutions tendancielle de la consommation privée, s'est nettement amélioré en janvier et en février 2015, retrouvant des niveaux d'avant la crise (cf. graphique 16).

Les dépenses d'investissement sont restées faibles au deuxième semestre 2014.

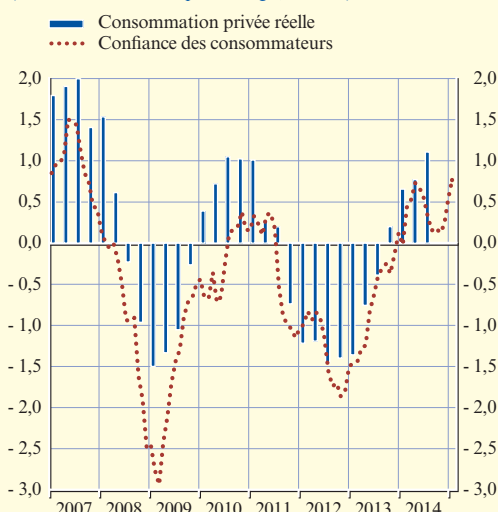
La FBCF de la zone euro a diminué au troisième trimestre 2014, en raison d'une baisse de l'investissement dans la construction, tandis que l'investissement hors construction est resté stable. Au quatrième trimestre 2014, l'investissement total a probablement augmenté quelque peu en rythme trimestriel, reflétant une augmentation de la production de biens d'équipement, une légère hausse de l'utilisation des capacités et un redressement de la confiance dans le secteur des biens d'équipement. S'agissant de l'investissement dans la construction, l'accroissement de la production dans ce secteur, par rapport au troisième trimestre, et l'amélioration des indicateurs de confiance, qui restent toutefois inférieurs à la moyenne, augurent d'une croissance légèrement positive au quatrième trimestre.

La progression des investissements des entreprises devrait s'accélérer en 2015.

L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) s'est amélioré en janvier et en février pour s'établir à un niveau supérieur à celui du trimestre précédent, faisant état d'une éventuelle accélération de l'investissement. Concordant globalement avec les reprises qui ont suivi les précédentes crises financières, le redressement actuel de l'investissement a été faible, entravé par des facteurs persistants tels que la détérioration des bilans dans de nombreux compartiments du secteur des entreprises et la diminution plutôt graduelle de l'incertitude héritée de la crise. Au troisième trimestre 2014, l'investissement est resté inférieur de près de 17 % à son point haut du premier trimestre 2008, ce qui a entraîné une forte baisse du ratio investissement/PIB (cf. graphique 17). Par la suite, le redressement

Graphique 16 Consommation privée et confiance des consommateurs dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; centrées)



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

Graphique 17 Ratio investissement/PIB de la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

des investissements des entreprises devrait s'accélérer, à la faveur du renforcement de la demande extérieure et de la demande intérieure globale, de la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'atonie des investissements, des conditions de financement très favorables, de la dépréciation du taux de change de l'euro et de l'augmentation graduelle des marges bénéficiaires.

En ce qui concerne l'investissement dans la construction, une reprise modérée devrait intervenir à partir de 2015, soutenue par le très bas niveau des taux hypothécaires dans la plupart des pays, l'assouplissement des conditions de financement, le renforcement des prêts aux ménages et l'accélération de la croissance du revenu disponible. Le moindre besoin d'ajustement des marchés de l'immobilier dans certains pays soutiendra également l'investissement résidentiel au fil du temps.

Les exportations nettes devraient apporter une légère contribution positive à la croissance du PIB, les exportations étant soutenues par la demande mondiale et l'affaiblissement du taux de change de l'euro.

Les exportations de biens et services de la zone euro ont augmenté de 1,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014. Au quatrième trimestre 2014, les exportations vers les États-Unis, la Chine et les autres économies asiatiques se sont encore renforcées, tandis que les exportations vers les pays européens hors zone euro et vers l'Amérique latine ont été modérées. Les exportations de la zone euro devraient continuer de progresser en 2015 et au-delà, soutenues par un renforcement progressif de la demande mondiale et la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. Les importations de la zone euro devraient encore s'accroître début 2015 et continuer de se renforcer à moyen terme parallèlement au redressement de la demande intérieure. En conséquence, les exportations nettes ne devraient contribuer que faiblement à la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection.

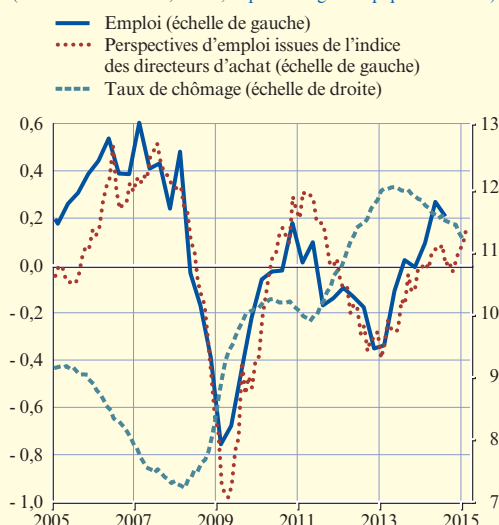
Plusieurs facteurs continuent d'entraver une reprise plus robuste de l'activité globale. Le processus d'ajustement des bilans en cours dans plusieurs secteurs continuera d'exercer des pressions à la baisse sur la demande intérieure. À cet égard, un besoin persistant d'ajustement des marchés de l'immobilier résidentiel, qui se reflète également dans la baisse continue des prix du logement dans plusieurs pays, freine la construction de logements dans ces pays de la zone euro. De plus, l'incertitude persistante, mais en recul, liée à la crise de la dette souveraine en Europe et aux facteurs géopolitiques, continuera de peser sur la reprise. La période prolongée de faible croissance observée dans la zone euro ces dernières années a été associée à la correction des déséquilibres macroéconomiques dans de nombreux pays. Dans ce contexte, l'encadré 5 analyse les résultats du bilan de la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques réalisé en 2015.

Les risques pesant sur les perspectives économiques sont orientés à la baisse, mais ils ont diminué après les décisions de politique monétaire prises récemment et le repli des cours du pétrole.

Les risques à la baisse pour les perspectives d'activité économique incluent une nouvelle hausse des tensions géopolitiques et un regain

Graphique 18 Emploi, perspectives d'emploi issues de l'indice des directeurs d'achat et chômage dans la zone euro

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Note : L'indice des directeurs d'achat est exprimé sous forme d'écart par rapport à 50 et divisé par 10.

de tensions sur les marchés de la dette souveraine dans la zone euro. Ces risques à la baisse ne sont qu'en partie contrebalancés par des risques à la hausse liés à une incidence plus forte que prévu des réformes structurelles et des programmes d'investissement de l'UE sur l'activité.

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'améliore progressivement. Les effectifs employés (cf. graphique 18) ont augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014 (dernière période pour laquelle des données sont disponibles), soit le troisième trimestre consécutif de hausse. Ces hausses reflètent la poursuite de la croissance dans les secteurs des services (notamment les services marchands) et des signes plus récents de stabilisation dans l'industrie et la construction. Dans le secteur de la construction, la modeste croissance des effectifs observée au troisième trimestre reflète la première variation positive de l'emploi en rythme trimestriel depuis le troisième trimestre 2007. Au niveau des différents pays, outre des évolutions favorables sur le marché du travail allemand, la croissance de l'emploi a découlé, dans une large mesure, d'améliorations enregistrées par les pays dont les taux de chômage sont élevés, comme l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Le nombre total d'heures travaillées a également augmenté, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2014, de 0,4 %, là encore un peu plus rapidement que lors des trimestres précédents, après le rebond par rapport à la dernière récession dans la zone euro. Même si les résultats d'enquêtes se situent à des niveaux toujours bas, ils vont néanmoins dans le sens d'une amélioration continue de l'emploi vers la fin de l'année. Les indicateurs prospectifs font également état de nouvelles améliorations de la situation sur le marché du travail.

Le chômage continue de diminuer graduellement à partir de niveaux élevés. Le taux de chômage dans la zone euro s'est inscrit à 11,2 % en janvier 2015, soit 0,6 point de pourcentage de moins qu'un an auparavant, mais encore 1,3 point de pourcentage au-dessus de son point bas d'avril 2011 et 4,0 points de pourcentage au-dessus de son point bas d'avant la crise. Toutefois, les baisses actuelles des taux de chômage concernent maintenant l'ensemble des catégories (jeunes, adultes, hommes et femmes) et la plupart des économies de la zone euro, même si des différences importantes subsistent.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait encore s'améliorer à court et à moyen terme. Tandis que le rebond récent de la croissance de l'emploi est déjà supérieur aux anticipations qu'on aurait pu formuler sur la base des relations historiques, cette croissance devrait se renforcer au cours des prochains trimestres, en raison d'un affermissement de la reprise, reflétant ainsi l'incidence positive des réformes structurelles dans les pays gravement touchés par la crise. Par conséquent, le taux de chômage de la zone euro devrait encore baisser avec la généralisation de la reprise.

4 PRIX ET COÛTS

Des facteurs mondiaux et nationaux expliquent la baisse prolongée de l'IPCH depuis fin 2011, la forte baisse récente des prix du pétrole ayant été le principal facteur à l'origine de l'évolution de l'inflation, qui est devenue négative ces derniers mois. D'après les prix des contrats à terme pour le pétrole, la variation annuelle de l'IPCH devrait rester à des niveaux négatifs ou très faibles au cours des mois à venir. D'après les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE, l'inflation devrait être de 0,0 % en moyenne en 2015, mais augmenter ensuite de façon significative pour atteindre 1,5 % en 2016 puis 1,8 % en 2017. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 0,8 % en 2015 à 1,3 % en 2016 et à 1,7 % en 2017. Les récentes mesures de politique monétaire devraient contribuer à la hausse de l'inflation sur l'horizon de projection et conforter l'ancrage des anticipations d'inflation. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier la transmission des mesures de politique monétaire et les évolutions géopolitiques, ainsi que les variations du taux de change et des prix de l'énergie.

Les résultats des derniers mois en matière d'inflation ont été sensiblement plus faibles que ne l'avaient prévu les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH s'est établie à -0,3 % en février 2015, contre -0,6 % en janvier et -0,2 % en décembre 2014 (cf. graphique 19). Ces résultats plus faibles que prévu s'expliquent essentiellement par la baisse des contributions des prix de l'énergie, les cours du pétrole ayant fortement reculé depuis mi-novembre, date d'arrêt de l'exercice de projection de décembre 2014, qui prenait en compte les prix des contrats à terme sur le pétrole à ce moment-là (cf. graphique 2).

Graphique 19 Hausse de l'IPCH et de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

- Hausse de l'IPCH
- Hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie
- ▲ Projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE relatives à l'inflation
- Projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE relatives à l'inflation hors produits alimentaires et énergie



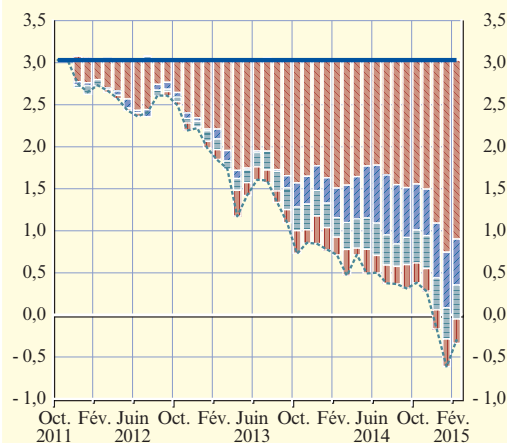
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations pour la hausse de l'IPCH et la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie se rapportent à février 2015 (estimations rapides). Les données des projections correspondent aux moyennes annuelles pour 2015, 2016 et 2017 telles que présentées dans l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE* publié sur le site internet de la BCE le 5 mars 2015.

Graphique 20 Évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH depuis octobre 2011

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

- Indice global – période de base (octobre 2011)
- Services
- Produits manufacturés hors énergie
- Produits alimentaires
- Énergie
- Indice global



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2015 (estimations rapides). Le graphique présente la contribution en points de pourcentage des composantes à la baisse de l'inflation globale depuis le dernier pic enregistré par l'IPCH en octobre 2011.

L'IPCH hors énergie et produits alimentaires se maintient sur une trajectoire globalement stable.

Le faible niveau de l'inflation sous-jacente résulte d'une combinaison de facteurs, notamment les effets différés de la forte appréciation de l'euro jusqu'en mai 2014, le processus d'ajustement des prix relatifs dans certains pays de la zone euro et la faiblesse persistante de la demande des consommateurs et de la capacité des entreprises à imposer leurs prix. Par ailleurs, la diminution des prix du pétrole et des autres matières premières a également exercé des tensions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la baisse des coûts des consommations intermédiaires étant répercutée tout au long de la chaîne des prix ¹.

Les effets directs de la baisse des prix du pétrole ont dominé les évolutions récentes de l'inflation

(cf. graphique 20). La baisse récente des prix du pétrole a probablement été largement répercutée sur les prix avant impôt des combustibles liquides. D'autres effets directs classiques (par les prix de l'électricité et du gaz, par exemple) ont également contribué aux récents chiffres négatifs de l'inflation.

Les prix des produits alimentaires ont également continué de subir des pressions à la baisse. Au cours des derniers mois, les taux annuels d'inflation des prix des produits alimentaires non transformés sont devenus plus négatifs tandis que ceux des produits alimentaires transformés se sont encore ralentis. Ces évolutions reflètent en partie la diffusion, dans la chaîne de production et de prix, des effets indirects des baisses des prix des produits agricoles et des autres matières premières.

L'effet décalé de l'appréciation de l'euro jusqu'en mai 2014 et le recul des cours internationaux des matières premières pèsent encore sur les prix des produits manufacturés hors énergie. Il convient de noter que bon nombre de ces produits, tels que les ordinateurs et les appareils électriques, sont généralement importés ou ont un contenu en importations relativement élevé. De plus, le recul des cours internationaux du pétrole peut exercer des tensions baissières sur les prix des produits manufacturés hors énergie, l'énergie constituant un facteur essentiel de coût dans leur production. Outre des facteurs plus conjoncturels, des évolutions plus structurelles sont peut-être à l'œuvre dans la dynamique d'inflation de ces biens. L'encadré 6 étudie les effets modérateurs potentiels du commerce électronique sur l'inflation.

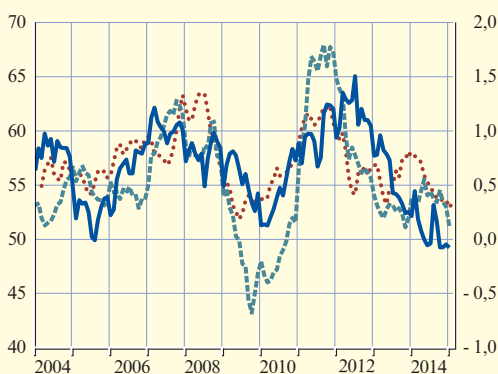
Les tensions s'exerçant en amont sur la composante produits manufacturés hors énergie restent modérées.

La hausse des prix à la production des biens de consommation, qui précède généralement la hausse des prix des biens manufacturés hors énergie de six à douze mois environ, est restée à un faible niveau en janvier 2015. Par ailleurs, les données des enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires ont continué de baisser en janvier 2015 (cf. graphique 21).

Graphique 21 Tensions en amont s'exerçant aux stades ultérieurs de la chaîne des prix pour les produits manufacturés hors énergie

(variations annuelles en pourcentage)

- IPCH – Produits manufacturés hors énergie (échelle de droite)
- Indice des directeurs d'achat – Coûts des consommations intermédiaires dans le commerce de détail hors alimentation (moyenne mobile sur 3 mois ; échelle de gauche)
- Indice des prix à la production – Biens de consommation hors produits alimentaires (échelle de droite)



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2015.

1 Pour un examen plus détaillé des effets indirects, cf. l'encadré intitulé *Les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de décembre 2014.

D'une part, en amont de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix des importations pour les biens intermédiaires a été positif pour le deuxième mois consécutif en raison de la dépréciation de l'euro. D'autre part, les prix à la production des biens intermédiaires, ainsi que les prix en euros du pétrole brut et des autres matières premières, demeurent à des niveaux modérés.

Les évolutions modestes des coûts de main-d'œuvre ont contenu les tensions sur les prix des services.

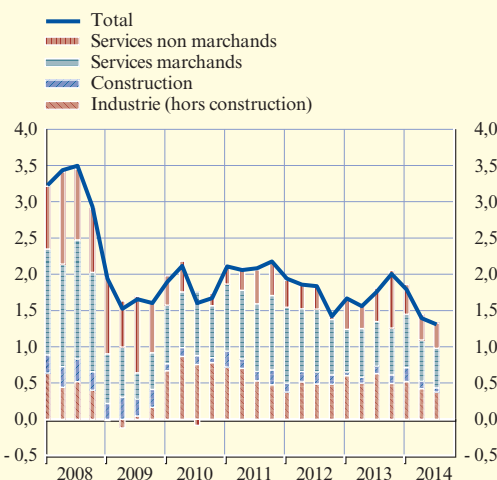
Les coûts de main-d'œuvre constituant généralement une part relativement importante du coût global dans le secteur des services, la croissance modérée des salaires a contribué à maintenir la hausse des prix des services à des niveaux faibles mais globalement stables (cf. graphique 22). La faiblesse de la croissance des salaires et de la hausse des prix des services peut être attribuée à divers facteurs. Elle peut refléter, dans une large mesure, l'ampleur de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie et sur le marché du travail dans la zone euro. En outre, les effets indirects de la baisse des prix du pétrole ont également contribué récemment au recul des prix des services de transport, comme les transports aériens, pour lesquels les carburants constituent un facteur de coût majeur. Par ailleurs, cette faiblesse peut indiquer une augmentation de la flexibilité des prix et des salaires dans certains pays de la zone euro en raison des réformes structurelles réalisées, ces dernières années, sur les marchés du travail et des biens et services (cf. graphique 23).

La possibilité d'effets de second tour imputables à la baisse des prix du pétrole doit être surveillée.

D'une part, la flexibilité accrue des salaires implique que tout ajustement à la baisse risque désormais d'être plus prononcé. D'autre part, la réduction importante de l'indexation automatique des salaires peut entraîner des ajustements à la baisse de la croissance salariale moins marqués qu'auparavant. De plus, les rigidités à la baisse des salaires nominaux persistent encore dans de nombreux pays, rendant plus difficile la diminution des salaires en termes absolus.

Graphique 22 Rémunération par tête par secteurs dans la zone euro

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

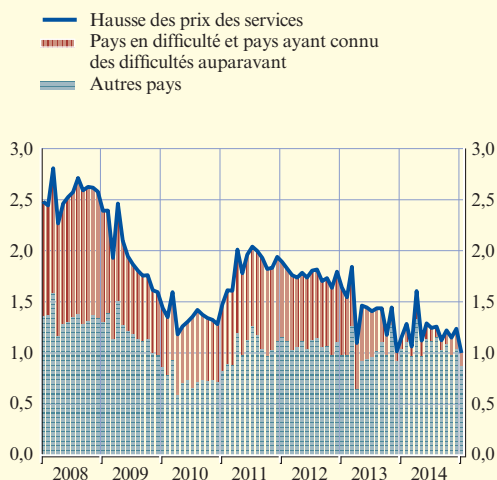


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. Les « services non marchands » couvrent les activités des administrations publiques et des institutions privées sans but lucratif dans des domaines tels que les services au grand public, l'éducation ou la santé. Les « services marchands » sont définis comme le solde restant par rapport au total des services. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2014.

Graphique 23 Hausse des prix des services dans la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

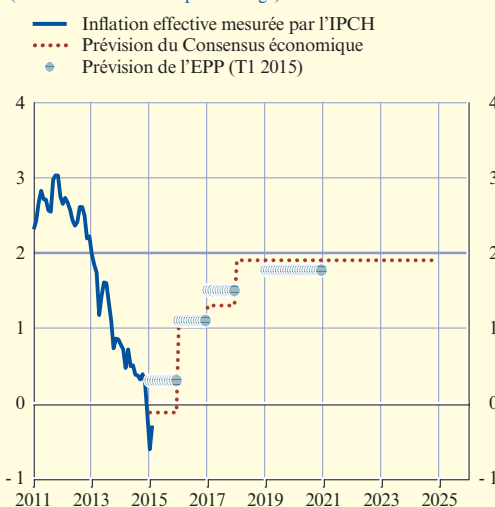
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2015.

Les mesures d'anticipations d'inflation à long terme fondées sur les enquêtes laissent supposer que l'inflation reviendra progressivement à des niveaux proches de 2 % (cf. graphique 24). Faisant suite à la récente baisse des prix du pétrole, les anticipations d'inflation à plus court terme fondées sur les enquêtes sont en nette baisse. Toutefois, la baisse des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les enquêtes a été nettement moins prononcée que celles des anticipations fondées sur les marchés. De manière générale, les anticipations d'inflation semblent avoir diminué en raison de taux d'inflation faibles, dans un contexte de recul des prix du pétrole et des autres matières premières, et d'une croissance atone.

Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont fléchi davantage que celles fondées sur les enquêtes. Le niveau relativement faible de l'inflation dans les anticipations fondées sur les marchés reflète en partie l'incidence des primes de risque d'inflation négatives. Une prime de risque d'inflation négative signifie que les taux des *swaps* indexés sur l'inflation et les points morts d'inflation sont plus faibles que le niveau futur de l'inflation réellement attendue par les intervenants de marché. Un tel scénario se produit lorsque les intervenants de marché anticipent qu'un scénario de baisse de l'inflation est plus vraisemblable qu'un scénario de hausse de l'inflation. En conséquence, la préférence des intervenants de marché en faveur de la détention d'obligations nominales par rapport à celle d'actifs indexés sur l'inflation s'en trouve accrue, le rendement réel des obligations nominales étant relativement favorable dans un tel scénario. La baisse des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les marchés au cours des derniers mois a également été observée aux États-Unis et au Royaume-Uni (cf. graphique 25) et reflète très vraisemblablement un accroissement des primes de risque d'inflation négatives à l'échelle mondiale.

Graphique 24 Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)

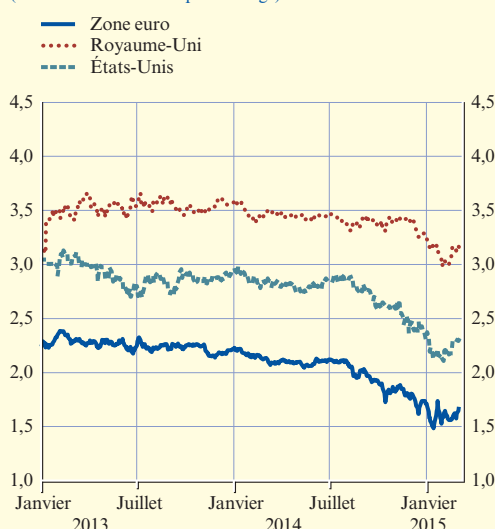


Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Consensus économique, enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et calculs de la BCE.

Note : Les prévisions du Consensus économique ont été publiées en février 2015 pour 2015 et 2016 et en octobre 2014 pour le reste de l'horizon de prévision.

Graphique 25 Taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Les taux des *swaps* indexés sur l'inflation pour le Royaume-Uni sont liés à l'indice des prix pour le commerce de détail de ce pays. Les dernières observations se rapportent au 3 mars 2015.

La hausse de l'IPCH devrait s'établir en moyenne à 0,0 % en 2015, mais s'accroître fortement en 2016 et de nouveau en 2017. Sur la base des informations disponibles mi-février, les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE font ressortir que la hausse de l'IPCH global s'accroîtra, passant de -0,4 % au premier trimestre 2015 à 1,9 % au dernier trimestre 2017, et s'établira en moyenne à 0,0 % en 2015, 1,5 % en 2016 et 1,8 % en 2017 (cf. graphique 26). La remontée attendue de l'inflation mesurée par l'IPCH global reflète un infléchissement attendu des prix de l'énergie, comme l'indique la pente ascendante de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'incidence du repli du taux de change effectif de l'euro et un renforcement net des tensions internes sur les coûts, l'économie se redressant et l'écart de production négatif se comblant rapidement.

Les améliorations sur les marchés du travail et l'atténuation des capacités inutilisées dans l'économie s'accompagnent d'une hausse des tensions internes sur les prix sur l'horizon de projection. La progression en cours de l'emploi et les baisses du taux de chômage devraient soutenir

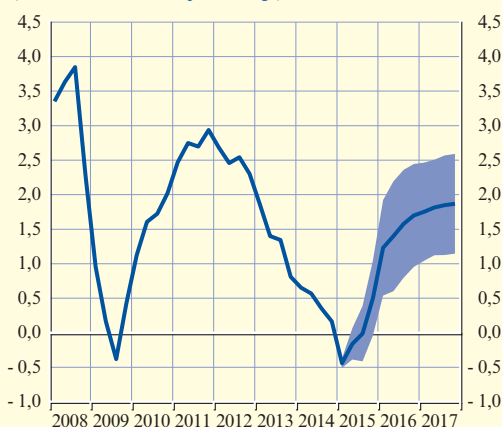
une accentuation progressive de la croissance de la rémunération par tête, les processus d'ajustement de la compétitivité-coût mis en œuvre dans certains pays de la zone euro faisant obstacle à un redressement plus important. Tandis que la croissance de la rémunération par tête se redresse, la reprise à court terme de la productivité qui en résulte implique une stagnation de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre pour les deux prochaines années. En 2017, le rythme de progression de la rémunération par tête devrait légèrement dépasser celui de la productivité, des rattrapages de salaires étant à prévoir dans certains pays en raison de la reprise économique en cours après des années de modération salariale. Après une baisse en 2015, les marges bénéficiaires devraient augmenter sur le reste de l'horizon de projection avec le net redressement de la productivité et le renforcement de l'activité économique.

Les mesures de politique monétaire non conventionnelles devraient contribuer à une hausse de l'inflation sur l'horizon de projection sous l'effet de tensions d'origine interne et externe sur les prix. L'incidence favorable des récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles sur la croissance du PIB en volume et le comblement plus rapide de l'écart de production qui en a résulté devraient favoriser la croissance des marges bénéficiaires ainsi que des salaires. L'incidence à la baisse de ces mesures sur le taux de change de l'euro se traduit par des tensions supplémentaires d'origine externe sur les prix par le canal du taux de change. De plus, les répercussions favorables sur la confiance issues de ces mesures devraient contribuer à stabiliser les anticipations d'inflation.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé qu'il suivrait attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Une attention particulière sera accordée à la transmission des mesures de politique monétaire et aux évolutions géopolitiques ainsi qu'aux variations du taux de change et des prix de l'énergie.

Graphique 26 IPCH de la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publié sur le site internet de la BCE le 5 mars 2015.

Note : Les fourchettes présentées autour des projections centrales sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est expliquée dans la publication de la BCE *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009.

5 MONNAIE ET CRÉDIT

La croissance annuelle de l'agrégat large (M3) s'est encore redressée, mais reste néanmoins modérée. Dans le même temps, la progression annuelle des prêts s'est accentuée, confirmant un retournement de la dynamique des prêts début 2014. Les contraintes pesant sur l'offre de crédit s'atténuent progressivement et la demande de prêts s'améliore. Au total, les évolutions récentes indiquent que les mesures de politique monétaire de la BCE contribuent à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et à assouplir les critères d'octroi des crédits bancaires.

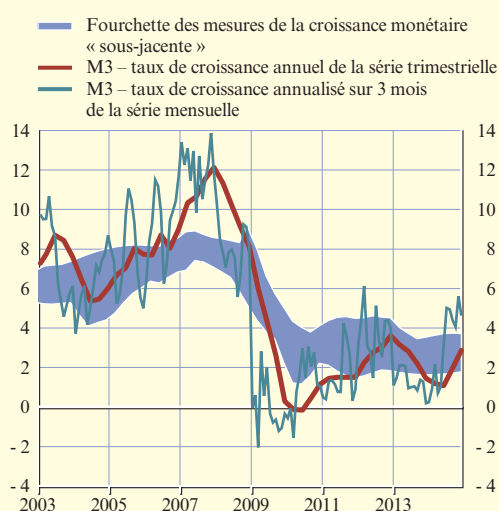
Dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt, la dynamique de la monnaie et des prêts s'est encore améliorée. Par rapport au troisième trimestre 2014, les indicateurs monétaires signalent des évolutions positives. Celles-ci se manifestent également dans l'offre et la demande de crédit bancaire. Toutefois, la progression des prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) demeure historiquement faible et la fragmentation des taux débiteurs bancaires largement répandue dans la zone euro.

Les données récentes indiquent un redressement de la croissance sous-jacente de M3, qui demeure toutefois modérée. Le taux de croissance annuel de M3 s'est accentué à 2,9 % au quatrième trimestre 2014 et à 4,1 % en janvier 2015, après 2,0 % au troisième trimestre et un creux de 0,8 % en avril 2014 (cf. graphique 27). La croissance annuelle de M3 continue d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 enregistrant une progression annuelle soutenue de 6,7 % au quatrième trimestre 2014 et de 9,0 % en janvier 2015 (après 5,7 % au troisième trimestre).

Les détenteurs de monnaie privilégient les dépôts à vue. Le contexte de très bas niveau des taux d'intérêt continue d'inciter les détenteurs de monnaie à privilégier les placements en dépôts à vue inclus

Graphique 27 M3 et M3 sous-jacent

(variations annuelles en pourcentage)

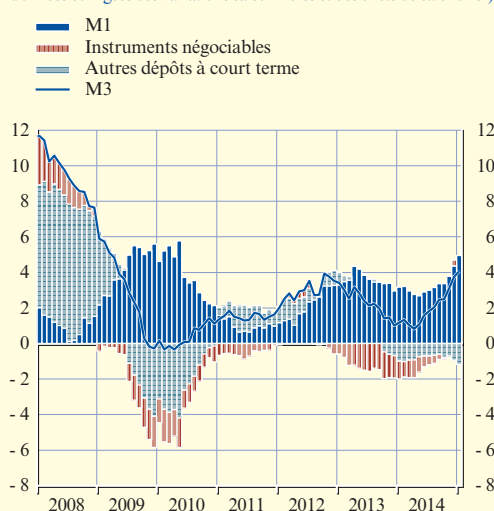


Source : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des mesures de la croissance monétaire sous-jacente comprend un filtre univarié et un filtre multivarié de la croissance monétaire, une mesure reposant sur un modèle factoriel dynamique intégrant un grand nombre de variables monétaires, une mesure de la croissance de M3 corrigée du cycle reposant sur un modèle BVAR et l'exclusion d'une mesure (estimation des dépôts de M3 détenus par les ménages).

Graphique 28 M3 et ses composantes

(contributions à la variation annuelle en pourcentage de M3 ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

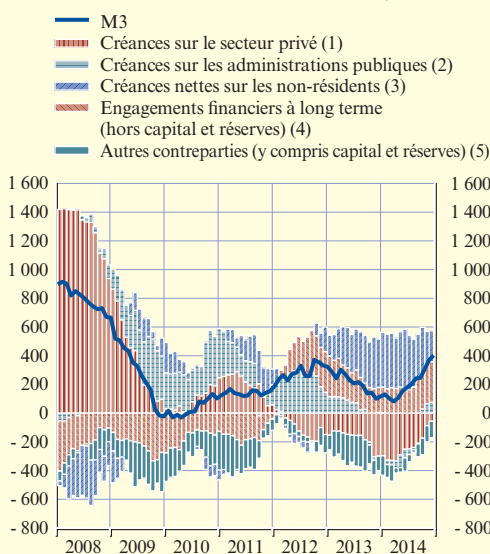
dans M3. M1 a bénéficié de la croissance soutenue des dépôts à vue détenus par les ménages ainsi que par les SNF (cf. graphique 28). La préférence du secteur détenteur de monnaie pour les actifs les plus liquides, en particulier les dépôts à vue, témoigne de la poursuite de la constitution de volants de liquidité. Le niveau faible (et en baisse) de la rémunération d'actifs monétaires moins liquides a contribué à la poursuite de la contraction des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue. En outre, le taux de variation des instruments négociables (M3-M2), qui ont un poids relativement faible dans M3, a été moins négatif, devenant même positif à la fin du quatrième trimestre 2014. En particulier, les titres de créance à court terme émis par les institutions financières monétaires (IFM) sont restés orientés à la baisse jusqu'au quatrième trimestre 2014, mais leur taux de croissance annuel est devenu positif vers la fin de l'année.

Les transactions extérieures continuent de soutenir la croissance de la monnaie au sens large.

Une évaluation des contreparties de M3 (cf. graphique 29) montre que leur dynamique est essentiellement déterminée par des avoirs extérieurs nets et des arbitrages de portefeuille au détriment des engagements financiers à long terme, le retournement de la dynamique des prêts constituant également un facteur positif. Par rapport au pic qu'elle avait atteint mi-2014, la contribution de la position extérieure nette du secteur des IFM s'est fortement atténuée au quatrième trimestre 2014, demeurant toutefois positive grâce à l'excédent élevé du compte des transactions courantes. Cette modération reflète probablement l'anticipation par les marchés d'une baisse de rendement future des actifs de la zone euro, en particulier parmi les investisseurs institutionnels. La nouvelle baisse du taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie, qui est ressorti à -4,8 % au quatrième trimestre 2014 et à -5,7 % en janvier 2015, après -3,4 % au troisième trimestre, a également été un facteur de soutien.

Graphique 29 Contreparties de M3

(flux annuels ; montants en milliards d'euros ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

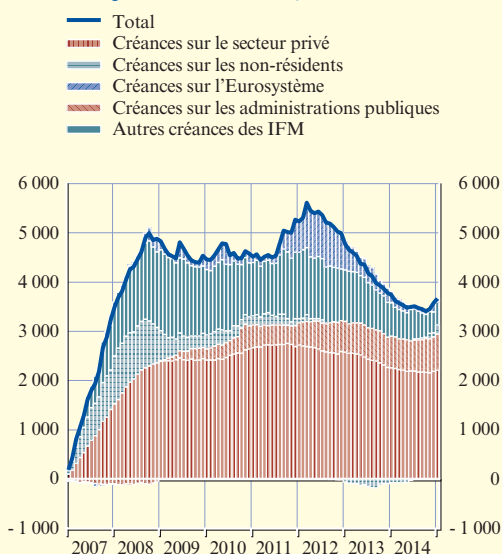


Source : BCE.

Notes : M3 est indiqué à titre de référence uniquement ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur des IFM, ils sont représentés avec un signe négatif.

Graphique 30 Principaux actifs des IFM de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés depuis 2007, données corrigées des effets saisonniers)



Source : BCE.

Notes : Secteur des IFM déclarantes hors Eurosystème. Le total se rapportant aux principaux actifs des IFM, certaines catégories d'actifs sont exclues.

Les banques ont augmenté la taille de leurs bilans au quatrième trimestre 2014, pour la première fois depuis mi-2012 (cf. graphique 30). Entre fin 2011 et avril 2014, le processus de désendettement des banques a entraîné une réduction de 6 % environ de leur actif total. Ce processus a conduit les IFM à réduire leurs activités de prêt vis-à-vis du secteur privé. Il fait suite à une période de forte expansion des bilans bancaires : entre 2005 et 2012, l'actif total des institutions financières monétaires a fortement augmenté, atteignant un point haut de 33 700 milliards d'euros (3,55 fois le PIB de la zone euro), soit une hausse de plus de 60 points de pourcentage du PIB.

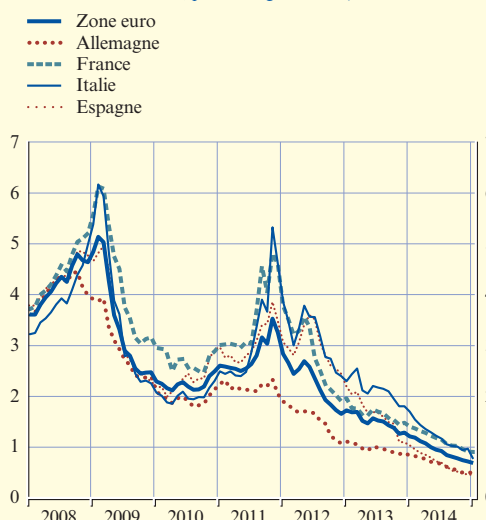
Les processus d'ajustement sont demeurés une caractéristique du secteur bancaire au quatrième trimestre 2014. Comme le montrent les résultats de l'évaluation complète menée par la BCE (en octobre 2014), les banques de la zone euro ont consacré d'importants efforts au renforcement de leurs bilans. Elles ont amélioré leurs ratios de fonds propres en partie grâce au renforcement des émissions d'actions, mais également par le biais d'un

processus de désendettement et d'un durcissement des conditions d'attribution des prêts (durcissement des critères d'octroi, écarts de taux plus importants sur les prêts). Cette importance accordée aux ajustements de bilan et les progrès substantiels récemment accomplis s'agissant des ratios de fonds propres ont permis de poser les conditions d'une amélioration durable du canal du crédit bancaire de la politique monétaire. Néanmoins, la rentabilité bancaire demeure faible, ce qui est susceptible de limiter la capacité des banques à accroître leur activité de prêt si la demande de crédits devait connaître un rebond plus marqué et d'atténuer la répercussion d'une diminution des coûts du financement bancaire sur les taux débiteurs de banques.

Les coûts de financement des banques se sont encore améliorés au quatrième trimestre 2014. La baisse des coûts du financement bancaire est liée au train de mesures d'assouplissement du crédit (les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP)). Le caractère favorable des conditions de financement bancaire se reflète dans les rendements des obligations bancaires non garanties, qui sont revenus à des niveaux historiquement bas au quatrième trimestre 2014 (cf. graphique 31), s'établissant en moyenne à 0,69 % en janvier 2015. Le coût des dépôts bancaires a encore diminué, mais aucun élément n'indique, pour le moment, de mouvement général en territoire négatif en raison du taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE. Dans l'ensemble, l'indicateur composite du coût du financement bancaire continue de baisser dans un contexte de remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. Le caractère modéré de l'activité d'émission de dette reflète sans doute les évolutions du côté de l'offre, les banques ayant consolidé leurs bilans bancaires et bénéficié des TLTRO de la BCE. En outre, l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>) montre que l'accès des banques au financement s'est amélioré pour l'ensemble des principaux instruments du marché, en particulier s'agissant des nouvelles émissions de titres de créance ; parallèlement, les banques ont fait état d'une légère détérioration, en termes nets, de leur accès aux dépôts à long terme et à d'autres instruments du financement de détail.

Graphique 31 Coût composite du financement par endettement des banques

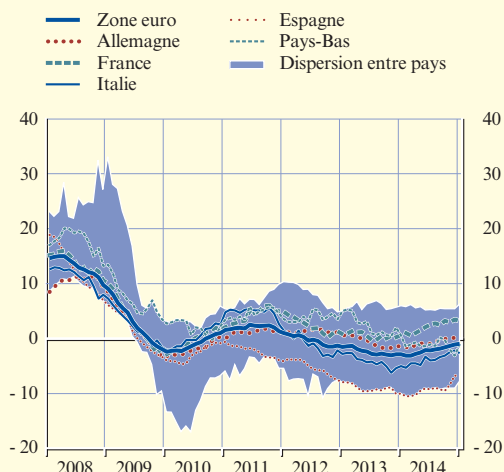
(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; pourcentages annuels)



Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE.
Notes : Moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt et du coût du financement par endettement de marché pondérés par les encours correspondants.

Graphique 32 Prêts des IFM aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

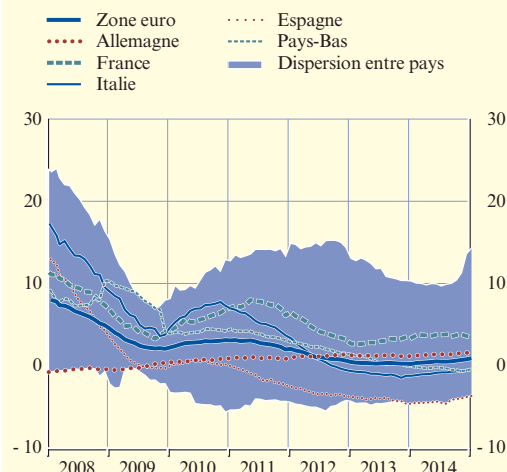


Source : BCE.

Notes : Données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les flux sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation à partir de janvier 2009.

Graphique 33 Prêts des IFM aux ménages dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les flux sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation à partir de janvier 2009.

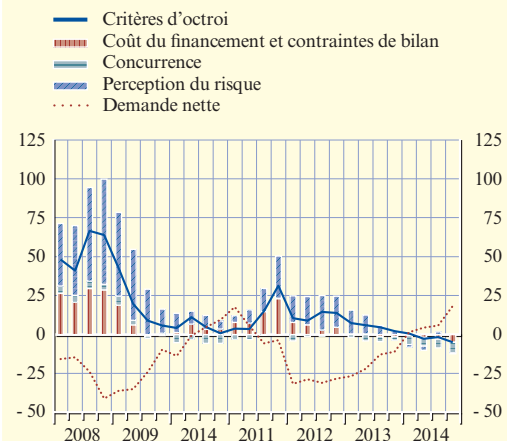
Les données récentes confirment l'inversion de la dynamique des prêts au premier trimestre 2014.

La contraction des prêts consentis par les banques au secteur privé s'est encore atténuée. En données corrigées des cessions et de la titrisation, la croissance annuelle des concours des IFM au secteur privé a poursuivi son redressement au quatrième trimestre de l'année dernière (s'établissant à -0,3 %, après -0,9 % au troisième trimestre) et en janvier (0,5 %).

En particulier, le recul des prêts aux SNF a continué de se ralentir (cf. graphique 32), tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est stabilisée à des niveaux positifs (cf. graphique 33). Ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux débiteurs des banques observée dans certaines parties de la zone euro depuis l'été 2014, ainsi que par des signes d'amélioration à la fois de l'offre et de la demande de prêts bancaires. Bien que la morosité du climat économique et le caractère historiquement restrictif des conditions d'octroi des crédits continuent de peser sur l'offre de crédit, les récentes campagnes d'enquête sur la distribution du crédit bancaire confirment le diagnostic d'une atténuation progressive des tensions qui affectent l'offre de crédit et font état d'une hausse de la demande de prêts. En effet, l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire montre que la concurrence accrue entre les banques a contribué à un assouplissement des critères d'octroi au quatrième trimestre 2014,

Graphique 34 Facteurs contribuant à un durcissement des critères d'octroi de prêts aux SNF et demande nette

(pourcentages nets moyens par catégorie)

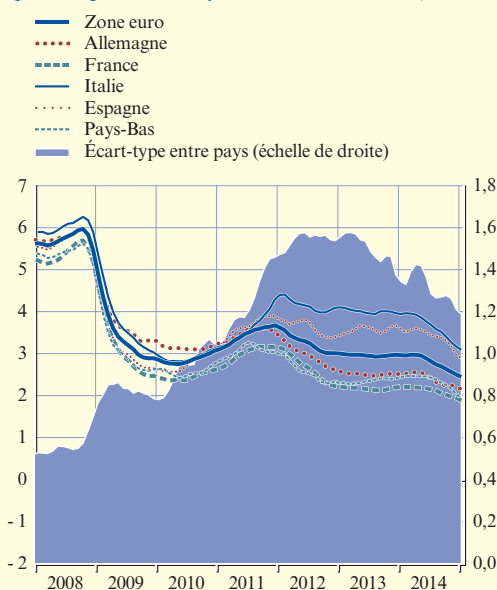


Source : BCE.

Notes : La perception du risque est une moyenne non pondérée des « anticipations concernant l'activité économique » et des « perspectives d'évolution du marché de l'immobilier résidentiel » ; la concurrence une moyenne non pondérée de la « concurrence des autres banques » et de la « concurrence des non-banques ».

Graphique 35 Indicateur composite
du coût d'emprunt pour les SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

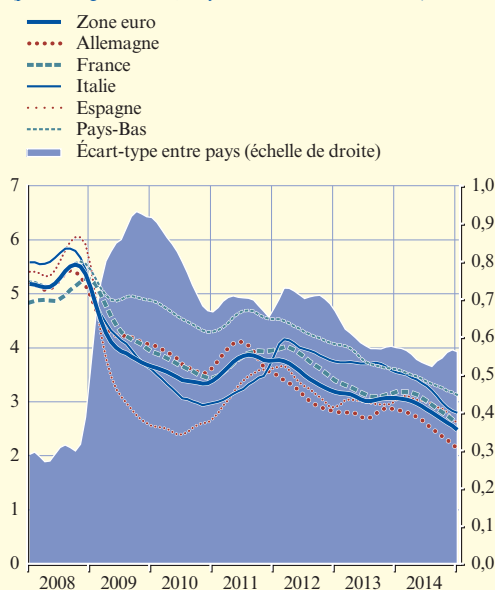


Source : BCE.

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

Graphique 36 Indicateur composite
du coût d'emprunt pour les prêts au logement
consentis aux ménages

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

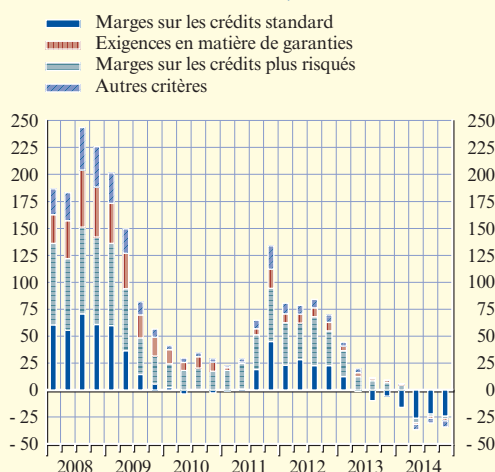
Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro.

qui a coïncidé avec un redressement de la demande de prêts des entreprises (cf. graphique 34).

La diminution des coûts du financement bancaire se répercute progressivement sur les taux débiteurs des banques. Depuis le second semestre 2012, les banques de l'ensemble des pays de la zone euro voient le coût du financement par endettement diminuer progressivement. Cette évolution positive est liée aux mesures conventionnelles et non conventionnelles prises par la BCE afin de renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire. Même si l'amélioration des coûts du financement des banques n'a été répercutée que lentement sur les emprunteurs, sous la forme d'une réduction des taux débiteurs, d'importants progrès ont été réalisés à cet égard au second semestre 2014, l'indicateur composite du coût d'emprunt pour les ménages et les sociétés non financières dans l'ensemble des pays de la zone euro ayant diminué de 40 points de base environ (cf. graphiques 35 et 36).

Graphique 37 Modifications des critères d'octroi
de prêts ou de lignes de crédit aux entreprises

(pourcentages nets de banques faisant état d'une contribution à un durcissement des critères d'octroi)



Source : BCE.

Note : Les autres critères sont une moyenne non pondérée des « frais autres que les intérêts », du « montant du prêt ou de la ligne de crédit », des « clauses de révision contractuelles » et de la « durée ».

La croissance globale du financement externe des sociétés non financières de la zone euro s'est un peu renforcée fin 2014.

Les données relatives aux émissions de titres pour décembre 2014 confirment les données précédentes faisant état d'une reprise des émissions de titres de créance et d'actions par les SNF, après la faiblesse observée au troisième trimestre. Le redressement du financement externe a continué d'être soutenu par des flux moins négatifs au titre des prêts bancaires. Le coût nominal du financement externe non bancaire pour les SNF de la zone euro a encore diminué au cours des deux premiers mois de 2015, sous l'effet de la contraction du coût de la dette de marché et du coût des fonds propres, elle-même principalement attribuable au programme étendu d'achats d'actifs (cf. section 2).

Les écarts de taux débiteurs entre les différents pays ont commencé à se resserrer.

Le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté en juin 2014 a manifestement favorisé un resserrement de la dispersion des coûts d'emprunt entre les différents pays. Les pays de la zone euro où l'on constate actuellement une faiblesse des prêts aux SNF ont également connu des baisses particulièrement prononcées des taux appliqués par les banques à ces prêts. L'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire fait également état d'un nouvel assouplissement des conditions d'attribution de prêts nouveaux aux SNF, notamment sous la forme d'un nouveau resserrement des marges sur les crédits standard (cf. graphique 37). De plus, en dépit de quelques évolutions très encourageantes des conditions d'attribution des crédits dans l'ensemble de la zone euro, les critères d'octroi demeurent hétérogènes d'un pays et d'un secteur à l'autre.

6 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Une poursuite de l'assainissement budgétaire est attendue. Toutefois, un ajustement structurel supplémentaire s'avérera nécessaire afin de placer fermement le ratio de la dette sur une trajectoire décroissante. En outre, pour renforcer la confiance dans le cadre budgétaire européen, il importe que le Pacte de stabilité et de croissance soit mis en œuvre intégralement et de façon cohérente. En particulier, la règle relative à la dette risque d'être mise sur la touche.

Le déficit budgétaire agrégé de la zone euro devrait continuer de se réduire. Les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient un recul régulier du ratio de déficit agrégé des administrations publiques, de 2,6 % du PIB en 2014 à 1,5 % du PIB en 2017 (cf. tableau 1). En 2014, l'assainissement budgétaire a été principalement attribuable à l'amélioration cyclique de l'économie de la zone euro, se traduisant en particulier par une hausse des recettes de la fiscalité indirecte induite par une augmentation de la consommation privée. S'agissant des évolutions à venir, l'embellie cyclique devrait se poursuivre, ce qui contribuerait à réduire encore le ratio de déficit budgétaire. Les perspectives budgétaires se sont légèrement améliorées depuis les projections de décembre 2014, grâce également à la baisse des paiements d'intérêts.

Le ratio de la dette publique globale aurait atteint un pic en 2014. Selon les projections de mars 2015, le ratio de la dette de la zone euro aurait augmenté pour ressortir à 91,7 % du PIB en 2014, en raison d'un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance défavorable et de l'effet d'accroissement de la dette lié à l'ajustement dette-déficit, qui découlait largement des mesures de soutien au secteur financier. À partir de 2015, le ratio de la dette de la zone euro devrait se contracter pour revenir à 87,9 % du PIB fin 2017. Ce repli, qui est légèrement plus marqué que prévu dans les projections de décembre, s'explique essentiellement par l'amélioration des soldes primaires, le renforcement de la croissance économique et le bas niveau des taux d'intérêt.

L'orientation budgétaire devrait être globalement neutre. Après plusieurs années de resserrement important de la politique budgétaire, l'ajustement budgétaire structurel a été modeste en 2014 et, pour l'avenir, les projections ne tablent que sur de nouveaux progrès limités d'ici 2017. Un assainissement supplémentaire s'avérera nécessaire au cours des prochaines années pour placer fermement le ratio de la dette sur une trajectoire décroissante. En particulier, certains États de la zone euro devront adopter de nouvelles mesures structurelles pour respecter le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Dans sa communication de novembre 2014, la Commission européenne a estimé que les projets de plans budgétaires de sept pays présentaient un risque de non-conformité par rapport au PSC. S'agissant de la Belgique, de la France et de l'Italie, la Commission a publié le 27 février des évaluations de suivi détaillées concernant la mise en œuvre du PSC (pour une évaluation, cf. encadré 7).

Tableau 1 Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Recettes totales	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Dépenses totales	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
dont :						
c. Paiements d'intérêts	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Dépenses primaires (b - c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Solde budgétaire (a - b)	- 3,6	- 2,9	- 2,6	- 2,3	- 1,9	- 1,5
Solde budgétaire primaire (a - d)	- 0,6	- 0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 3,4	- 2,2	- 1,9	- 1,8	- 1,8	- 1,7
Solde budgétaire structurel	- 3,1	- 2,2	- 1,9	- 1,8	- 1,7	- 1,7
Endettement brut	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Pour mémoire : PIB en volume						
(variations en pourcentage)	- 0,7	- 0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE.

Notes : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro, y compris la Lituanie (également pour la période antérieure à 2015). Les données sont conformes à celles présentées dans l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publié le 5 mars 2015. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

ENCADRÉS

Encadré I

ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DE L'INFLATION AMÉRICAINE AVEC LA COURBE DE PHILLIPS

La récente baisse de l'inflation a constitué un phénomène généralisé, dans l'ensemble des grandes économies avancées, en dépit de différences relatives à la position dans le cycle conjoncturel. Aux États-Unis, malgré la robuste reprise de l'activité économique observée actuellement, l'inflation a été faible au cours des deux dernières années. L'inflation globale et l'inflation hors produits alimentaires et énergie sont ressorties en moyenne à 1,4 % et 1,5 %, respectivement, depuis 2012, ce qui implique que les prix n'ont pas été très sensibles au redressement de plus en plus soutenu du marché du travail et, plus généralement, de la croissance économique. Cet encadré réévalue la relation empirique entre l'inflation et l'atonie du marché du travail, communément décrite par la courbe de Phillips, et examine le rôle d'autres déterminants importants des perspectives d'inflation aux États-Unis.

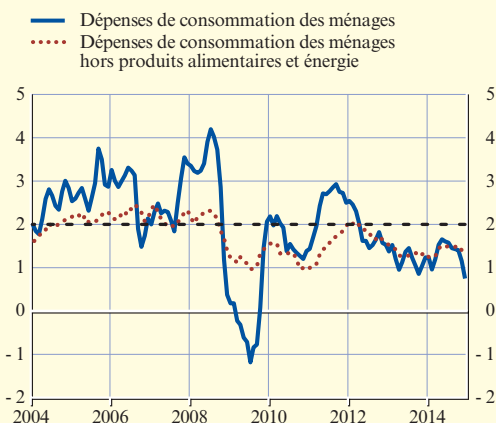
L'inflation annuelle aux États-Unis, mesurée par le déflateur de la dépense de consommation des ménages, s'est établie à 1,9 % en moyenne au cours de la dernière décennie, niveau globalement conforme à la cible d'inflation à long terme du Comité fédéral de l'open market. Toutefois, elle a présenté d'importantes fluctuations autour de cette valeur moyenne, notamment sous l'effet des variations des prix des produits alimentaires et de l'énergie, dépassant 4 % en rythme annuel mi-2008, pour s'inscrire ensuite en territoire négatif début 2009, lorsque les cours du pétrole ont fortement chuté en réaction à la crise économique mondiale (cf. graphique A). Hors produits alimentaires et énergie, le déflateur de la dépense de consommation des ménages est demeuré globalement plus stable au cours de la dernière décennie, ne fléchissant que modérément durant la récente récession.

La courbe de Phillips traditionnelle suggère une relation inverse entre l'inflation et le niveau de capacités de production inutilisées dans l'économie. Afin de rendre compte du rôle des anticipations, les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes ou les valeurs retardées de l'inflation (intégrant les anticipations dites adaptatives ou le phénomène de persistance de l'inflation) sont également souvent incluses. Dans les courbes de Phillips augmentées, la relation comporte des variables supplémentaires, telles que les taux de change et les cours des matières premières ou les prix à l'importation, afin de prendre en compte les aspects liés à l'ouverture de l'économie et à l'offre¹.

L'évaluation de l'ampleur de la capacité inutilisée sous-jacente d'une économie étant soumise à un degré élevé d'incertitude, il est courant d'utiliser une large gamme d'indicateurs².

Graphique A Évolution de l'inflation aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



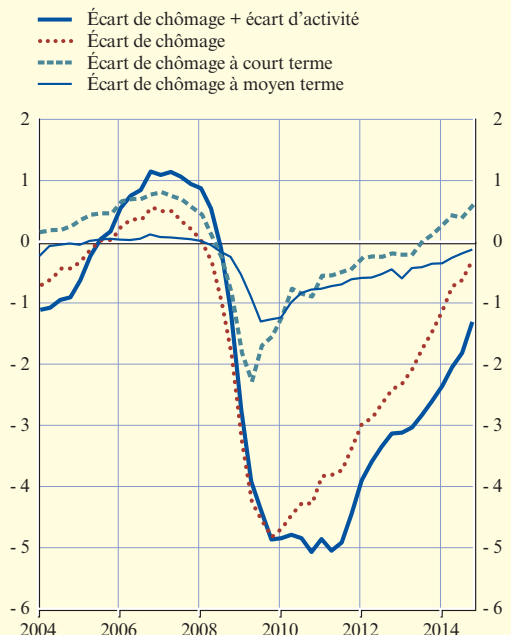
Sources : Bureau de statistiques sur l'emploi (*Bureau of Labor Statistics*) et Bureau de la recherche économique (*Bureau of Economic Analysis*).
Note : La ligne horizontale en pointillés représente la cible d'inflation à long terme du Comité fédéral de l'open market.

1 Des variables relatives à la productivité sont également parfois incluses dans la courbe de Phillips. Cf. le modèle du triangle de R. Gordon, *The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery*, NBER Working Paper Series, n°19390, 2013.
2 Il existe actuellement un degré élevé d'incertitude concernant l'ampleur de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail américain, qui reflète en partie une baisse importante du taux d'activité, ce qui entraîne de vifs débats concernant les rôles respectifs des facteurs conjoncturels et structurels. Cf. également l'encadré 1 intitulé *Le taux de chômage est-il un bon indicateur des évolutions du marché du travail aux États-Unis ?* du *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2014.

Le graphique B présente quatre de ces mesures : (a) l'écart de chômage (*unemployment gap*), défini comme la différence entre le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (*non-accelerating inflation rate of unemployment* – NAIRU) et le taux de chômage ; (b) l'écart de chômage à court terme, défini comme la différence entre la moyenne à long terme du taux de chômage d'une durée inférieure ou égale à 26 semaines et les données observées de la série ; (c) l'écart de chômage à moyen terme, c'est-à-dire la différence entre la moyenne à long terme du taux de chômage d'une durée comprise entre 27 et 51 semaines et les données observées de la série ; et (d) la somme de l'écart de chômage et de l'écart d'activité, ce dernier étant défini comme l'écart entre le taux d'activité structurel et le taux observé³. Tandis que l'écart de chômage à court terme suggère que le sous-emploi avait déjà été éliminé au troisième trimestre 2013, les écarts de chômage standard et à moyen terme indiquent qu'il s'est globalement dissipé fin 2014. Par contre, les écarts de taux d'activité et de chômage cumulés dénotent l'existence d'un degré élevé de sous-utilisation des capacités sur le marché du travail aux États-Unis fin 2014.

Graphique B Mesures de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail

(en pourcentage)



Sources : Bureau de statistiques sur l'emploi (*Bureau of Labor Statistics*), *Congressional Budget Office* et calculs de la BCE.

Note : Le Nairu et les taux d'activité potentiels se fondent sur les estimations annuelles établies par le *Congressional Budget Office*, interpolées par les services de la BCE.

Les courbes de Phillips sont communément utilisées pour analyser et expliquer l'évolution de l'inflation aux États-Unis. Si certains observateurs ont été surpris que l'inflation ne diminue pas plus fortement durant la récente récession étant donné la sévérité et la durée de la dernière récession américaine (ce que l'on appelle habituellement le « mystère de la déflation manquante »)⁴, les modèles de courbe de Phillips estimée avec les quatre mesures alternatives de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail, l'inflation retardée et les prix à l'importation rendent compte de la dynamique de l'inflation depuis 2008 de manière assez satisfaisante. Le graphique C retrace les prévisions relatives au déflateur de la dépense de consommation des ménages, sur la base des données observées relatives à la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail et aux prix à l'importation. Durant la récession américaine, les prévisions s'établissaient au-dessus des taux d'inflation observés, principalement en raison de la hausse des prix des importations et du pétrole jusqu'à l'été 2008. En revanche, à partir de fin 2009, l'inflation a évolué de façon globalement conforme à la fourchette de prévision du modèle, se situant cependant à son extrémité la plus basse⁵. Le fait que la baisse de l'inflation n'ait pas été plus prononcée durant la récession est probablement lié à la persistance de l'inflation et à la hausse des

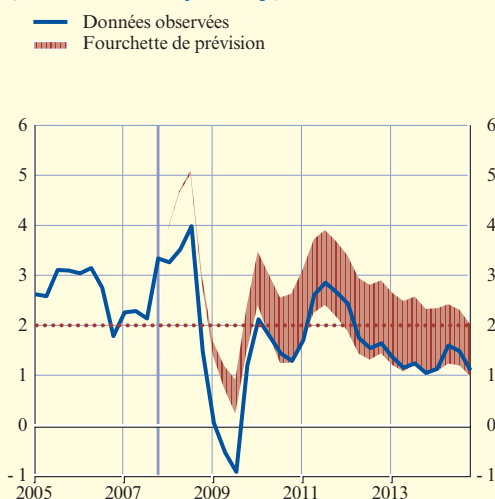
3 Les évolutions observées des taux d'activité découlent de facteurs (structurels) à long terme, principalement les évolutions démographiques, ainsi que des évolutions conjoncturelles, par exemple liées aux travailleurs découragés quittant temporairement la population active face à des perspectives économiques atones. Pour plus de détails, cf. *Slack in the labor market in 2014*, *Congressional Budget Office*, 2 septembre 2014.

4 Cf., par exemple, L. Ball et S. Mazumder, *Inflation Dynamics and the Great Recession*, *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps 2011.

5 Cette situation pourrait provenir du fait que la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail a été plus prononcée durant la reprise économique en cours que ne l'indiquaient certaines des diverses mesures utilisées. Par exemple, Janet Yellen, présidente du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, a remarqué que « la baisse du taux de chômage [...] exagère quelque peu l'amélioration de la situation globale sur le marché du travail », cf. J. Yellen, *Labor Market Dynamics and Monetary Policy*, discours prononcé au symposium économique de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 août 2014.

**Graphique C Prévisions hors échantillon du déflateur
de la dépense de consommation des ménages**

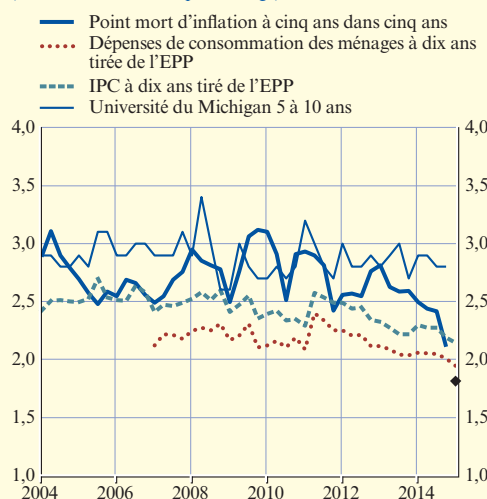
(variations annuelles en pourcentage)

Sources : Bureau de la recherche économique (*Bureau of Economic Analysis*) et calculs des services de la BCE.

Note : Les prévisions hors échantillon dynamiques s'étendent du premier trimestre 2008 au quatrième trimestre 2014, la fourchette de prévisions étant dérivée de quatre modèles différents de courbes de Phillips augmentées des prix à l'importation et, selon les cas, comme mesure de la sous-utilisation des capacités, de l'écart de chômage, de l'écart à court terme, de l'écart à moyen terme ou des écarts de chômage et d'activité cumulés.

**Graphique D Mesures à long terme
des anticipations d'inflation**

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, Université du Michigan, enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et Bloomberg.

Notes : Le point mort d'inflation se rapporte à l'inflation mesurée par l'IPC ; les anticipations d'inflation tirées de l'EPP se rapportent à l'inflation relative à la dépense de consommation des ménages ou à l'inflation mesurée par l'IPC à dix ans ; les anticipations de l'Université du Michigan ne sont pas liées à un indice de prix particulier. Les anticipations d'inflation fondées sur le marché pour le premier trimestre 2015 sont établies sur la base d'une moyenne des données quotidiennes jusqu'en février 2015.

prix à l'importation, qui ont contrebalancé la forte augmentation de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail. Le renforcement de la crédibilité de la banque centrale, qui s'est traduit par une consolidation de l'ancrage des anticipations d'inflation dans le temps, et l'existence de rigidités à la baisse des salaires nominaux ont également été mis en avant dans la littérature pour expliquer pourquoi l'inflation pourrait avoir été moins sensible que dans le passé à l'atonie de l'économie.

Dans l'avenir, les tensions inflationnistes ne devraient s'accroître que progressivement aux États-Unis, les pressions à la hausse liées au redressement en cours de l'activité économique étant susceptibles d'être partiellement compensées à court terme par les évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

Sur fond de renforcement de la croissance économique aux États-Unis (cf. Section 1), le redressement du marché du travail s'est récemment accéléré. Cette évolution devrait graduellement se traduire par des tensions accrues sur les prix et les salaires au fil du temps. Toutefois, d'autres facteurs devraient exercer des effets compensateurs. Premièrement, la chute brutale des cours du pétrole enregistrée depuis l'été dernier devrait conduire à un recul prononcé de l'inflation globale à court terme, les taux d'inflation annuels devenant négatifs au premier semestre 2015. Cet effet est aggravé par la récente appréciation du dollar, qui exerce des pressions à la baisse sur les prix à l'importation. Ces deux effets devraient cependant se dissiper à moyen terme. À long terme, les anticipations d'inflation devraient fournir un point d'ancrage à l'inflation. Si les mesures fondées sur le marché des anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans ont nettement fléchi depuis mi-2014 (cf. graphique D), cette situation pourrait en partie résulter d'une baisse de la prime de risque d'inflation. Dans le même temps, les mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation à long terme sont demeurées plus stables et sont cohérentes avec un retour progressif de l'inflation à l'objectif de long terme du Système fédéral de réserve.

Encadré 2

CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 12 NOVEMBRE 2014 AU 27 JANVIER 2015

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les périodes de constitution de réserves s'étant achevées le 9 décembre 2014 et le 27 janvier 2015, soit les onzième et douzième périodes de constitution de 2014. Au cours de la période sous revue, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés, à 0,05 %, 0,30 % et – 0,20 % respectivement ¹. Le 11 décembre 2014, la deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) a été réalisée, pour une allocation de 129,8 milliards d'euros, contre 82,6 milliards pour la première opération ^{2,3}. S'ajoutant au nouveau programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), les premiers achats dans le cadre du nouveau programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) ont été effectués fin novembre 2014.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 26 milliards d'euros par rapport à la précédente période de constitution (du 13 août au 11 novembre 2014), ressortant à 605,7 milliards en moyenne. Cette progression s'explique par la hausse des facteurs autonomes, qui ont affiché un niveau moyen de 499,4 milliards d'euros.

Cette augmentation des facteurs autonomes résulte des effets combinés de plusieurs composantes. S'agissant des facteurs d'absorption de la liquidité, les billets en circulation ont augmenté, en moyenne, de 24 milliards d'euros. Les évolutions ont suivi le schéma habituel de fin d'année, avec une augmentation de 41 milliards d'euros entre le 12 novembre 2014 et le 2 janvier 2015 suivie d'une baisse jusqu'à la fin de la douzième période de constitution de réserves. Par ailleurs, les dépôts des administrations publiques ont continué de diminuer au cours de la dernière période de constitution de réserves sous revue, ressortant en moyenne à 66 milliards d'euros, contre 72 milliards lors de la période précédente s'étant achevée en décembre 2014. En effet, les Trésors publics nationaux ont intensifié leurs efforts pour placer leurs excédents de liquidité sur le marché, ce qui explique dans une certaine mesure la baisse du volume des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème.

S'agissant des facteurs d'élargissement de la liquidité, les actifs nets libellés en euros ont diminué de 7 milliards d'euros en moyenne, ressortant à 526 milliards. Cette évolution reflète, entre autres, une augmentation des dépôts libellés en euros des institutions officielles étrangères auprès de l'Eurosystème, inversant la tendance observée lors de la précédente période sous revue, où certaines de ces institutions se sont efforcées de réduire leurs avoirs en numéraire auprès de l'Eurosystème afin d'éviter l'application d'un taux d'intérêt négatif.

1 Les opérations principales de refinancement ont continué d'être effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La même procédure a continué d'être utilisée pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Le taux d'intérêt appliqué à chacune de ces opérations a été égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives.

2 S'agissant de la première TLTRO, cf. l'encadré intitulé *Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 13 août au 11 novembre 2014* du *Bulletin mensuel* de décembre 2014 (disponible sur : https://www.banque-france.fr/upload/tx_bdfgrandesdates/bulletin-mensuel-bce-decembre-2014.pdf).

3 Dans les deux premières TLTRO conduites en septembre et en décembre 2014, les contreparties avaient droit à une facilité d'emprunt initiale égale à 7 % de l'encours total, au 30 avril 2014, de leurs prêts au secteur privé non financier de la zone euro, hors prêts au logement. Toutes les TLTRO sont effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, et le taux d'intérêt est fixé pour toute la durée de vie de chaque TLTRO. Pour les deux premières TLTRO, le taux a été fixé au taux des opérations principales de refinancement en vigueur au moment de la réalisation de l'opération, majoré d'un écart fixe de 10 points de base.

La volatilité des facteurs autonomes a considérablement augmenté au cours de la période sous revue, inversant le recul observé lors de la période précédente. Cette augmentation s'explique principalement par la plus grande volatilité des actifs nets libellés en euros, ainsi que par la demande de billets de banque, reflétant le schéma de fin d'année. Bien que la volatilité des dépôts des administrations publiques soit restée élevée, elle était conforme à celle observée depuis la baisse des taux directeurs de septembre 2014.

L'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes a considérablement augmenté au cours de la période sous revue, passant de 4,8 milliards d'euros à 8,7 milliards, en raison notamment des erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques. Il reste difficile d'anticiper les activités de placement des Trésors publics dans un contexte de taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de plus en plus négatifs et de volatilité accrue des excédents de liquidité.

Fourniture de liquidité

Le montant moyen de liquidités fournies par le biais des opérations d'open market a augmenté de 61 milliards d'euros au cours de la période sous revue, passant à 759 milliards, en raison de la hausse (de 44 milliards) du recours des banques aux opérations d'appels d'offres et de la progression (de 17,4 milliards) des portefeuilles détenus directement.

La liquidité fournie par les opérations d'appels d'offres a augmenté pour ressortir à 546,5 milliards d'euros en moyenne, contre 502,7 milliards lors de la période précédente. Dans l'ensemble, la baisse résultant des remboursements anticipés des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, pour un montant total de 111,7 milliards d'euros, a été plus que compensée par le montant de 129,8 milliards alloué lors de la deuxième TLTRO, ainsi que par les augmentations de 11 milliards et de 17,6 milliards du recours moyen aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, respectivement. L'échéance des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans se rapprochant, le rythme des remboursements anticipés s'est accéléré. En particulier, certaines contreparties ont remboursé 39,8 milliards d'euros le 17 décembre 2014 pour participer à la deuxième TLTRO, dont l'adjudication est intervenue ce même jour.

Par ailleurs, la liquidité fournie par les portefeuilles détenus directement a augmenté de 17,4 milliards d'euros en moyenne, en liaison avec la mise en œuvre du CBPP3 et de l'ABSPP. Ces achats (de 37,2 milliards d'euros et de 2,3 milliards, respectivement, à la fin de la période sous revue) ont plus que compensé la baisse résultant de l'arrivée à échéance de certaines obligations dans le portefeuille du Programme pour les marchés de titres (SMP) et dans les deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées.

Si l'on examine les évolutions immédiatement au-delà de la période sous revue, l'arrivée à échéance le 29 janvier 2015 de la première opération de refinancement à long terme d'une durée de trois ans n'a provoqué aucune baisse significative de l'excédent de liquidité, qui est resté supérieur à 150 milliards d'euros. En effet, le montant remboursé a été partiellement contrebalancé par un recours accru aux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois mois et aux opérations principales de refinancement et a coïncidé avec une diminution temporaire des facteurs autonomes.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité a augmenté de 35,1 milliards d'euros, ressortant à 153 milliards en moyenne au cours de la période sous revue, avec des différences importantes entre les deux périodes de constitution de réserves. Au cours de la onzième période de constitution de réserves, l'excédent de liquidité a légèrement diminué pour s'inscrire en moyenne à 105,1 milliards d'euros, son

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 12 nov. 2014 au 27 janv. 2015		Du 13 août au 11 nov.		Douzième période de constitution de réserves		Onzième période de constitution de réserves	
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d’euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 597,1	(+ 35,7)	1 561,4	1 603,6	(+ 17,9)	1 585,7	(+ 8,5)	
Billets en circulation	996,2	(+ 23,9)	972,3	1 005,5	(+ 25,7)	979,8	(+ 6,2)	
Dépôts des administrations publiques	68,3	(- 5,5)	73,8	66,3	(- 5,3)	71,6	(- 4,5)	
Autres facteurs autonomes	532,6	(+ 17,3)	515,3	531,7	(- 2,5)	534,3	(+ 6,7)	
Instruments de politique monétaire								
Comptes courants	217,8	(+ 21,4)	196,3	236,3	(+ 50,8)	185,4	(- 2,8)	
Réserves obligatoires	106,3	(+ 0,9)	105,4	106,2	(- 0,2)	106,5	(+ 0,7)	
Facilité de dépôt	41,9	(+ 14,7)	27,1	50,2	(+ 23,0)	27,3	(- 3,7)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+ 0,0)	0,0	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d’euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1 098,0	(+ 10,5)	1 087,5	1 098,6	(+ 1,7)	1 096,9	(+ 1,4)	
Réserves nettes de change	572,0	(+ 17,4)	554,6	576,4	(+ 12,2)	564,3	(+ 2,3)	
Actifs nets libellés en euros	526,0	(- 7,0)	532,9	522,2	(- 10,4)	532,6	(- 0,8)	
Instruments de politique monétaire								
Opérations d’open market	758,6	(+ 61,2)	697,4	791,3	(+ 89,8)	701,5	(+ 0,4)	
Opérations d’appels d’offres	546,5	(+ 43,8)	502,7	573,4	(+ 73,9)	499,5	(- 8,2)	
Opérations principales de refinancement	113,3	(+ 11,0)	102,3	119,0	(+ 15,7)	103,3	(+ 8,1)	
Opérations de refinancement exceptionnelles	0,0	(+ 0,0)	0,0	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	
Opérations de refinancement à plus long terme d’une durée de trois mois	43,4	(+ 17,6)	25,8	49,0	(+ 15,5)	33,5	(+ 7,3)	
Opérations de refinancement à plus long terme d’une durée de trois ans	236,4	(- 93,7)	330,1	211,5	(- 68,5)	280,0	(- 23,6)	
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	153,4	(+ 108,9)	44,5	193,9	(+ 111,3)	82,6	(+ 0,0)	
Portefeuilles d’achats fermes de titres	212,1	(+ 17,4)	194,7	217,9	(+ 15,9)	202,0	(+ 8,6)	
1 ^{er} programme d’achats d’obligations sécurisées	29,0	(- 2,9)	31,9	28,8	(- 0,7)	29,5	(- 1,4)	
2 ^e programme d’achats d’obligations sécurisées	12,8	(- 0,8)	13,6	12,8	(- 0,1)	12,9	(- 0,4)	
3 ^e programme d’achats d’obligations sécurisées	25,0	(+ 23,9)	1,1	30,5	(+ 15,2)	15,3	(+ 12,5)	
Programme pour les marchés de titres	144,1	(- 4,0)	148,1	144,1	(+ 0,1)	144,0	(- 2,3)	
Programme d’achats de titres adossés à des actifs	1,2	(+ 1,2)	0,0	1,7	(+ 1,5)	0,2	(+ 0,2)	
Facilité de prêt marginal	0,4	(+ 0,2)	0,2	0,5	(+ 0,3)	0,2	(- 0,0)	
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d’euros)								
Besoin global de refinancement	605,7	(+ 26,1)	579,6	611,6	(+ 16,1)	595,4	(+ 7,7)	
Facteurs autonomes	499,4	(+ 25,3)	474,1	505,3	(+ 16,3)	489,0	(+ 7,0)	
Excédent de liquidité	153,0	(+ 35,1)	117,8	179,8	(+ 73,7)	106,0	(- 7,2)	
Remboursement des opérations de refinancement à plus long terme d’une durée de trois ans ¹⁾	111,7	(+ 36,5)	75,2	88,9	(+ 66,1)	22,8	(- 0,7)	
Évolutions des taux d’intérêt (en pourcentage)								
Opérations principales de refinancement	0,05	(- 0,03)	0,08	0,05	(+ 0,00)	0,05	(+ 0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,30	(- 0,03)	0,33	0,30	(+ 0,00)	0,30	(+ 0,00)	
Facilité de dépôt	- 0,20	(- 0,03)	- 0,17	- 0,20	(+ 0,00)	- 0,20	(+ 0,00)	
Moyenne de l’Eonia	- 0,031	(- 0,033)	0,002	- 0,047	(- 0,044)	- 0,003	(+ 0,000)	

Source : BCE.

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

1) Pour le remboursement des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, la somme en milliards d'euros se substitue à la moyenne.

plus bas niveau moyen depuis le règlement de la première opération à long terme d'une durée de trois ans fin 2011. Au cours de la douzième période de constitution de réserves, en revanche, l'excédent de liquidité a considérablement augmenté pour ressortir en moyenne à 176 milliards d'euros, reflétant notamment l'adjudication de la deuxième TLTRO et les effets de fin d'année.

L'excédent de liquidité a fortement fluctué, notamment durant la douzième période de constitution, qui était également la première période de constitution d'une durée allongée de 49 jours ⁴. Partant d'un point bas de 70,9 milliards d'euros le 24 novembre 2014, l'excédent de liquidité a atteint 261,2 milliards le 31 décembre 2014, avant de diminuer pour revenir à 126,5 milliards le 27 janvier 2015, en raison de la hausse des facteurs autonomes et du recul relatif des opérations d'*open market*.

Étant donné le niveau plus élevé de l'excédent de liquidité, les avoirs quotidiens détenus en compte courant ont considérablement augmenté par rapport à la période précédente, de 21 milliards d'euros en moyenne, ressortant à 218 milliards. L'utilisation de la facilité de dépôt a également continué de progresser, passant de 27,1 milliards d'euros à 41,9 milliards en moyenne. Au cours de la période sous revue, le recours relatif à la facilité de dépôt a augmenté, atteignant 27 % des excédents de réserves ⁵, contre une moyenne de 23 % au cours de la précédente période sous revue. L'utilisation croissante de la facilité de dépôt indique peut-être un intérêt plus marqué de plusieurs contreparties pour la détention d'un excédent de liquidité dans le cadre de la facilité de dépôt à des fins opérationnelles et réglementaires.

Évolution des taux d'intérêt

L'Eonia s'est établi en moyenne à – 0,3 point de base et – 4,7 points de base, respectivement, lors des onzième et douzième périodes de constitution de réserves. Cette baisse de l'Eonia résulte d'une répercussion légèrement plus forte de la baisse des taux directeurs de septembre 2014 sur les taux à court terme, sans doute liée en partie à des conditions de liquidité généralement plus abondantes et à une meilleure acceptation de la possibilité de répercuter le taux négatif de la facilité de dépôt sur la base de dépôts. Cependant, les taux au jour le jour sont restés bien supérieurs au taux de la facilité de dépôt (– 20 points de base).

⁴ Un nouveau calendrier des périodes de constitution des réserves a été instauré afin de le faire concorder avec la nouvelle fréquence des réunions du Conseil des gouverneurs, toutes les six semaines.

⁵ Excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants.

Encadré 3

LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO

Le taux de change effectif nominal (TCEN) est une mesure agrégée utile des fluctuations du taux de change qui affectent les économies par le biais de leurs liens commerciaux, dans la mesure où il réunit l'ensemble des taux bilatéraux vis-à-vis des différents partenaires commerciaux au sein d'un indicateur unique. S'agissant de la zone euro, les deux TCEN les plus pertinents sont calculés par rapport à un groupe restreint et à un groupe plus large de partenaires commerciaux comprenant, respectivement, 19 pays (TCEN-19) et 38 pays (TCEN-38)¹.

Le TCEN de l'euro a connu des fluctuations importantes depuis le début de la crise financière mondiale. Sur une perspective plus longue, de fortes variations de ce type ne sont pas inhabituelles et avaient également été observées avant la crise (cf. graphique A).

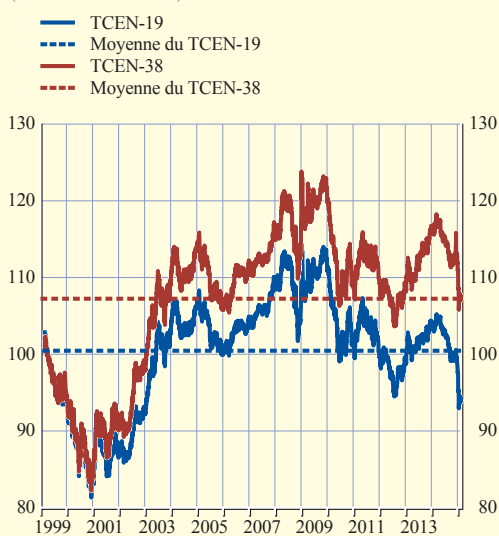
L'euro a temporairement enregistré un point bas à l'été 2012, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Avec le retour de la confiance, après l'annonce par la

BCE des opérations monétaires sur titres, il a rebondi et s'est constamment renforcé jusqu'en mai 2014. La modification des anticipations des marchés concernant l'orientation future de la politique monétaire de la BCE par rapport à celle des autres grandes banques centrales a ensuite marqué le début d'une période d'affaiblissement de l'euro durant laquelle les différents TCEN, ainsi que de nombreux taux de change bilatéraux de l'euro, sont revenus à des niveaux proches de leurs moyennes à plus long terme (TCEN-38) ou inférieurs à elles (TCEN-19).

Entre le point haut d'après-crise atteint début mai 2014 et son point bas du 23 janvier 2015, le TCEN large s'est déprécié de 10 % environ, en dépit d'une stabilisation au cours des dernières semaines avec le retour des entrées de capitaux qui a suivi l'annonce par la BCE de son programme étendu d'achats d'actifs, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs le 22 janvier 2015 (cf. la section « Évolutions financières »). Toutefois, le recul global constaté depuis mai 2014 masque une évolution divergente des différents taux de change bilatéraux. La décomposition de cette variation selon les contributions individuelles (cf. graphiques B et C) montre que, si la plupart des principales devises ont contribué à ce mouvement de baisse, l'ampleur, la persistance et le rythme des évolutions bilatérales ont considérablement différé.

Graphique A Taux de change effectif nominal de l'euro (TCEN-19 et TCEN-38)

(indice : T1 1999 = 100)



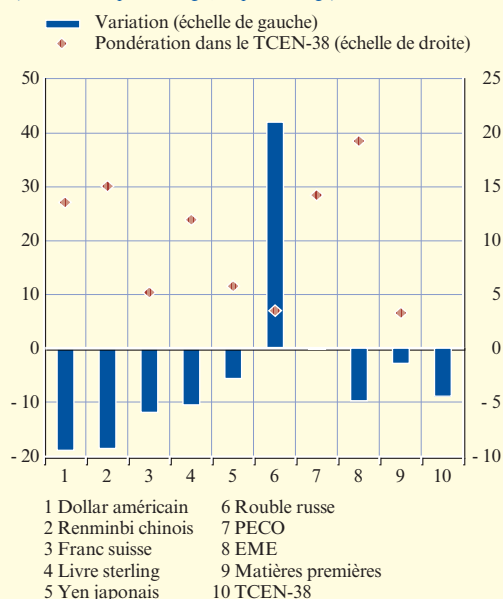
Source : BCE.

Notes : La dernière observation porte sur le 20 février 2015. La « moyenne » correspond à la moyenne depuis le 1^{er} janvier 1999.

¹ Les pondérations, qui associent des informations relatives aussi bien aux importations qu'aux exportations, reflètent l'importance des différents pays dans les échanges de biens manufacturés de la zone euro (cf. également M. Schmitz, al., *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper Series, n° 134, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2012).

Graphique B Évolution d'une sélection de taux de change de l'euro et pondérations dans le TCEN-38

(variations en pourcentage ; en pourcentage)

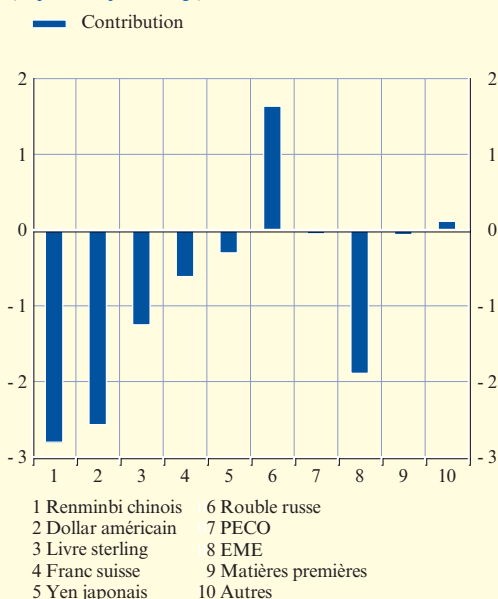


Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les « PECO » recouvrent le lev bulgare, la couronne tchèque, la kuna croate, le forint hongrois, le zloty polonais et le leu roumain ; les « Matières premières » comprennent le dollar australien, le dollar canadien, la couronne norvégienne et le dollar néo-zélandais ; les « EME » comprennent le dollar de Hong Kong, le dollar de Singapour, le won coréen, la roupie indonésienne, la roupie indienne, le ringgit malaisien, le peso philippin, le dollar de Taïwan, le baht thaïlandais, le peso argentin, le real brésilien, le peso mexicain, le rand sud-africain et la livre turque. Le graphique couvre la période allant du 6 mai 2014 au 20 février 2015.

Graphique C Contribution par devises à la variation du TCEN-38

(en points de pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les « PECO » recouvrent le lev bulgare, la couronne tchèque, la kuna croate, le forint hongrois, le zloty polonais et le leu roumain ; les « Matières premières » comprennent le dollar australien, le dollar canadien, la couronne norvégienne et le dollar néo-zélandais ; les « EME » comprennent le dollar de Hong Kong, le dollar de Singapour, le won coréen, la roupie indonésienne, la roupie indienne, le ringgit malaisien, le peso philippin, le dollar de Taïwan, le baht thaïlandais, le peso argentin, le real brésilien, le peso mexicain, le rand sud-africain et la livre turque. La rubrique « Autres » recouvre la couronne danoise, la couronne suédoise, le dinar algérien, le peso chilien, la couronne islandaise, le shekel israélien, le dirham marocain et le bolivar vénézuélien. Le graphique couvre la période allant du 6 mai 2014 au 20 février 2015.

Si l'on examine l'évolution des taux de change bilatéraux entre mai 2014 et fin février 2015, la baisse du TCEN-38 est, pour moitié, attribuable conjointement au dollar américain et au renminbi chinois.

Le dollar a été soutenu par l'anticipation d'une divergence encore plus forte entre les politiques monétaires de la zone euro et des États-Unis, par un contexte d'incertitude des marchés dans un environnement de recul des prix des matières premières et par un regain de tensions géopolitiques (cf. graphique C). Il a regagné 20 % de sa valeur environ par rapport à l'euro, tout comme le renminbi chinois, qui a représenté un autre quart de la dépréciation globale. Contrastant avec l'affaiblissement régulier de l'euro par rapport à ces deux monnaies, la dépréciation par rapport au franc suisse est intervenue soudainement, après l'annonce par la Banque nationale suisse, le 15 janvier 2015, de la suppression de son taux plancher de 1,20 franc suisse pour un euro. La dépréciation de 20 % de l'euro face à la monnaie suisse, dont la part dans le TCEN-38 s'élève à 5 % environ, a représenté un dixième environ de la baisse du TCEN-38. À la fin de la période sous revue, l'euro se négociait également à un niveau plus bas par rapport au yen japonais, sous l'effet d'une moindre appétence pour le risque. L'euro s'est déprécié de 10 % environ par rapport à la livre sterling et aux devises de plusieurs économies émergentes.

La dépréciation du TCEN large a été atténuée par un renforcement d'environ 40 % de l'euro vis-à-vis du rouble russe, que les tensions en Ukraine ont soumis à de fortes pressions. L'euro s'est également renforcé face à la couronne suédoise au cours de la période sous revue, reflétant notamment le récent assouplissement de la politique monétaire de la Sveriges Riksbank (cf. la section « Évolutions financières »). La couronne danoise, qui participe au MCE II, a subi des tensions à la hausse vis-à-vis de l'euro durant cette période. Cependant, elle a continué de se négocier à un niveau très proche de son cours pivot au sein du MCE II, la Danmarks Nationalbank ayant procédé à des achats sur le marché des changes et abaissé ses taux d'intérêt à de nombreuses reprises. L'euro est également demeuré relativement stable par rapport aux devises des pays exportateurs de matières premières, qui ont subi des pressions à la baisse en raison du recul des cours du pétrole, ainsi que par rapport aux monnaies des pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE.

Encadré 4

LES FACTEURS DÉTERMINANT LES PROFILS D'ÉPARGNE RÉCENTS DES MÉNAGES DE LA ZONE EURO

Le taux d'épargne constitue un indicateur important du comportement des ménages qui exerce une incidence sur la dynamique de la consommation privée en termes réels et, plus généralement, sur le rythme de la croissance économique. En principe, les décisions des ménages relatives à la consommation et à l'épargne sont influencées par plusieurs facteurs. Par exemple, dans les périodes de forte incertitude, les ménages accroissent normalement la part de revenu disponible qu'ils épargnent au titre du motif de précaution. Les effets sur la consommation des chocs défavorables mais temporaires affectant le revenu disponible sont, en revanche, généralement atténués par une baisse du taux d'épargne (mécanisme appelé lissage de la consommation dans le temps).

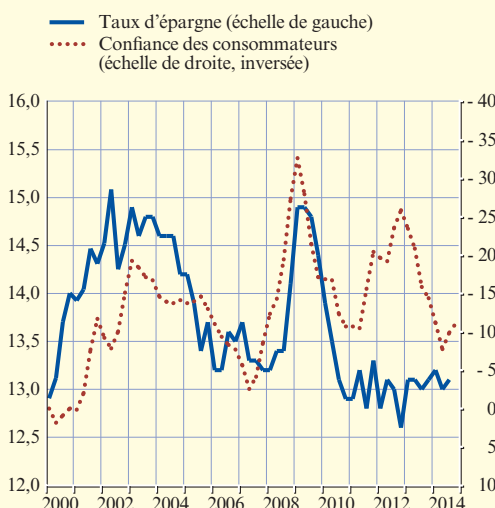
Le taux d'épargne des ménages de la zone euro s'est stabilisé à des niveaux relativement faibles par rapport à la moyenne historique au cours des dernières années. Cette stabilisation résulte d'un certain nombre de facteurs, qui se sont globalement compensés les uns les autres.

L'analyse du comportement d'épargne des ménages de la zone euro dans une perspective historique permet de distinguer un certain nombre de périodes spécifiques, qui se caractérisent chacune par un degré différent d'influence de facteurs déterminants. Avant la crise économique et financière, le taux d'épargne fluctuait entre 13 % et 15 %. Il est demeuré globalement stable au cours des deux années qui ont précédé la crise (cf. graphique A).

Durant la première phase de la récession et par la suite, c'est-à-dire entre 2008 et 2010, le taux d'épargne des ménages a temporairement fortement augmenté, essentiellement sous l'effet de la baisse de la confiance des consommateurs, avant de recommencer à diminuer. L'incertitude assez élevée qui prévalait

Graphique A Taux d'épargne des ménages et confiance des consommateurs dans la zone euro

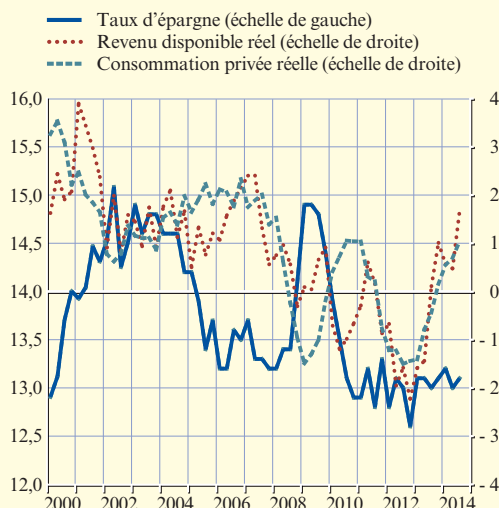
(en pourcentage du revenu disponible, soldes en pourcentage)



Sources : Eurostat et Commission européenne, DG-ECFIN.

Graphique B Taux d'épargne des ménages, revenu disponible réel et consommation privée dans la zone euro

(en pourcentage du revenu disponible ; taux de croissance en rythme annuel)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

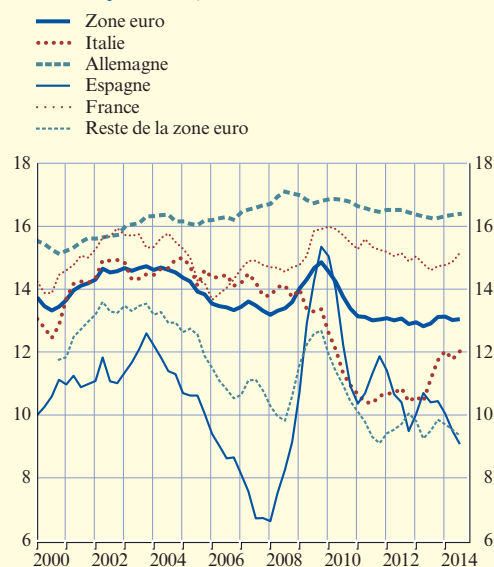
alors a entraîné une hausse du taux d'épargne à 14,9 % au premier trimestre 2009, évolution imputable principalement au motif d'épargne de précaution. Cette forte augmentation peut également avoir été déclenchée par les politiques budgétaires expansionnistes prévalant pendant cette période, qui ont permis aux ménages d'utiliser la hausse du revenu disponible réel pour accroître leur propension à épargner (mécanisme appelé effet ricardien). Toutefois, parallèlement à l'amélioration de la confiance des consommateurs durant la phase de reprise en 2010, le taux d'épargne a de nouveau diminué.

Depuis 2011, le taux d'épargne est demeuré globalement stable à des niveaux relativement faibles, reflétant les effets compensatoires de différents facteurs qui influencent les décisions des ménages. D'une part, une pression à la baisse sur le taux d'épargne a été exercée par la faible évolution du revenu disponible réel (*via* le comportement de lissage de la consommation ; cf. graphique B), par des taux d'intérêt relativement bas (qui découragent l'épargne) et par un chômage élevé (qui a entraîné une désépargne forcée dans certains pays). D'autre part, le taux d'épargne a subi une pression à la hausse générée par une montée de l'incertitude (*via* un renforcement du motif d'épargne de précaution) et par les fortes pressions en faveur du désendettement des ménages dans plusieurs pays. Globalement, compte tenu des effets contraires exercés par ces facteurs, le taux d'épargne des ménages est demeuré relativement stable, à 13 % environ, niveau peu élevé dans une perspective historique.

Les profils d'épargne ont été très hétérogènes selon les pays au cours des dernières années. Le profil en forme de cloche du taux d'épargne dans la zone euro pendant la première phase de la récession, c'est-à-dire entre 2008 et 2010, s'explique en grande partie par les évolutions observées en Espagne

Graphique C Taux d'épargne des ménages dans les grands pays de la zone euro

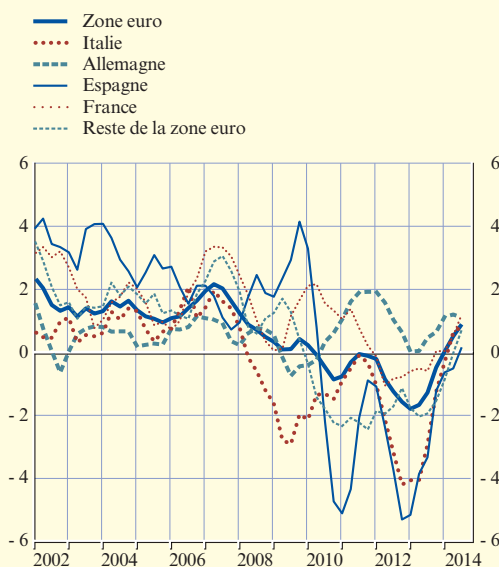
(épargne brute en pourcentage de la somme mobile sur quatre trimestres du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les données relatives au reste de la zone euro sont constituées des différences (en niveaux) entre les agrégats de la zone euro et les sommes totales pour les quatre principaux pays, les données des comptes trimestriels par secteurs institutionnels n'étant pas disponibles pour tous les secteurs de la zone euro.

Graphique D Croissance du revenu disponible réel des ménages dans les grands pays de la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les données relatives au reste de la zone euro sont constituées des différences (en niveaux) entre les agrégats de la zone euro et les sommes totales pour les quatre principaux pays, les données des comptes trimestriels par secteurs institutionnels n'étant pas disponibles pour tous les secteurs de la zone euro.

et, dans une certaine mesure, également par celles enregistrées en France et dans les plus petites économies de la zone euro (cf. graphique C) ¹. La forte hausse de l'épargne des ménages en Espagne reflète une accélération de la croissance du revenu disponible réel des ménages en 2009 (cf. graphique D), due, au moins en partie, aux mesures de soutien budgétaires mises en œuvre durant cette période. Tandis que le revenu disponible réel des ménages a continué de progresser en France pendant la première phase de la récession et, en moyenne, également dans les plus petites économies de la zone euro en 2009, il s'est inscrit en baisse en Italie entre 2008 et 2013. Le profil d'épargne des ménages, globalement stable au niveau de la zone euro depuis 2011, reflète largement la stabilité du taux d'épargne en Allemagne, en France et, en moyenne, dans les plus petites économies de la zone. En Espagne, en revanche, le taux d'épargne a continué de fléchir, alors qu'en Italie, après une stabilisation, il s'est inscrit en hausse à partir de mi-2013, traduisant le redressement du revenu disponible réel des ménages.

À l'avenir, la chute relativement brutale des cours du pétrole observée depuis l'été 2014 devrait favoriser un rebond temporaire du taux d'épargne. En effet, les régularités historiques suggèrent qu'une hausse du revenu disponible réel liée à une baisse durable des prix de l'énergie est d'abord, dans une large mesure, affectée à l'épargne. Après quelques trimestres, cependant, le taux d'épargne devrait revenir à son niveau initial. Dans le même temps, cette situation se traduira par une nouvelle progression de la consommation, les ménages commençant à dépenser une part plus importante de la hausse de leur revenu disponible réel.

La réponse attendue en forme de cloche de l'évolution du taux d'épargne pourrait s'expliquer par l'incertitude entourant les hausses du revenu disponible réel liées à la baisse des prix de l'énergie, lesquelles, même si elles sont durables, sont généralement entourées d'une plus grande incertitude que lorsqu'elles proviennent d'autres facteurs. Un motif d'épargne de précaution pourrait, par exemple, expliquer la réponse en forme de cloche du taux d'épargne dans la mesure où les ménages ont tendance à commencer par épargner une partie des gains exceptionnels, dans l'attente de savoir si la hausse du revenu réel est durable. Au total, quel que soit le mécanisme sous-jacent, les éléments disponibles suggèrent que des cours du pétrole durablement moins élevés devraient temporairement soutenir le taux d'épargne des ménages, les gains en termes de revenu se traduisant progressivement par une augmentation de la consommation.

¹ Dans le présent encadré, « les plus petites économies de la zone euro » sont constituées de l'ensemble des pays de la zone à l'exclusion de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France et de l'Italie.

Encadré 5

LA PROCÉDURE CONCERNANT LES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES POUR 2015

La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), introduite en novembre 2011, est une pierre angulaire du cadre de gouvernance renforcé de l'UE, qui a pour objet de prévenir l'apparition de déséquilibres macroéconomiques préjudiciables et de les corriger lorsqu'ils deviennent excessifs. Cette procédure concerne tous les États membres de l'UE, à l'exception des pays soumis à un programme d'ajustement macroéconomique. Après un premier examen à l'aide d'une série d'indicateurs, la Commission réalise un bilan approfondi d'une sélection de pays afin d'évaluer l'ampleur des déséquilibres décelés par les indicateurs. Lorsqu'elle conclut effectivement à l'existence des déséquilibres, le Conseil de l'UE adresse à l'État membre concerné des recommandations de politique économique établies sur la base de la recommandation de la Commission (Volet préventif). En revanche, lorsque les déséquilibres sont jugés excessifs, la procédure concernant les déséquilibres excessifs devra être engagée, sur recommandation de la Commission ¹. Dans ce cas, le pays concerné a l'obligation de proposer un plan de mesures correctives détaillant les actions de politique économique permettant de remédier aux déséquilibres excessifs, que le Conseil devra approuver. Si un pays de la zone euro propose à plusieurs reprises un plan de mesures correctives insuffisant ou ne respecte pas un plan ayant été approuvé, le Conseil peut prendre des sanctions financières à son encontre.

Résultat du bilan approfondi mené pour 2015

D'après les résultats du bilan approfondi pour 2015, la Commission européenne a recensé cinq pays présentant des déséquilibres excessifs : la Bulgarie, la France, la Croatie, l'Italie et le Portugal. La Commission a décidé de faire passer l'Allemagne au stade suivant de la procédure (du niveau 2 au niveau 3), ainsi que la France (du niveau 4 au niveau 5) ; elle fait passer un cran plus significatif à la Bulgarie (du niveau 2 au niveau 5), et fait revenir la Slovaquie au stade antérieur (du niveau 5 au niveau 4). L'Italie et la Croatie sont classées dans la même catégorie depuis 2014. Cette année, la Roumanie (niveau 2) et le Portugal (niveau 5) font désormais l'objet d'une procédure au terme de leur programme d'ajustement macroéconomique. C'est la première année que la Commission a officiellement introduit le classement des déséquilibres en six niveaux, même s'il avaient déjà été implicitement utilisés au cours de l'exercice de 2014 (cf. tableau A).

Tableau A Catégories de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques

1		2		3		4		5		6	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
DK	DK	BE	BE	HU	HU	IE	IE	HR	HR		
LU	LU	BG	NL		DE	ES	ES	IT	FR		
MT	MT	DE	SE			FR	SI	SI	IT		
AT	AT	NL	RO						PT		
LT	LT	SE	UK						BG		
LV	LV	UK	FI								
EE	EE	FI									
PO	PO										
CZ	CZ										
SK	SK										

Source : Commission européenne.

Légende : 1 = Aucun déséquilibre ; 2 = Déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures ; 3 = Déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures décisives ; 4 = Déséquilibres nécessitant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives ; 5 = Déséquilibres excessifs nécessitant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives ; 6 = Déséquilibres excessifs nécessitant l'adoption de mesures décisives et l'activation de la procédure concernant les déficits excessifs. Code des couleurs : Rouge pour les pays passant au stade suivant de la procédure, vert pour ceux qui reviennent au stade antérieur et bleu pour les pays faisant l'objet d'une procédure depuis 2015.

¹ Considérant 22 du règlement UE n° 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

En dépit des déséquilibres excessifs identifiés dans cinq pays, la Commission ne propose pas actuellement de mettre en œuvre la procédure pour déséquilibres excessifs. La Commission a donc décidé de ne pas recourir pleinement à l'ensemble des étapes disponibles dans le cadre de la PDM, c'est-à-dire au volet correctif de la procédure. S'agissant de la Croatie et de la France, en revanche, la Commission a explicitement annoncé qu'elle envisageait d'engager une procédure pour déséquilibres excessifs en mai 2015, dans le cas où les gouvernements concernés ne se seraient pas encore engagés, à cette date, à mettre en œuvre des réformes structurelles décisives.

Réflexions relatives aux conclusions du bilan approfondi pour 2015

Les résultats du bilan approfondi pour 2015 montrent que les déséquilibres deviennent de plus en plus graves dans plusieurs pays. Ces résultats sont préoccupants car l'un des principaux objectifs de la PDM était de contribuer à prévenir l'apparition de déséquilibres préjudiciables et de favoriser la résorption des déséquilibres existants. Cependant, chaque année, le nombre de pays présentant des déséquilibres excessifs s'accroît (passant de zéro en 2012 à cinq en 2015), alors que la procédure pour déséquilibres excessifs n'a jamais été évoquée par la Commission. Cela suscite des interrogations au sujet de l'application de la procédure et de l'efficacité de son volet préventif.

Mise en œuvre insuffisante des recommandations spécifiques par pays en matière de réformes

La Commission accorde un poids important aux engagements des autorités nationales dans l'évaluation de la gravité des déséquilibres. Si la matérialisation des réformes passe nécessairement par un engagement crédible de la part des États, l'ampleur des déséquilibres doit cependant être évaluée essentiellement à l'aune des mesures effectivement prises. L'expérience passée montre que

Tableau B Évaluation par la Commission européenne de la mise en œuvre des recommandations spécifiques à chaque pays pour 2014

Recommandations de réforme	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK
1																										
2																										
3																										
4																										
5																										
6																										
7																										
8																										

	Parfaitement suivi
	Progrès substantiels
	Certains progrès
	Progrès limités
	Aucun progrès

Source : Commission européenne.

Notes : L'évaluation des progrès accomplis dans la mise en œuvre des recommandations spécifiques par pays de 2014 est fondée sur les catégories suivantes : Aucun progrès : l'État membre n'a ni annoncé ni adopté de mesures visant à mettre en œuvre la recommandation. Cette catégorie s'applique également si un État membre a chargé un groupe d'étude d'examiner des mesures potentielles. Progrès limités : l'État membre a annoncé des mesures pour mettre en œuvre la recommandation, mais elles paraissent insuffisantes et/ou leur adoption/mise en œuvre est compromise. Certains progrès : l'État membre a annoncé ou adopté des mesures visant à mettre en œuvre la recommandation. Ces mesures sont prometteuses, mais elles n'ont pas encore été toutes mises en œuvre et cette mise en œuvre n'est pas acquise dans tous les cas. Progrès substantiels : l'État membre a adopté des mesures, dont la plupart ont été mises en œuvre. Ces mesures contribuent dans une large mesure à la mise en œuvre de la recommandation. Parfaitement suivi : l'État membre a adopté et mis en œuvre des mesures visant à suivre parfaitement la recommandation.

très souvent les mesures annoncées n'ont pas été mises en œuvre, comme le confirme l'évaluation par la Commission de la mise en œuvre des recommandations spécifiques par État, qui suscite des préoccupations quant aux progrès accomplis (cf. tableau B).

Il ressort des conclusions de la Commission qu'aucun des pays de la zone euro n'a mis en œuvre dans leur totalité les recommandations pour 2014. Si dans certains pays, les efforts en matière de réforme se sont accrus, dans la majorité des États les progrès ont cependant été plutôt limités et non proportionnels aux vulnérabilités qui subsistent (cf. tableau B). En particulier, parmi les pays censés prendre « des mesures décisives » au titre de la PDM pour 2014 (c'est-à-dire ceux des catégories 4 et 5 du tableau A), l'Espagne, l'Irlande et l'Italie ont réalisé « certains progrès », et la France des « progrès limités », sur la majorité des recommandations. Cette évaluation contraste avec l'appel (réitéré) de la Commission à prendre des « mesures décisives » et fait apparaître une faiblesse dans le volet préventif de la PDM. Compte tenu de la nécessité de remédier aux vulnérabilités et de favoriser une croissance durable dans les pays précédemment cités et dans le reste de la zone euro, l'absence de progrès nécessite d'intensifier de manière significative les efforts en matière de réforme.

Il est important d'utiliser pleinement et efficacement les instruments de la PDM, notamment son volet correctif, afin de réduire les risques susceptibles de menacer le bon fonctionnement de l'UEM.

Encadré 6

LES EFFETS DU COMMERCE ÉLECTRONIQUE SUR L'INFLATION

Certains ont avancé que la croissance du commerce électronique contribue à une diminution des prix et de ce fait, également à une baisse de l'inflation. Les données empiriques disponibles jusqu'ici laissent néanmoins penser que l'effet modérateur sur l'inflation de la progression du commerce électronique est limité. Toutefois, ce résultat est entouré d'une très grande incertitude en raison du nombre limité de données.

Incidence potentielle du commerce électronique sur les prix et sur l'inflation

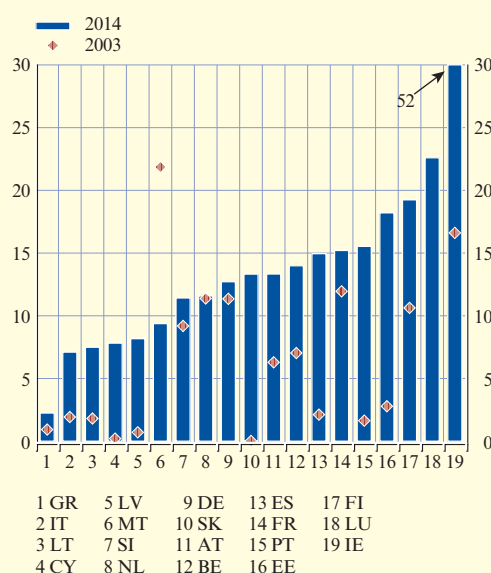
Le terme de « commerce électronique » désigne généralement l'achat ou la vente de biens ou de services réalisés au moyen d'un réseau électronique, comme internet. Les transactions *via* internet se sont largement répandues tant sur les marchés de détail que sur les marchés interentreprises.

La croissance du commerce électronique peut essentiellement faire baisser les prix de deux manières.

Premièrement, par rapport aux circuits de distribution traditionnels, le commerce électronique permet des réductions de coûts sur les marchés de gros et de détail, que les commerçants traditionnels et en ligne peuvent répercuter à leur clientèle. Deuxièmement, le commerce électronique peut s'avérer efficace pour faire baisser les prix en raison d'une concurrence accrue entre fournisseurs, les clients pouvant facilement rechercher de meilleures offres sur internet et ainsi obliger les fournisseurs tant traditionnels qu'en ligne à maintenir leurs prix à un bas niveau. Ce dernier effet peut réduire les marges bénéficiaires. Il est important de noter que dans les deux cas, la diminution des prix peut intervenir même si la part de marché du commerce électronique reste relativement faible.

L'effet potentiel de la croissance du commerce électronique sur l'inflation ne durera que jusqu'à ce que la diffusion du commerce électronique se soit stabilisée sur l'ensemble des marchés, ce qui pourrait prendre un certain temps. Les transactions en ligne constituent une nouvelle technologie à laquelle les marchés doivent progressivement s'adapter. Durant ce processus, les tensions sur les prix peuvent se modérer, mais l'effet devrait s'atténuer lorsqu'un nouvel équilibre se sera établi¹.

Graphique A Ventes en ligne des entreprises, en pourcentage du chiffre d'affaires total



Sources : Eurostat et Commission européenne.

Notes : Ensemble des entreprises à l'exclusion du secteur financier (employant dix personnes et plus). Les ventes interentreprises et les ventes aux consommateurs finaux sont comprises. La première observation se rapporte à 2004 pour l'Allemagne (DE), l'Estonie (EE) et la Lituanie (LT) ; à 2005 pour Chypre (CY), la Lettonie (LV) et la Slovaquie (SK) ; à 2006 pour la Slovaquie (SI) ; à 2007 pour les Pays-Bas (NL) et à 2008 pour Malte (MT) et la France (FR). La dernière observation se rapporte à 2012 pour la Belgique (BE) et à 2013 pour la Slovaquie (SI). Les données relatives au Luxembourg (LU) sont disponibles pour 2012 uniquement.

1 H. Meijers, *Diffusion of the internet and low inflation in the information economy*, *Information Economics and Policy*, vol. 18, 2006.

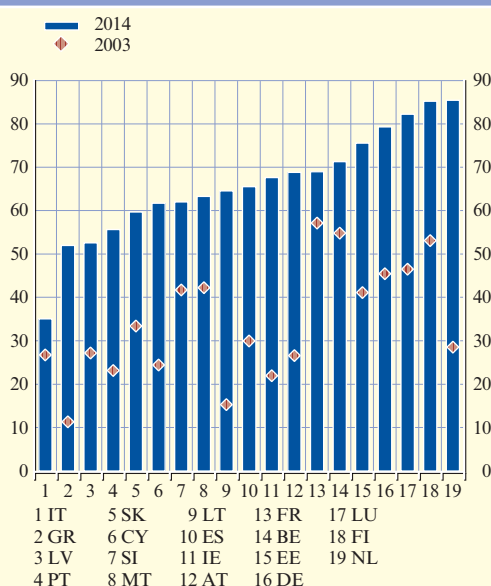
L'utilisation du commerce électronique dans la zone euro

Au cours des dix dernières années, la part des ventes en ligne aux consommateurs et aux entreprises dans le chiffre d'affaires total s'est accrue pour la plupart des pays de la zone euro, mais elle varie encore considérablement d'un pays à l'autre (cf. graphique A)². En 2014, les entreprises des petites économies ouvertes d'Irlande, du Luxembourg, de Slovaquie et de Finlande ont affiché la part de ventes en ligne la plus élevée, suivies des entreprises d'Allemagne, de France, de Belgique et d'Espagne. La part des ventes en ligne en 2014 est restée comparativement faible en Grèce, à Chypre, en Italie et à Malte, ainsi qu'en Lettonie et en Lituanie, avec des valeurs inférieures à 10 %. Une progression particulièrement importante des ventes en ligne, à partir des faibles niveaux de 2003, est intervenue dans les derniers pays ayant rejoint la zone euro (Chypre, Slovaquie, Estonie, Lituanie et Lettonie), qui ont enregistré une extension significative de la couverture internet haut débit, de même qu'en Espagne et au Portugal.

La plus faible implantation du commerce électronique dans certains pays s'explique en partie par une proportion nettement plus importante de petites et moyennes entreprises, qui ont généralement tendance à moins vendre en ligne que les grandes entreprises. En outre, en termes d'accès à internet également, certains pays de la zone euro sont en retard par rapport aux autres pour l'accès « très haut débit ».

La proportion de particuliers utilisant internet pour trouver des informations sur les biens et les services ou réaliser des achats en ligne a nettement augmenté au cours des dix dernières années (cf. graphiques B et C). Dans l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de l'Italie,

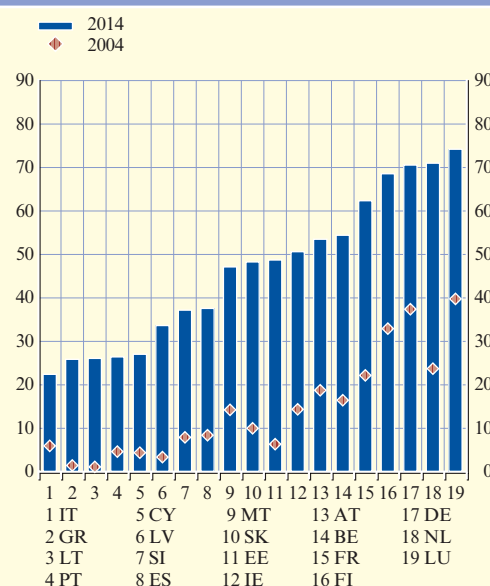
Graphique B Pourcentage de personnes recherchant des informations en ligne sur les biens et les services



Sources : Eurostat et Commission européenne.

Notes : Personnes âgées de 16 à 74 ans. La première observation se rapporte à 2004 pour Chypre (CY), la Slovaquie (SI), la Slovaquie (SK), l'Estonie (EE) et la Lettonie (LV) ; à 2005 pour la Belgique (BE), l'Italie (IT) et Malte (MT) et à 2006 pour la France (FR).

Graphique C Pourcentage de personnes commandant des biens et des services en ligne



Sources : Eurostat et Commission européenne.

Notes : Personnes âgées de 16 à 74 ans. La première observation se rapporte à 2005 pour la Belgique (BE), l'Italie (IT) et Malte (MT) et à 2006 pour la France (FR).

2 Les données publiques relatives au commerce électronique sont encore peu nombreuses. Comme source de données, on peut citer l'enquête annuelle d'Eurostat sur l'utilisation des TIC par les entreprises et les ménages depuis 2002, qui inclut des questions relatives au commerce électronique et contribue à la stratégie numérique pour l'Europe, lancée par la Commission européenne en 2010.

le pourcentage de personnes recherchant des informations en ligne a dépassé 50 % en 2014. Cette même année, la proportion de particuliers qui achetaient des biens et des services en ligne avait au moins doublé dans la plupart des pays de la zone euro par rapport à 2003.

Données relatives aux conséquences du commerce électronique sur l'inflation

L'examen des conséquences du commerce électronique sur la hausse des prix à la consommation appelle de nombreuses réserves. L'une d'entre elles est liée à l'intégration de l'évolution des prix en ligne dans l'IPCH. Les instituts de statistiques de l'UE intègrent de plus en plus les prix en ligne lors du calcul des indices de prix à la consommation. Pour certaines rubriques, comme les prix des hôtels et des autres hébergements ainsi que les prix du transport aérien, la collecte et l'utilisation des prix offerts sur internet à la place ou en complément de ceux des agences de voyage et des points de vente traditionnels sont déjà une pratique courante. Cela étant, l'intégration des prix des produits manufacturés est plus hétérogène selon les instituts de statistiques, reflétant également des habitudes de consommation différentes³. Eurostat, en collaboration avec les instituts nationaux de statistiques, travaille actuellement à l'élaboration d'une méthode plus satisfaisante, plus exhaustive et mieux harmonisée pour rendre compte des évolutions des prix en ligne dans le calcul de l'IPCH.

Lorsqu'un institut de statistiques intègre davantage de biens et de services échangés en ligne dans l'IPCH, cela a une incidence sur la hausse de l'IPCH dans la mesure où les prix de ces produits et services varient à un rythme différent des prix des biens et services échangés hors ligne. Si les prix variaient au même rythme dans les deux circuits de vente, l'intégration des produits échangés en ligne n'aurait pas d'incidence notable sur la hausse de l'IPCH. Des quantités plus importantes sont achetées *via* internet et les différences de niveaux de prix entre les commerces en ligne et hors ligne se reflètent dans les ajustements opérés sur la part de dépenses dans les sous-composantes correspondantes de l'IPCH.

Les données disponibles sur l'existence d'une erreur de mesure dans les indices de prix à la consommation en raison d'une intégration incomplète des ventes en ligne sont insuffisantes et peu concluantes. Lünemann et Winttr (2006)⁴ analysent un grand ensemble de données microéconomiques de prix et concluent que les variations des prix des produits échangés en ligne seraient, en moyenne, plus faibles que les variations de prix correspondantes retracées dans les données de l'indice des prix à la consommation, ce qui indiquerait une possible erreur de mesure de la hausse de l'IPCH. En revanche, selon une étude plus récente réalisée par Gorodnichenko, Sheremirov et Talavera (2014)⁵, les prix sont, en moyenne, modifiés d'un montant sensiblement identique dans les commerces en ligne et dans les commerces hors ligne. Par conséquent, l'erreur de mesure commise en excluant les ventes en ligne d'un indice des prix serait minime.

Les données relatives aux effets observés du commerce électronique sur les variations de prix à la consommation sont également rares mais indiquent une légère incidence sur l'inflation. Une étude plus ancienne de Yi et Choi (2005)⁶ conclut qu'une hausse annuelle de 1 point de pourcentage de la proportion des personnes utilisant internet fait baisser le taux d'inflation annuel dans une fourchette de 0,04 à 0,1 point de pourcentage. Ce résultat est globalement conforme aux

3 Pour de plus amples informations sur les questions de mesure de l'inflation, cf. l'encadré 2 intitulé *Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement* (les conséquences des évolutions structurelles du commerce de détail pour la mesure de l'inflation), Rapport sur les questions structurelles, septembre 2011, BCE.

4 P. Lünemann, L. Winttr, *Are internet prices sticky?*, Working Paper Series, n° 645, BCE, juin 2006.

5 Y. Gorodnichenko, V. Sheremirov, O. Talavera, *Price setting in online markets: does it click?* NBER Working Papers, n° 20819, août 2014.

6 M.H. Yi, C. Choi, *The effect of the internet on inflation: Panel data evidence*, Journal of Policy Modeling, Vol. 27, 2005.

résultats plus récents publiés par Lorenzani et Varga (2014)⁷ qui estiment l'incidence des achats de biens et services en ligne en examinant le degré de concurrence sur les prix. Dans ce contexte, ils projettent la part des achats de biens et services en ligne dans le commerce de détail observée en 2010 jusqu'en 2015, et estiment que cette évolution pourrait, globalement, atténuer les hausses des prix dans le commerce de détail de l'UE27 dans son ensemble de 0,1 point de pourcentage par an entre 2011 et 2015. Un degré d'incertitude très important entoure ces estimations, notamment en raison du caractère limité de l'échantillon de données disponibles et des réserves précédemment mentionnées dans le calcul de l'indice des prix à la consommation. On dispose de données plus probantes pour les États-Unis dans le cadre de l'initiative du MIT intitulée *The Billion Prices Project* qui met à jour régulièrement des statistiques sur les évolutions des prix hors ligne et en ligne⁸. Ces données ne font pas apparaître de différences marquées ni systématiques entre les indices de prix ou la hausse des prix selon que les biens sont échangés en ligne ou *via* les circuits de distribution traditionnels aux États-Unis.

7 D. Lorenzani, J. Varga, *The Economic Impact of Digital Structural Reforms*, European Commission Economic Papers, n° 529, septembre 2014.

8 Cf. la page internet de *The Billion Prices Project* à l'adresse suivante : <http://bpp.mit.edu/usa/>

Encadré 7

LE SUIVI DE L'EXAMEN DES PROJETS DE PLANS BUDGÉTAIRES POUR 2015

Le présent encadré résume l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015, en mettant l'accent sur les sept pays dont les projets de budget ont été considérés par la Commission européenne en novembre 2014 comme présentant un risque de non-conformité au Pacte de stabilité et de croissance (PSC)¹. Les pays concernés sont la Belgique, l'Italie, Malte et l'Autriche, qui relèvent du volet préventif du Pacte, ainsi que la France, l'Espagne et le Portugal, qui sont soumis à son volet correctif. Lors de la réunion de l'Eurogroupe du 8 décembre 2014, les gouvernements de ces pays se sont engagés à adopter les mesures nécessaires pour veiller au respect du PSC. La Commission a également annoncé qu'elle réexaminerait sa position vis-à-vis de la conformité aux obligations du PSC pour la Belgique, la France et l'Italie début 2015, à la lumière de la finalisation des lois de finances et des clarifications attendues sur les programmes de réformes structurelles annoncés par les autorités des pays concernés. Ensuite, le 13 janvier 2015, la Commission a publié une communication intitulée « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance », qui a clarifié et partiellement élargi la flexibilité du PSC en ce qui concerne les conditions conjoncturelles, les réformes structurelles et l'investissement public². Le 25 février, la Commission a annoncé ses décisions relatives à la Belgique, à la France et à l'Italie, et, le 27 février, elle a publié son évaluation, qui a été approuvée par le Conseil le 10 mars, sur la base de ses prévisions de l'hiver 2015.

À l'exception de la Belgique, aucun des pays considérés comme présentant un risque de non-conformité au PSC n'a mis en œuvre des mesures suffisantes permettant de combler l'écart en matière d'assainissement constaté par l'Eurogroupe en décembre dernier. S'agissant des pays soumis au volet correctif, la France a été invitée à prendre des mesures supplémentaires s'élevant à 0,5 % du PIB pour aligner l'amélioration prévue en 2015 du solde structurel sur l'effort requis par la recommandation de juin 2013 dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE). Or, les prévisions de l'hiver 2015 de la Commission n'indiquent aucune amélioration par rapport à l'effort de 0,3 % du PIB connu au moment de la réunion de l'Eurogroupe³. Entre-temps, en Espagne et au Portugal, pays qui ont été exhortés à entreprendre des démarches visant à améliorer leur déficit nominal pour se conformer à leurs objectifs de la PDE pour 2015, les déficits prévus pour 2015 ont légèrement diminué, tout en restant supérieurs aux objectifs, alors que les efforts structurels ne respectent pas davantage les exigences. En ce qui concerne les pays relevant du volet préventif, l'amélioration de 0,2 point de pourcentage du solde structurel qui est attendue en Italie en 2015 demeure inférieure à la recommandation de l'Eurogroupe de 0,4 % du PIB et reflète une réduction des paiements d'intérêts. En revanche, l'effort structurel de la Belgique devrait être porté à 0,2 point de pourcentage, conformément à son engagement pris envers l'Eurogroupe. Tant l'Italie que la Belgique affichent toujours un écart significatif par rapport à l'effort structurel requis par la règle relative à la dette. L'effort structurel de l'Autriche a diminué par rapport aux attentes de décembre, accroissant ainsi encore les risques d'un écart significatif par rapport aux exigences du volet préventif, qui, s'il se confirmait *ex post*, pourrait entraîner des mesures au printemps 2016. Enfin, Malte a réduit, grâce à des mesures adoptées dans son

1 Cf. également l'encadré intitulé « L'examen des projets de plans budgétaires pour 2015 », *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2014.

2 Cf. également l'encadré intitulé « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, février 2015.

3 La Commission a estimé que le projet original de plan budgétaire soumis le 15 octobre induisait une amélioration du solde structurel de 0,1 % du PIB seulement. Le 21 novembre, le gouvernement a annoncé des mesures supplémentaires de l'ordre de 0,2 % du PIB. Ces mesures, qui ont été prises pleinement en compte par l'Eurogroupe dans sa déclaration du 8 décembre, ont été approuvées par le Parlement français le 18 décembre 2014 dans le cadre de l'adoption du budget 2015.

budget final pour 2015, le risque de non-conformité avec les exigences du volet préventif du PSC, auquel Malte sera soumise si le Conseil décide qu'elle a corrigé son déficit excessif en 2014 et met un terme à la PDE correspondante.

Le 27 février, la Commission a publié les résultats de son évaluation relative à la mise en œuvre du PSC en Belgique, en France et en Italie. Dans les rapports élaborés conformément à l'article 126 (3) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la Commission a examiné le non-respect du critère du déficit par la Belgique et du critère de la dette par la Belgique et l'Italie. La Commission a décidé de ne pas engager de PDE à l'égard de ces pays, considérant la présence de plusieurs circonstances atténuantes pertinentes. Dans les cas de la Belgique et de l'Italie : (a) le respect par ces pays des exigences en matière d'efforts structurels imposées par le volet préventif du PSC (qui, dans le cas de l'Italie, ont désormais été assouplies dans la foulée de la communication de la Commission relative à la flexibilité dans le cadre du PSC) ; (b) les conditions économiques défavorables (à savoir l'atonie de la croissance et la faiblesse de l'inflation), qui compliquent le respect de la règle de la dette ; et (c) la mise en place attendue des ambitieux plans de réformes structurelles propices à la croissance présentés par les autorités. Ces évaluations n'ont cependant pas tenu compte, à titre de circonstance aggravante, du caractère insuffisant de l'assainissement budgétaire durant la période 2014-2015 par rapport aux recommandations que le Conseil avait formulées en juin 2014.

Dans le cas de la France, la Commission devait examiner si une action suivie d'effet avait été entreprise en réponse à la recommandation du Conseil de corriger le déficit excessif en 2015. Une telle action, couplée à la survenue d'événements macroéconomiques négatifs inattendus ayant des conséquences très défavorables sur les finances publiques, permettrait en principe de prolonger d'un an le délai prévu pour la correction du déficit excessif. *A contrario*, si un pays membre de la zone euro est considéré comme n'ayant pas engagé une action suivie d'effet, la PDE prévoit de passer à l'étape suivante de la procédure, en l'occurrence une mise en demeure de l'État concerné⁴ et l'application de sanctions financières sous la forme d'une amende de 0,2 % du PIB. La Commission peut, en raison de circonstances économiques exceptionnelles ou à la suite d'une demande motivée introduite par l'État membre concerné, recommander au Conseil de réduire le montant de l'amende ou d'annuler celle-ci. Considérant la période 2013-2014⁵, la Commission a rapporté que « les éléments disponibles ne permett[ai]ent pas d'établir qu'aucune action suivie d'effet n'a[vait] été engagée » et a proposé de prolonger de deux ans (soit jusqu'en 2017) le délai pour la correction du déficit excessif. Le Conseil a suivi cette recommandation le 10 mars. L'ajustement recommandé a été concentré sur la fin de la période, la France ayant été priée de fournir des efforts structurels progressifs en matière d'ajustement durant la période couverte par la PDE : 0,5 % du PIB en 2015 (c'est-à-dire le niveau d'exigence minimal dans le cadre du volet correctif, et donc moins que les 0,8 % du PIB exigés jusqu'à présent), 0,8 % du PIB en 2016 et 0,9 % en 2017. Si l'on considère les procédures concernant les déficits excessifs en cours, la France sera en 2017 le seul État membre de la zone euro à faire l'objet d'une PDE. Enfin, en dépit d'un risque de non-respect des délais recommandés par le Conseil pour la correction de leurs déficits excessifs, la Commission n'a pas adressé d'alerte précoce sous la forme d'une recommandation autonome à l'Espagne et au Portugal, contrairement à l'année dernière, lorsqu'elle avait adressé de telles recommandations à la France et à la Slovaquie, qui se trouvaient dans des situations similaires.

4 Conformément à l'article 126 (9) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

5 Pour cette période, l'évaluation exclut la dernière année de la période couverte par la PDE, pour laquelle la Commission a noté des risques de non-respect du PSC. Cette décision contraste avec la situation de 2013, lorsque le délai de la PDE avait été allongé dans la mesure où il fallait inclure la dernière année de la période couverte par la PDE pour constater une action suivie d'effet.

Le cadre de gouvernance de l'UE a été renforcé par l'entrée en vigueur, respectivement en 2011 et en 2013, des nouveaux paquets législatifs « six-pack » et « two-pack ». Des améliorations majeures ont ainsi été apportées à ce cadre après que les grands enseignements de la récente crise avaient été tirés. Les avancées les plus significatives sont l'introduction de la règle relative à la dette dans le volet correctif, la mise en place de la procédure concernant les écarts significatifs dans le volet préventif (qui devrait contribuer à garantir que les pays réalisent des progrès suffisants en vue d'atteindre les objectifs budgétaires à moyen terme), les changements apportés au processus de prise de décision afin d'accroître l'automatisme de l'application des règles et des sanctions, et la possibilité de demander une révision des projets de plan budgétaire et d'émettre des « recommandations autonomes » lorsque les objectifs de la PDE sont menacés.

Il importe que les outils du cadre de gouvernance renforcé soient mis en œuvre de manière efficace et cohérente dans le temps et entre les États membres. Il est en effet essentiel qu'ils soient utilisés de la manière prévue pour assurer la soutenabilité des positions budgétaires dans les pays de la zone euro. Ce n'est que dans ces conditions que le PSC pourra être un point d'ancrage de la confiance. Dans ce cadre, la probabilité de devoir appliquer la procédure concernant les écarts significatifs dans le volet préventif a diminué à mesure que les besoins d'ajustement se sont réduits au fil du temps pour les pays confrontés à un environnement macroéconomique difficile. La procédure concernant les déséquilibres excessifs n'a quant à elle pas davantage été activée à ce stade, même si des déséquilibres excessifs ont été détectés⁶. Enfin, et surtout, la règle relative à la dette menace d'être mise sur la touche si elle est subordonnée de facto au volet préventif affaibli, lequel, à la suite de la communication de la Commission concernant la flexibilité, n'accorde guère d'attention aux problèmes de soutenabilité de la dette. En fin de compte, sa mise en œuvre complète et cohérente est la clé de la confiance dans le cadre budgétaire européen.

⁶ Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2015 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, mars 2015

ARTICLES

LES PROGRÈS EN MATIÈRE DE RÉFORMES STRUCTURELLES DANS LA ZONE EURO ET LEURS ÉVENTUELS EFFETS

Les réformes structurelles sont à même de stimuler fortement la productivité et l'emploi et de relancer la croissance dans la zone euro, tout en améliorant également la capacité des pays à s'ajuster rapidement aux chocs, à réaffecter les ressources et à restructurer leur économie. Cet article présente les effets des réformes structurelles sur les principales variables macroéconomiques, décrit les progrès récents en matière de réformes des marchés des biens et services et du travail et suggère que de nouvelles réformes structurelles pourraient constituer un outil puissant pour rétablir la croissance et la compétitivité dans la zone euro. Certains signes montrent que les réformes engagées depuis le début de la crise ont déjà exercé une incidence positive ; les salaires et les prix semblent plus flexibles et ont contribué au processus d'ajustement, tandis que les résultats à l'exportation se sont également améliorés dans les pays ayant adopté des réformes. Même si certains pays de la zone euro ont réalisé des progrès significatifs, des indicateurs montrent qu'il existe toujours une marge importante pour poursuivre les réformes dans la zone. Cela est nécessaire pour soutenir une croissance durable à long terme, accroître les capacités d'ajustement des pays de la zone euro et favoriser le bon fonctionnement de l'Union monétaire.

I LES EFFETS MACROÉCONOMIQUES DES RÉFORMES STRUCTURELLES

Les réformes structurelles peuvent permettre d'améliorer durablement l'emploi, l'investissement et la croissance et d'apporter la flexibilité nécessaire au bon fonctionnement de l'Union monétaire.

Les réformes visant à dynamiser la concurrence et à accroître la flexibilité des prix et des salaires contribuent à améliorer la compétitivité et la productivité. Cela est particulièrement important pour les pays de la zone euro dans lesquels les gains en matière de compétitivité-prix résultent des évolutions des salaires et des prix, accentuant ainsi l'importance de la flexibilité. La flexibilité sur les marchés du travail et des biens et services contribue également à fournir la capacité d'ajustement et les signaux de marché nécessaires pour que les économies de la zone euro puissent se restructurer, opérer une réallocation des ressources et se développer. Ainsi, les réformes structurelles aident à réaliser une allocation plus efficiente des ressources, ce qui stimule le potentiel de croissance à plus long terme des économies et crée de nouveaux emplois *via* différents canaux de transmission¹.

I.1 LES CANAUX DE TRANSMISSION DES RÉFORMES STRUCTURELLES

Les réformes des marchés du travail et des biens et services exercent divers effets théoriques sur les salaires, les prix et l'emploi. Dans la mesure où elles réduisent la marge sur les salaires ou le salaire de réserve, les réformes des marchés du travail devraient exercer un effet modérateur sur les salaires, se traduisant par une amélioration de la compétitivité et/ou des marges bénéficiaires plus élevées pour les entreprises et une augmentation de la demande de main-d'œuvre, ce qui peut conduire à une hausse de l'emploi et, toutes choses étant égales par ailleurs, à une baisse du chômage structurel. Cette dernière serait également favorisée par une plus grande différenciation des rémunérations entre les différentes catégories de salariés (selon l'âge, la qualification, etc.) qui contribuerait à réduire l'inadéquation structurelle entre offre et demande sur le marché du travail. Les salaires réels pourraient par la suite dépasser leurs niveaux initiaux en liaison avec l'augmentation de la demande de main-d'œuvre et les hausses de la productivité potentielle². Les réformes des marchés des biens et services qui facilitent l'entrée des entreprises sur le marché et renforcent la concurrence réduisent la marge sur les prix.

1 Cf., par exemple, T. Bayoumi, D. Laxton et P. Pesenti, *Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment*, Working Paper Series, n° 341, BCE, avril 2004 ; G. Coenen, P. McAdam et R. Straub, *Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the euro area-wide model*, Working Paper Series, n° 747, BCE, avril 2007 ; cf. également S. Gomes, P. Jacquinet, M. Mohr et M. Pisani, *Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment*, International Finance, vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, pp. 23-44.

2 Cf., par exemple, L. Lusinyan et D. Muir, *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy*, Working Paper Series, n° 13/22, FMI, janvier 2013.

Cela contribue également à la hausse des salaires réels, favorisant ainsi une augmentation de la demande agrégée, avec pour résultat une hausse de la production et de l'emploi. Dans la mesure où les réformes des marchés des biens et services améliorent également la productivité, les salaires réels peuvent encore augmenter, tandis que l'incidence sur l'emploi dépend de l'importance relative des effets de revenus et des effets prix³. La grande majorité des études confortent l'idée selon laquelle les réformes des marchés du travail et des biens et services exercent une incidence positive sur l'emploi. En ce qui concerne les salaires réels, les résultats sont moins uniformes ; alors que les réformes des marchés des biens et services sont généralement associées à une hausse des salaires réels, les effets des réformes du marché du travail et d'autres réformes structurelles dépendent de la nature spécifique de la réforme⁴.

Les réformes des marchés des biens et services et du travail sont susceptibles d'accroître l'investissement.

Cette incidence s'exerce par le biais de deux canaux principaux. Premièrement, dans la mesure où l'effet initial de modération des salaires exercé par les réformes du marché du travail se traduit par une augmentation de la marge bénéficiaire, les entreprises disposent de fonds supplémentaires pour investir et d'un rendement plus élevé du capital. L'emploi progresse, non seulement en raison de l'augmentation de l'investissement mais également grâce à la modération salariale. Par conséquent, la consommation tend à augmenter à long terme, fournissant des incitations supplémentaires à investir en raison de la hausse attendue de la demande future. Deuxièmement, les réformes des marchés des biens et services qui facilitent l'entrée de nouveaux acteurs et la concurrence tendent à réduire les marges sur les prix et entraînent une hausse des salaires réels et de la demande, stimulant ainsi l'investissement⁵. Des éléments montrent que les réformes des marchés du travail et des biens et services ont des effets positifs sur l'investissement. Ces conclusions sont corroborées par la simulation des résultats des réformes structurelles dans la zone euro à l'aide du modèle EAGLE (cf. encadré 1). Selon les simulations du modèle, l'augmentation de la production résulterait en grande partie de la hausse de l'investissement.

3 Des éléments empiriques laissent penser que des hausses continues de la productivité entraînent une baisse de l'emploi. Cf. J. Gali, *Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?*, *American Economic Review*, vol. 89, n° 1, American Economic Association, mars 1999, pp. 249-271.

4 Par exemple, réduire le coin fiscal dans la zone euro pourrait stimuler non seulement les heures travaillées mais également les salaires réels. Cf., par exemple, Coenen et al., op. cit. Cette incidence positive n'est pas observée dans le cas des réformes traditionnelles du marché du travail telles que les réductions du salaire minimum, la baisse des allocations chômage ou le passage à des négociations salariales au niveau des entreprises plutôt que du secteur. Cf. également T. Krebs et M. Scheffel, *Macroeconomic evaluation of labour market reform in Germany*, *Working Paper Series*, n° 13/42, FMI, février 2013.

5 Un troisième canal correspond à l'incidence directe des réformes sur la productivité, qui pourrait doper l'investissement en liaison avec les hausses du rendement du capital. Cf. R. Griffith, R. Harrison et H. Simpson, *Product Market Reform and Innovation in the EU*, *The Scandinavian Journal of Economics*, n° 112, avril 2010, pp. 389-415. Il convient de noter que le renforcement de la concurrence réduit les marges bénéficiaires, ce qui peut diminuer les investissements des entreprises présentes dans le secteur. Cet effet tend à être dominé par les effets d'accroissement de l'investissement. Cf. A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti et F. Schiantarelli, *Regulation and Investment*, *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, Issue 4, juin 2005, pp. 791-825.

Encadré 1

LES EFFETS MACROÉCONOMIQUES DES RÉFORMES STRUCTURELLES : ÉVALUATION À PARTIR DU MODÈLE EAGLE

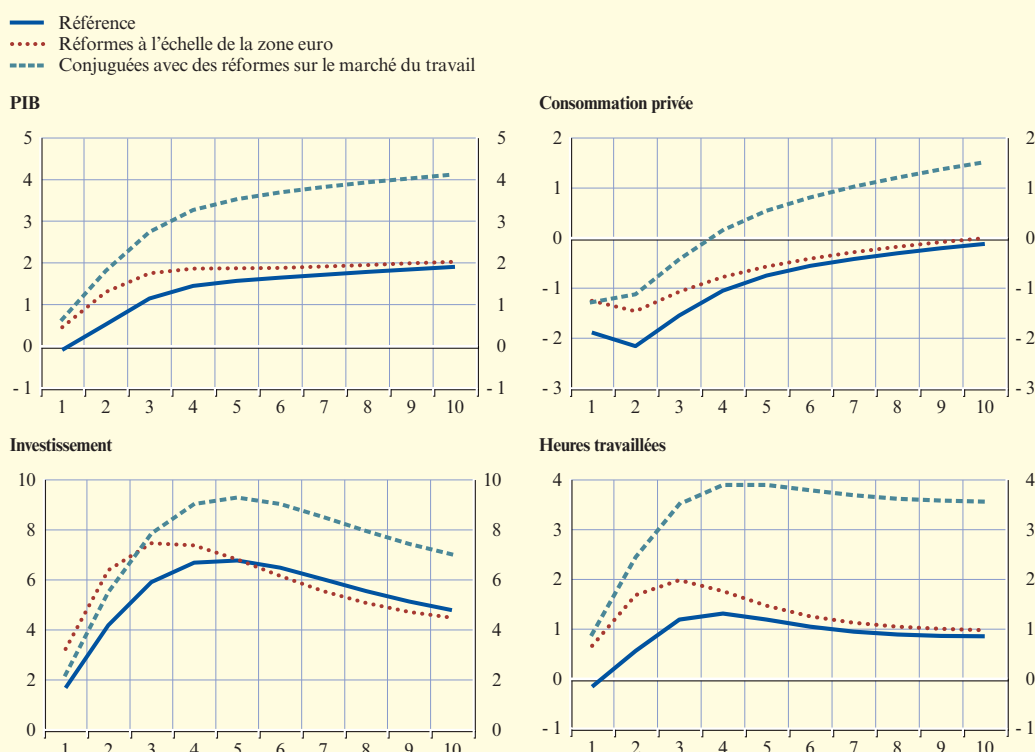
L'évaluation quantitative des effets macroéconomiques des réformes structurelles fait partie intégrante de l'analyse générale de politique économique. À cette fin, on a largement recours à des simulations formelles, établies à partir de modèles. Le présent encadré se fonde sur le modèle EAGLE (*Euro area and Global Economy*)¹ pour analyser les effets macroéconomiques des réformes structurelles.

1 EAGLE est un modèle microfondé multi-pays calibré à grande échelle. Des microfondations explicites permettent d'identifier les paramètres structurels et d'analyser correctement l'incidence des évolutions structurelles, tandis que le cadre d'équilibre général permet de tenir dûment compte des effets du comportement des ménages et des entreprises. Dans sa version de référence, le modèle EAGLE comporte quatre régions : les États-Unis, le reste du monde et deux régions de la zone euro, à savoir un pays donné de la zone euro et le reste de la zone. Les régions de la zone euro font l'objet d'une politique monétaire unique, qui réagit à une moyenne pondérée de la production et du taux d'inflation régionaux. En termes de fondement théorique, EAGLE est analogue au modèle relatif à l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model – NAWM*) (cf. S. Gomes, P. Jacquinot et M. Pisani, *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, *Economic Modelling*, vol. 29(5), Elsevier, 2012).

Dans ce modèle, les ménages fournissent la main-d'œuvre et fixent leurs salaires sur des marchés en situation de concurrence monopolistique, en appliquant une majoration au taux marginal de substitution entre les heures travaillées et la consommation. De la même manière, les entreprises déterminent les prix des produits différenciés en appliquant une majoration au coût marginal de production. Les majorations appliquées aux salaires et aux prix à la production reflètent le degré de forces monopolistiques dans l'économie et aboutissent à des niveaux sous-optimaux d'utilisation de la main-d'œuvre et de production. Cette modélisation permet ainsi d'étudier les implications des réformes destinées à renforcer la concurrence, grâce à l'analyse des effets d'une réduction des majorations. Dans l'ensemble, les simulations montrent que les réformes structurelles peuvent renforcer considérablement la croissance du PIB, même à court terme.

Les réformes structurelles peuvent être mises en œuvre de différentes manières, avec divers impacts macroéconomiques. À titre d'illustration, nous proposons ci-après trois scénarios différents de réforme dans le secteur des services² : (1) la mise en œuvre unilatérale des mesures dans un grand pays de la zone euro (« référence ») ; (2) une mise en œuvre coordonnée des mesures (« réformes à l'échelle de la zone euro »), et (3) la mise en œuvre unilatérale dans le grand pays de la zone euro d'une réforme du secteur des services accompagnée d'une réforme du marché du travail (« réforme conjuguée avec une réforme du marché du travail »). Dans les simulations qui suivent, les réformes sont mises en œuvre via l'hypothèse d'une réduction permanente de la majoration des prix du secteur non soumis à la concurrence internationale et de la majoration des salaires à l'échelle de l'économie de, respectivement, 10 points de pourcentage et 7,5 points de

Simulation de l'incidence des mesures structurelles sur le pays de la zone euro menant une réforme, selon différents scénarios ; sélection de variables macroéconomiques

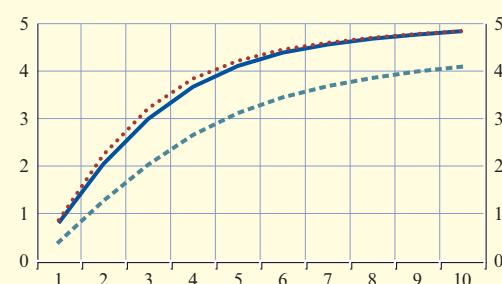


2 Cf. également S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr et M. Pisani, *Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment*, International Finance, vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013.

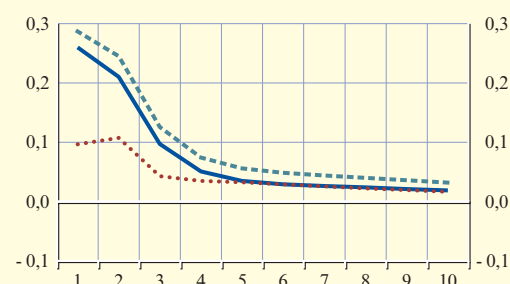
Simulation de l'incidence des mesures structurelles sur le pays de la zone euro menant une réforme, selon différents scénarios ; sélection de variables macroéconomiques (suite)

— Référence
 Réformes à l'échelle de la zone euro
 - - - Conjuguées avec des réformes sur le marché du travail

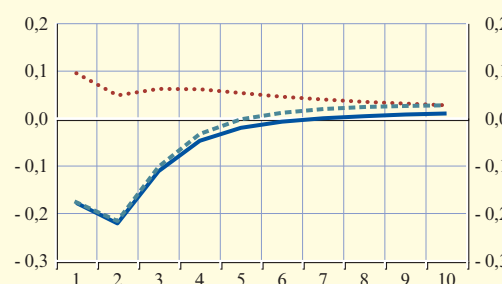
Salaire réel



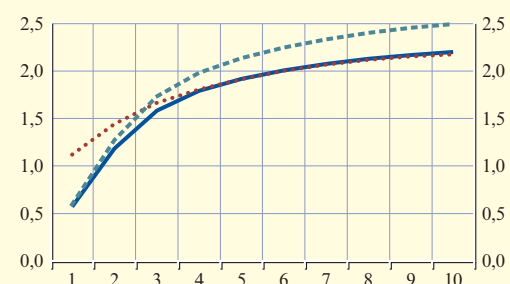
Taux d'intérêt réel



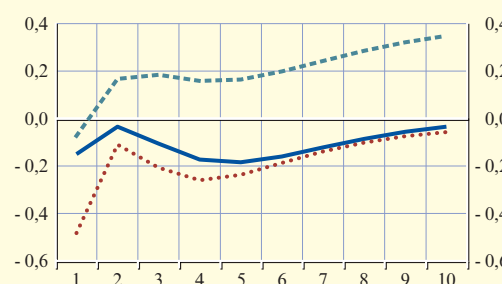
Hausse de la consommation



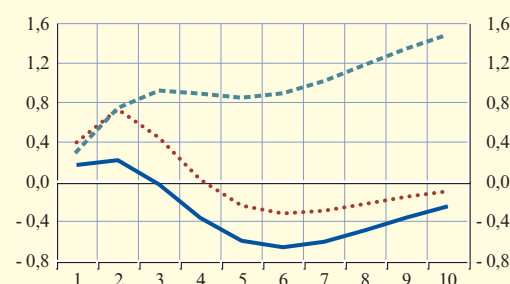
Taux de change réel



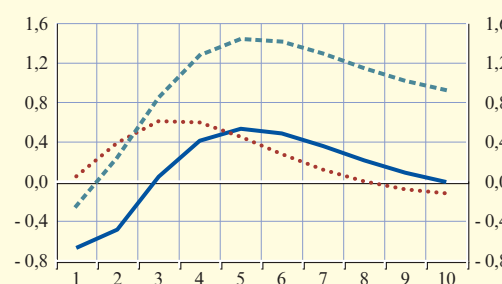
Termes de l'échange



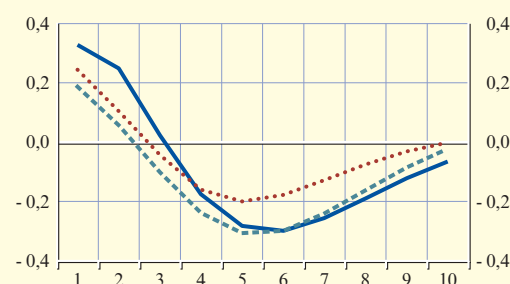
Exportations



Importations



Ratio solde commercial/PIB



Source : Simulations de la BCE.

Note : Le graphique retrace les écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence à un horizon de dix ans (mais des écarts en points de pourcentage s'agissant de la hausse de la consommation, du taux d'intérêt réel et du ratio solde commercial/PIB).

pourcentage, appliquée de façon progressive sur deux ans. L'ampleur spécifique des chocs garantit que ces deux types de réformes ont approximativement la même incidence à long terme sur le PIB. Les résultats de la simulation sont présentés dans les graphiques ci-contre.

La mise en œuvre unilatérale de la réforme du secteur des services peut engendrer des coûts économiques transitoires pour certaines composantes du PIB, telles que la consommation, en dépit d'une hausse de l'investissement à court terme. Dans le *scénario de référence*, la réforme du secteur des services aboutit à un redressement décalé de la production nationale et à de fortes pressions à la baisse sur l'inflation à court terme. À la suite du choc d'offre positif permanent, les ménages anticipent une réduction des prix des services, ce qui entraîne un recul de l'inflation nationale et une hausse du taux d'intérêt réel domestique. Par conséquent, la consommation diminue de manière significative à court terme. En revanche, en anticipation d'une augmentation du niveau de production à plus long terme, les entreprises renforcent la demande d'investissement et accumulent progressivement du capital, ce qui accroît la demande de main-d'œuvre et pousse les salaires réels à la hausse. Globalement, le solde extérieur commence par augmenter, avec la baisse de la demande intérieure. À moyen terme, il demeure inférieur à son niveau d'équilibre, avec la hausse de la demande agrégée. Le taux de change réel du pays se déprécie à terme pour pouvoir absorber l'accroissement de l'offre.

Avec la mise en œuvre coordonnée des mesures, qui se traduit par des retombées transfrontières positives et un ajustement plus important du taux de change nominal de l'euro, le bénéfice des réformes se fait ressentir plus rapidement. Les réformes à l'échelle de la zone euro soutiennent la production nationale dans la mesure où tous les pays de la zone euro affichent dans ce cas le même rythme de croissance. Ce gain supplémentaire d'activité économique résulte essentiellement des échanges commerciaux (la croissance des exportations est beaucoup plus rapide), élimine les pressions à la baisse sur l'inflation et entraîne une évolution plus favorable du taux d'intérêt réel national. Par conséquent, le recul de la consommation interne est également moins prononcé que dans le scénario de référence. À court terme, cette diminution de la consommation, conjuguée avec l'augmentation des exportations, aboutit initialement à un excédent commercial, moins élevé cependant que dans le scénario de référence dans la mesure où les réformes sont ici mises en œuvre à l'échelle de la zone euro. Avec l'entrée en vigueur progressive des réformes et la hausse de la demande agrégée dans la zone euro, le solde commercial revient à un niveau inférieur à son niveau d'équilibre, ce qui accentue la dépréciation du taux de change réel. À long terme, on estime que les répercussions transfrontières sont positives, quoique plutôt limitées. L'effet à long terme sur l'économie nationale d'une mise en œuvre simultanée des réformes dans tous les pays de la zone euro est donc analogue à celui décrit dans le cas de référence.

La mise en œuvre conjointe d'une réforme dans le secteur des services et d'une réforme du marché du travail favorise une croissance économique plus rapide et plus équilibrée. Lorsque la réforme du secteur des services est *conjuguée avec une réforme du marché du travail*, l'augmentation de l'activité économique s'accélère de manière significative, tandis que les pressions à la baisse sur l'inflation demeurent élevées. La réforme du marché du travail pousse les salaires à la baisse via un accroissement de l'offre de main-d'œuvre. La hausse du taux d'intérêt réel domestique affaiblit la demande intérieure au cours des phases initiales, mais la production augmente au cours de la première année. Dans le même temps, la concurrence sur le marché du travail favorise l'offre de travail et fait baisser les salaires réels, ce qui incite les entreprises aussi bien du secteur exposé que du secteur non exposé à la concurrence internationale à accroître la demande de main-d'œuvre. Par conséquent, l'emploi augmente, contribuant positivement à la demande intérieure à moyen terme.

Grâce aux gains de compétitivité élevés et aux importantes retombées positives suscitées par les réformes menées dans un pays donné sur le reste de la zone euro, les exportations nationales enregistrent une forte progression. Par rapport au cas de référence, les termes de l'échange se détériorent, reflétant une baisse des prix des biens du secteur exposé. La demande d'importations augmente en liaison avec une hausse du revenu national. En conséquence, l'amélioration du solde commercial à court terme est moins significative que dans le cas de référence. L'incidence à long terme sur l'économie est beaucoup plus forte, à l'exception notable des salaires réels, qui affichent une moindre progression que dans le cas de référence. La réaction du PIB est deux fois plus importante que dans le cas de référence, sous l'effet de la réforme du marché du travail, qui contribue à une réaction proportionnellement plus prononcée de la consommation, de l'emploi et des flux d'échanges commerciaux.

1.2 LES MODALITÉS DE MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES STRUCTURELLES

Si les réformes sont bien ciblées et mises en œuvre de manière adéquate, les bénéfices à court terme peuvent largement l'emporter sur tout coût potentiel à court terme, tandis que les incidences à long terme sont positives. Les réformes du marché du travail et du secteur des services peuvent engendrer des coûts transitoires, dans la mesure où elles peuvent induire un recul temporaire de certaines composantes du PIB, telles que la consommation. Par exemple, les mesures qui renforcent la concurrence sur les marchés des biens et services peuvent conduire à la sortie des entreprises historiquement en place, ce qui pourrait entraîner temporairement une diminution de la consommation privée, une baisse de la production et une augmentation du chômage dans le secteur concerné. Toutefois, dans la mesure où de nouvelles entreprises entrent sur le marché et où le secteur dans son ensemble devient plus efficient, les entreprises ont tendance à accroître l'investissement et l'emploi, et la production augmente au-delà des niveaux de départ. De même, le fait de faciliter l'embauche et le licenciement des salariés pourrait entraîner temporairement un recul de l'emploi sur la période suivant immédiatement la réforme. Toutefois, cela permet également aux entreprises de se restructurer plus rapidement, stimulant la compétitivité et accroissant l'investissement et, en fin de compte, l'emploi⁶. De plus, grâce aux anticipations de revenus futurs plus élevés, conjuguées à des réactions positives rapides des marchés financiers aux réformes, les effets de croissance positifs attendus sur le PIB peuvent se faire sentir dès le court terme et l'emporter largement sur les coûts transitoires.

Les réformes coordonnées des marchés du travail et des biens et services ont généralement des effets macroéconomiques plus importants que ceux découlant des réformes isolées (cf. encadré 1). Afin de retirer les bénéfices d'une telle coordination, les réformes des marchés des biens et services et du travail doivent se compléter plutôt que se substituer les unes aux autres. Plusieurs auteurs soulignent que le fait de regrouper les réformes entraîne des ajustements à court terme plus rapides et réduit au minimum, ou même élimine, les coûts à court terme liés à la mise en œuvre de réformes individuelles. Les effets décrits par Anderson *et al.* sont un exemple des résultats globaux ressortant de la littérature. Le graphique 1 présente une simulation des effets des réformes envisageables dans tous les pays de la zone euro à court terme et à long terme principalement par le biais d'une réduction des marges et d'une augmentation de la productivité du marché du travail. Pour chacun des pays de la zone euro, les simulations modélisent l'incidence du comblement de 50 % environ de l'écart avec le meilleur pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dans les politiques des marchés du travail et des biens et services. Le graphique 1 montre que les réformes pourraient stimuler fortement la croissance à long terme, l'incidence étant plus marquée lorsque

6 Cf. A. Hobza et G. Mourre, *Quantifying the potential macroeconomic effects of the Europe 2020 Strategy: stylised scenarios*, European Economy – Economic Papers, n° 424, DG ECFIN, Commission européenne, 2010, qui présente la dynamique positive pour l'UE, et D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan et D. Muir, *Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth*, Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, FMI, 2013, qui présente la dynamique positive du PIB à court terme pour la zone euro.

les réformes des marchés des biens et services sont mises en œuvre en même temps que celles du marché du travail plutôt que séparément. De plus, les effets positifs des réformes sur le PIB peuvent déjà être observés la première année.

La chronologie des réformes est importante.

Le fait de commencer par la déréglementation des marchés des biens et services peut entraîner une augmentation de l'emploi et des salaires réels et ainsi compléter les réformes du marché du travail qui suivront⁷. Certains auteurs montrent qu'une mise en œuvre plus rapide des réformes produit de meilleurs résultats à court et à long terme qu'une mise en œuvre progressive, les réformes réalisées par anticipation pouvant susciter un ajustement plus rapide des prix et des salaires et accélérer le rebond de la croissance et de la création d'emplois⁸.

Le degré initial de réglementation du marché semble influencer l'efficacité des réformes.

Plus le marché est réglementé au départ, plus l'incidence positive des réformes sera forte à long terme. Selon certains auteurs, les réformes du secteur des services non marchands entraînent les gains les plus importants car le degré de concurrence dans ce secteur est relativement faible⁹.

Il n'existe pas de consensus sur l'incidence du stade du cycle d'activité sur le processus de réforme.

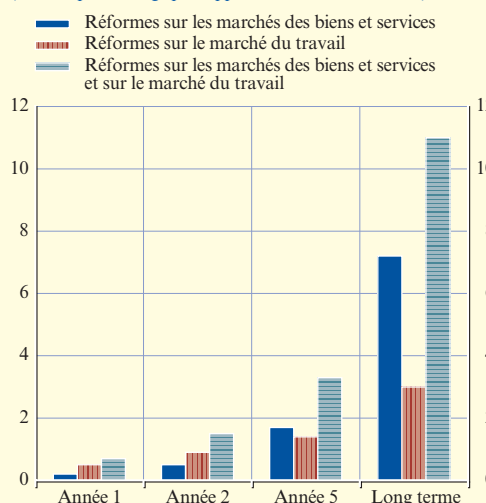
Plusieurs études montrent qu'en période de faible demande, certaines réformes du marché du travail peuvent s'avérer moins bénéfiques ou même avoir des effets négatifs, tandis que d'autres démontrent que la position dans le cycle conjoncturel n'a pas d'incidence sur le succès des réformes¹⁰.

La vigueur des canaux de la confiance, qui soutiennent les effets positifs des réformes structurelles, dépend essentiellement de la crédibilité des réformes. Si les réformes manquent de crédibilité, leur incidence ne sera pas aussi importante que dans le cas où les agents économiques ont pleinement confiance dès le départ dans le programme de réformes annoncé. Anderson *et al.* montrent que si la crédibilité du programme de réforme ne se forge que progressivement, son incidence sur la croissance sera plus faible à plus court terme. Ainsi, les effets positifs des réformes peuvent être plus prononcés, se manifester plus rapidement et durer davantage si celles-ci sont crédibles.

Des réformes structurelles peuvent également être entreprises quand la politique monétaire est limitée par la borne zéro des taux d'intérêt. D'après les études théoriques, le taux d'intérêt réel augmente généralement lorsque des réformes structurelles sont mises en œuvre en raison de l'incidence baissière que celles-ci exercent sur les niveaux de prix. Cela peut entraîner une baisse de la consommation privée à court terme, car les consommateurs raisonnent de manière prospective et réajustent leurs profils de

Graphique I Simulation de l'effet sur le PIB de la zone euro d'un programme de réformes structurelles à l'échelle de la zone

(écart en pourcentage par rapport au niveau de référence)



Source : Anderson *et al.*

7 Cf., par exemple, O. Blanchard et F. Giavazzi, *Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 3, août 2003, pp. 879-907.

8 Pour un débat sur ce sujet, cf. O.J. Blanchard, K.A. Froot et J.D. Sachs (eds.), *The Transition in Eastern Europe*, University of Chicago Press, 1994.

9 Cf., par exemple, A. Everaert et W. Schule, *Structural Reforms in the Euro Area: Economic Impact and Role of Synchronization across Markets and Countries*, *Working Paper Series*, n° 06/137, FMI, 2006.

10 Cf., par exemple, W. Tompson, *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Market and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OECD Publishing, 2009.

consommation et d'épargne¹¹. D'après ces modèles, la réaction du taux d'intérêt réel a tendance à être plus forte lorsque la borne zéro des taux d'intérêt est contraignante, renforçant ce canal. Toutefois, d'autres études ont conclu que les conséquences de la borne zéro peuvent être surmontées si les effets de confiance et le canal de l'investissement opèrent fortement, en particulier s'ils sont soutenus par une réaction positive immédiate des marchés boursiers anticipant les bénéfices futurs des réformes¹². Il est important de noter que la politique monétaire dispose également de mesures non conventionnelles pour accentuer l'orientation accommodante même si la borne zéro des taux d'intérêt est contraignante.

2 LES RÉFORMES STRUCTURELLES DANS LA ZONE EURO DURANT LA CRISE

Les pays de la zone euro ont adopté un large éventail de mesures structurelles en réponse à la crise économique et aux turbulences sur les marchés financiers. Les efforts de réforme ont été principalement concentrés dans les pays en difficulté (cf. encadré 2) confrontés à des déséquilibres macroéconomiques et à des vulnérabilités importants. Les mesures ont porté sur les marchés du travail et des biens et services, sur les marchés financiers ainsi que sur la politique commerciale et budgétaire, avec comme objectif d'accroître la flexibilité et la capacité de résistance des économies et, *in fine*, de renforcer une croissance soutenable et de rétablir la création d'emplois.

11 Pour un débat sur ce sujet, cf. G. Eggertsson, A. Ferrero et A. Raffo, *Can Structural Reforms Help Europe?*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, Elsevier, janvier 2014, pp. 2-22.

12 Cf. J. Fernández-Villaverde, *Discussion of 'Can Structural Reforms Help Europe?' par Gaudi Eggertsson, Andrea Ferrero and Andrea Raffo*, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 2013, ou L. Vogel, *Structural reforms at the zero bound?*, *European Economy – Economic Papers*, n° 537, DG ECFIN, Commission européenne, novembre 2014, pour les conclusions les plus récentes.

Encadré 2

LES EFFETS DES RÉFORMES STRUCTURELLES DANS LES PAYS EN CRISE DE LA ZONE EURO

Depuis la crise financière, les pays de la zone euro en difficulté ont mis en œuvre un certain nombre de réformes structurelles dont les premiers résultats font état de gains substantiels en termes de production. L'objet du présent encadré est d'apporter un éclairage sur la possible incidence quantitative des réformes structurelles sur les variables macroéconomiques clés, dans une sélection de pays de la zone euro en difficulté¹.

Plusieurs réformes structurelles ont été mises en œuvre en Grèce. Selon les estimations du FMI², les mesures permettant de combler environ la moitié de l'écart constaté avec le reste de la zone euro sur les marchés de biens et services et du travail (ce qui semble correspondre au résultat auquel la Grèce est parvenue durant la crise, d'après l'évolution des indicateurs de l'OCDE relatifs à la réglementation sur les marchés de biens et services (PMR) et à la législation sur la protection de l'emploi (EPL)) pourraient entraîner une hausse du PIB en volume de 4 % environ au bout de cinq ans et de 10 % à long terme. Une étude menée par la Fondation pour la recherche économique et industrielle³, qui utilise également le modèle monétaire et budgétaire intégré global (*Global Integrated Monetary and Fiscal* – GIMF), fait état d'effets significatifs analogues sur la production, sur l'emploi, sur la productivité et sur la compétitivité à long terme.

1 Les données ou les différents modèles ne reflètent pas encore intégralement l'incidence globale. Par ailleurs, et c'est particulièrement pertinent dans le cas des pays en difficulté, il est difficile d'établir une différence entre mesures budgétaires et mesures purement structurelles, en raison de leur mise en œuvre simultanée dans de nombreux cas. Même en tenant compte de ces réserves, les données provisoires indiquent que des gains substantiels de production peuvent être attribués aux réformes structurelles.

2 *IMF Country Report* n° 13/155, juin 2013.

3 Fondation pour la recherche économique et industrielle, *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece*, 2014.

Un large éventail de réformes structurelles soutient la reprise en Irlande. Le Service d'économie et d'évaluation de l'État irlandais (*Irish Government Economic and Evaluation Service – IGEES*)⁴, par exemple, estime qu'un vaste programme de réformes dans les domaines de la fiscalité, de l'accès au financement, de la politique en matière de concurrence, de la compétitivité des salaires, de politique active du marché du travail et du capital humain pourrait donner lieu à une hausse permanente de 1,3 % du niveau du PIB, d'ici à 2020, par rapport au scénario de référence. En outre, 26 000 emplois pourraient être créés par rapport à ce même scénario.

En Italie, la poursuite des réformes est capitale pour accroître le PIB potentiel. Plusieurs études⁵ sont disponibles concernant les effets possibles des réformes structurelles potentielles. Dans le cas de réformes significatives des marchés de biens et services et du travail, qui aligneraient l'Italie sur les « meilleures pratiques », le PIB pourrait augmenter de plus de 10 % à long terme. La mise en œuvre simultanée des deux réformes pourrait donner lieu à une progression encore plus soutenue du PIB.

Au Portugal, les réformes menées au cours de la période 2009-2013 ont déjà relevé les niveaux de la productivité et du PIB potentiel. D'après les estimations de l'OCDE⁶, les réformes auront abouti à une hausse de 3,5 % de ces variables en 2020. D'autres analyses réalisées par l'OCDE montrent que si le Portugal évoluait vers les meilleures pratiques parmi les pays de l'OCDE dans divers domaines de la réglementation des marchés de biens et services, il en résulterait une progression supplémentaire de 5,5 % du niveau du PIB d'ici à 2020⁷.

En Espagne, les principaux bénéfices semblent provenir de la réforme du marché du travail en 2012. Selon une étude de l'OCDE⁸, par exemple, jusqu'au deuxième trimestre 2013, 50 % de la baisse constatée des coûts unitaires de main-d'œuvre et au moins 25 000 nouveaux contrats à durée indéterminée par mois, principalement parmi les entreprises de petite taille, peuvent être attribués à cette réforme. La réforme du marché du travail en 2012 comptait parmi ses éléments déterminants une évolution vers la négociation à l'échelle de l'entreprise ainsi qu'une modification de la législation en matière de licenciement. À cet égard, une analyse séparée, réalisée par le Banco de España⁹, indique que les résidus d'une régression des salaires par rapport aux prix, au chômage et à la productivité se sont inscrits en baisse depuis 2008. Cela indique que les réformes du marché du travail mises en œuvre au cours de cette période peuvent également se traduire par une modération salariale supérieure à celle résultant des évolutions de la productivité, des prix et du cycle conjoncturel.

Les pays en difficulté ont également réalisé d'importants gains dans le domaine des réformes des marchés de biens et services. Selon la Commission européenne, la directive « services » de l'UE et les réformes de l'environnement pour les entreprises mise en œuvre jusqu'à mi-2013 ont entraîné une hausse de la productivité du travail dans les secteurs concernés par la directive d'environ 4,3 %, 5,7 %, 7 % et presque 9 %, respectivement, au Portugal, en Espagne, en Italie et en Grèce¹⁰.

⁴ *Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland*, document de travail IGEES, juillet 2014.

⁵ Pour un résumé des études de l'incidence des réformes structurelles sur l'économie italienne, cf. *Études économiques de l'OCDE : Italie 2013*, OECD Publishing, 2013.

⁶ *Portugal: Reforming the State to promote growth*, Série « Politiques meilleures », OECD Publishing, mai 2013.

⁷ *Portugal: Deepening structural reform to support growth and competitiveness*, Série « Politiques meilleures », OECD Publishing, juillet 2014.

⁸ *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment*, OECD Publishing, juin 2014.

⁹ M. Izquierdo, A. Lacuesta, et S. Puente, *The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market*, Bulletin économique, Banco de España, septembre 2013.

¹⁰ *Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece*, European Economy, 5/2014, DG ECFIN, Commission européenne ; en outre, pour J. Varga, R. Werner et J. in't Veld, dans *Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal*, European Economy – Economic Papers, n° 511, DG ECFIN, Commission européenne, décembre 2013, les domaines de l'éducation et de la fiscalité sont les plus propices à une intervention sous la forme de réformes structurelles, et confirment que ces dernières se traduisent par d'importants gains économiques à moyen et long terme.

Plusieurs pays ont introduit des réformes du marché du travail afin d'améliorer sa flexibilité et de stimuler l'emploi.

La flexibilité du marché du travail a été renforcée en réduisant les indemnités de licenciement, en rationalisant les procédures administratives pour résilier les contrats à durée indéterminée, en facilitant les dispositifs alternatifs de résolution des conflits du travail et en mettant en place une procédure judiciaire spécifique plus rapide. Dans le même temps, dans les pays où la segmentation du marché du travail était particulièrement forte et par conséquent préjudiciable à la productivité, les réductions de la protection excessive de l'emploi dont bénéficiaient les travailleurs en contrat à durée indéterminée ont souvent été conjuguées à l'adoption de critères plus stricts pour l'utilisation des contrats temporaires. Plusieurs pays ont pris des mesures afin de réduire le coin fiscal et de réviser les mécanismes de fixation des salaires pour accorder davantage d'importance aux négociations salariales au niveau des entreprises par rapport aux accords collectifs conclus à l'échelle de l'économie.

Des réformes des régimes de retraite ont également été mises en œuvre afin d'édifier des systèmes de retraite plus viables et d'accroître l'offre de main-d'œuvre.

Des réformes majeures des retraites ont retardé l'âge légal de départ en retraite tandis que les prestations de retraite ont été réduites afin d'améliorer la viabilité des systèmes de retraite, tout en augmentant également l'offre de main-d'œuvre et en renforçant ainsi la production potentielle¹³.

Les progrès des réformes des marchés des biens et services ont été également significatifs.

Des mesures ont été adoptées dans certains pays de la zone euro afin de réduire les charges administratives liées à la création d'une entreprise, d'améliorer l'accès des entreprises au financement et de renforcer la concurrence dans les secteurs protégés. Les réglementations relatives à l'entrée sur le marché ont été revues dans les secteurs de l'énergie, des services professionnels et des transports dans de nombreux pays. Plusieurs réformes des marchés des biens et services ont également été engagées dans le cadre du renforcement du Marché unique de l'UE.

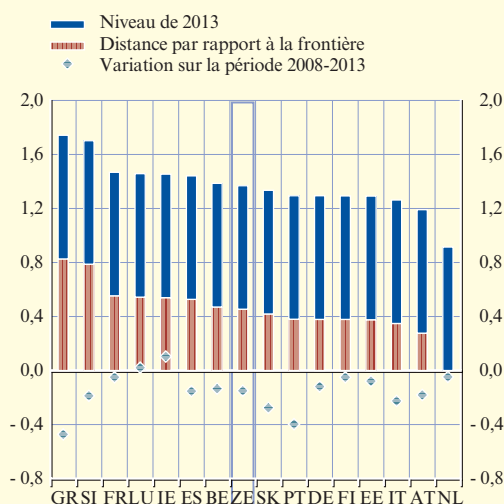
Le rythme de la mise en œuvre des réformes s'est ralenti récemment, en dépit de l'apparition d'éléments soulignant les effets bénéfiques des réformes importantes mises en application depuis 2008.

Les indicateurs relatifs à la réglementation des marchés de produits (*product market regulation – PMR*) et à la législation sur la protection de l'emploi (*employment protection legislation – EPL*) calculés par l'OCDE montrent que la mise en œuvre des réformes a été significative, notamment dans les pays en difficulté, entre 2008 et 2013. Des éléments relatifs à l'incidence des réformes structurelles mises en œuvre jusqu'en 2013 laissent penser que les mesures ont commencé à produire leurs effets dans différentes dimensions, se traduisant par des augmentations de la productivité, de bons résultats à l'exportation et, éventuellement, une réactivité accrue de l'inflation à l'activité économique (cf. encadrés 2 et 3). Toutefois, le rythme des réformes s'est ralenti récemment.

Des marges importantes subsistent dans la zone euro pour des réformes possibles, même si l'on constate une forte hétérogénéité entre les pays.

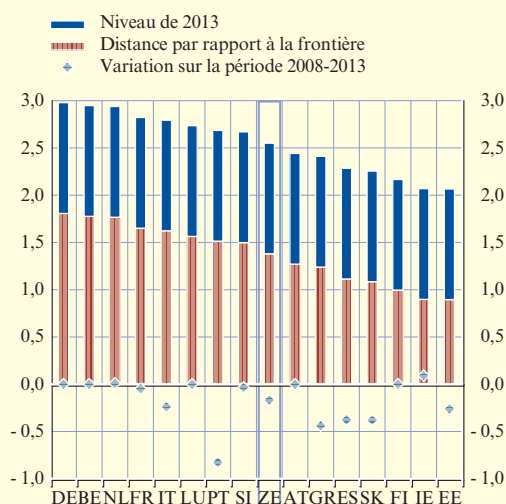
Les indicateurs PMR et EPL mettent tous deux en évidence une forte hétérogénéité entre pays de la zone euro et confirment que la distance à parcourir par rapport au pays de l'OCDE le plus flexible demeure importante (cf. graphiques 2 et 3). Même si ces indicateurs ne prennent pas en compte tous les facteurs susceptibles d'influencer la réglementation, ils fournissent une indication raisonnable des rigidités qui peuvent être comparées entre les pays.

¹³ Cf. l'article intitulé *L'incidence de la crise économique sur les marchés du travail de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2014. Cf. également *Euro area labour markets and the crisis*, *Occasional Paper Series*, n° 138, BCE, octobre 2012, qui montre que les réformes des marchés des retraites entraînent une augmentation de l'emploi et du taux d'activité.

**Graphique 2 Réglementation du marché
des biens et services**

Source : OCDE.

Notes : Les pays sont classés selon leur rang en 2013. Indicateurs synthétiques de la sévérité de la réglementation des marchés de produits (comme le contrôle par l'État, les obstacles à l'entrepreneuriat, au commerce et à l'investissement, etc.). Plus une valeur est élevée, plus la réglementation est stricte. La frontière se rapporte à la meilleure performance au sein de l'OCDE, à savoir les Pays-Bas. La moyenne pour la zone euro recouvre les pays qui sont membres de l'OCDE et pour lesquels les données sont disponibles.

**Graphique 3 Réglementation relative
à la protection de l'emploi**

Source : OCDE.

Notes : Les pays sont classés selon leur rang en 2013. Indicateurs synthétiques de la sévérité de la réglementation des marchés du travail (comme les périodes de préavis, les indemnités de licenciement, le recours à des contrats temporaires). Plus une valeur est élevée, plus la réglementation est stricte. La frontière se rapporte à la meilleure performance au sein de l'OCDE, à savoir les États-Unis. La moyenne pour la zone euro recouvre les pays qui sont membres de l'OCDE et pour lesquels les données sont disponibles.

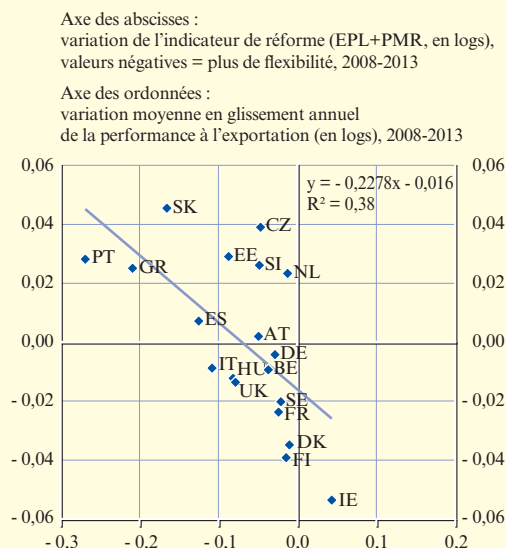
Encadré 3**PREMIERS EFFETS DES RÉFORMES STRUCTURELLES À L'ŒUVRE DANS LA ZONE EURO**

Les pays de la zone euro ayant mis en œuvre des réformes structurelles ont amélioré leurs performances à l'exportation. Sur la base des données relatives à la période allant de 2008 à 2013, ces pays tendent à afficher de meilleures performances « sous-jacentes » à l'exportation par rapport aux pays ayant mis en œuvre un nombre moins important de réformes au cours de cette période¹. Cette situation se reflète clairement dans la forte corrélation positive observée entre la performance sous-jacente à l'exportation et les réformes structurelles mesurées par la variation des indicateurs de l'OCDE relatifs à la législation sur la protection de l'emploi (EPL) et à la réglementation des marchés de biens et services (PMR) (cf. graphique A). Cette mesure de la performance à l'exportation est fondée sur les travaux de Gaulier *et al.*² et exclut la variation de la croissance de la part de marché à l'exportation due à la spécialisation dans des secteurs ou des aires géographiques à forte croissance. Elle rend donc compte de la performance sous-jacente à l'exportation déterminée par les évolutions de la compétitivité prix et hors-prix, qui sont les principaux canaux par lesquels les réformes structurelles affectent les exportations. Les simulations établies à partir de modèles relatifs aux réformes des marchés de biens et services et du travail, illustrées par des baisses

1 Il convient de souligner deux importantes réserves dans le cadre de cette analyse. Premièrement, l'analyse n'est disponible que pour les exportations de biens. Bien que cette restriction limite le champ de l'exercice, il n'existe aucune raison de penser que les réformes structurelles affectent les exportations de biens et services d'une manière très différente. Deuxièmement, la mesure de la performance à l'exportation n'est fondée que sur la marge commerciale intensive.

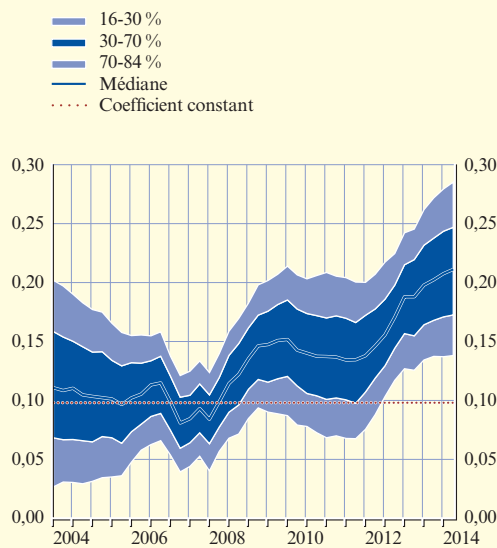
2 G. Gaulier, G. Santoni, D. Taglioni, et S. Zignago, *In the wake of the global crisis: evidence from a new quarterly database of export competitiveness*, Document de travail de recherche sur les politiques, n° 6733, Banque mondiale, 2013.

Graphique A Réformes structurelles et performance à l'exportation



Sources : OCDE, Gaulier *et al.* (2015) et calculs BCE.
Note : Le paramètre de pente est significatif au niveau de 5 %.

Graphique B Estimations variables dans le temps de la pente de la courbe de Phillips ¹⁾



Sources : Eurostat et calculs BCE.
1) La courbe de Phillips relie les taux de croissance trimestriels annualisés et corrigés de la moyenne de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (en données corrigées des variations saisonnières) à ses deux premiers intervalles et au premier intervalle de l'écart de production. Les coefficients et le log des variances de l'erreur évoluent comme des marches aléatoires sans dérive et sont estimées à partir de méthodes bayésiennes. La pente est le coefficient de l'écart de production. Le « coefficient constant » se rapporte aux estimations d'un modèle de coefficient constant fondé sur l'échantillon 1996-2014.

graduelles des majorations des prix et des salaires, dans un petit pays de la zone euro utilisant le modèle EAGLE vont dans le sens des résultats empiriques présentés dans le graphique A (cf. encadré 1) ³.

Les réformes structurelles peuvent également avoir affecté la dynamique de l'inflation dans la zone euro. Une telle incidence peut s'exercer par l'intermédiaire d'une flexibilité accrue des prix et des salaires, qui peut rendre l'inflation plus sensible à l'évolution de l'activité économique. Ce résultat est conforme aux résultats empiriques montrant une pentification de la courbe de Phillips dans la zone euro au cours des dernières années (cf. graphique B). Une analyse de l'évolution des salaires montre également une augmentation de la sensibilité des salaires au chômage à mesure que la crise se prolonge, indiquant peut-être que les réformes du marché du travail commencent à rendre les salaires plus flexibles dans certains pays de la zone euro ^{4, 5}.

3 Cf. l'article du *Bulletin mensuel* intitulé *Ajustement dans les différents pays de la zone euro : état des lieux*, BCE, mai 2013.
4 Les rigidités des salaires nominaux semblent avoir diminué à mesure que la crise s'est prolongée, indiquant peut-être que les récentes réformes du marché du travail exercent des pressions à la baisse sur les salaires (cf. *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Documents de travail, n° 159, BCE, février 2015).
5 L'estimation d'une courbe de Phillips de forme réduite appelle plusieurs réserves. Étant donné qu'il n'existe pas de consensus concernant la forme fonctionnelle de la courbe de Phillips, les résultats peuvent être sensibles à la spécification choisie et à la méthode d'estimation utilisée.

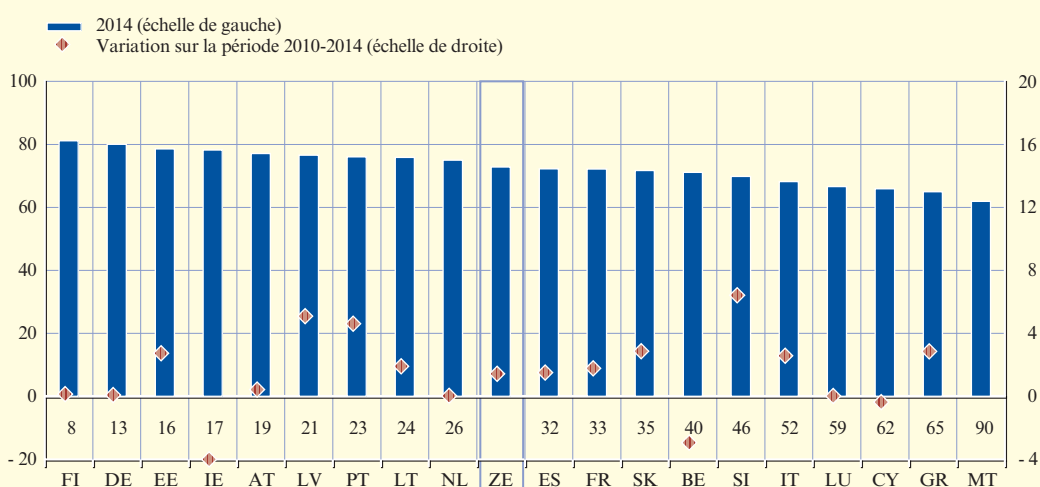
3 NÉCESSITÉ DE RÉFORMES SUPPLÉMENTAIRES DANS LA ZONE EURO

Les réformes structurelles doivent être une priorité pour les pays de la zone euro. De nouvelles réformes bénéficieraient non seulement aux pays qui les mettent en œuvre, mais soutiendraient également la reprise dans la zone euro et renforceraient le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Les réformes qui s'attaquent directement aux goulets d'étranglement et aux barrières à l'entrée afin d'accroître la facilité de faire des affaires sont cruciales. Le graphique 4 montre que dans la majorité des pays de la zone euro, l'environnement demeure peu propice aux entreprises et pourrait être sensiblement amélioré. En effet, plusieurs pays de la zone euro demeurent loin de la limite et nettement en dessous des pays les mieux classés dans le monde, un seul pays de la zone se situant parmi les dix premiers. La diminution des coûts associés à la création d'une entreprise et la réduction des barrières réglementaires à l'entrée des entreprises sur le marché amélioreraient sensiblement l'environnement des affaires.

De nouvelles réformes sont nécessaires sur le marché du travail. Des réformes qui permettent aux travailleurs de se redéployer rapidement vers de nouveaux secteurs et de nouvelles opportunités d'emploi et qui réduisent la durée du chômage et le chômage structurel sont nécessaires. Cela passe par des politiques autorisant des accords au niveau des entreprises, qui permettent aux salaires de mieux refléter les situations locales des marchés du travail et les évolutions de la productivité, autorisant une plus grande différenciation des rémunérations entre les salariés et les secteurs, réduisant les rigidités de l'ajustement de l'emploi et les dualités du marché du travail et accroissant la mobilité de la main-d'œuvre au sein des pays de la zone euro et entre eux, contribuant ainsi à réduire l'inadéquation structurelle. Ce dernier objectif sera également favorisé par le développement des qualifications de la main-d'œuvre grâce à des programmes volontaristes efficaces destinés aux chômeurs et en permettant aux salariés d'acquérir des qualifications plus pertinentes professionnellement par la formation et de l'éducation.

Graphique 4 Indice de la facilité de faire des affaires de la Banque mondiale : distance à la frontière



Source : Banque mondiale.

Notes : Les pays sont classés selon leur distance par rapport à la frontière en 2014. Le résultat pour 2014 mesure l'écart entre la performance d'une économie en particulier et la meilleure pratique. Zéro représente la performance la moins élevée et 100 constitue la frontière (mesurée par le pays dont le résultat est le plus élevé). Aucune donnée n'est disponible pour Malte avant 2013. ZE se rapporte à la moyenne simple des pays de la zone euro. Les valeurs de l'axe des abscisses reflètent la position respective des pays dans l'indice de la facilité de faire des affaires global pour 2014.

Davantage de réformes sur les marchés des biens et services permettrait d'accroître le potentiel de croissance dans la zone euro et contribuerait à accélérer la réallocation des ressources et des emplois vers des secteurs plus productifs. La poursuite des réformes des marchés des biens et services, notamment la libéralisation de certaines professions, est essentielle pour réduire les charges administratives excessives et fournir les signaux de marché nécessaires pour réussir la réallocation des ressources et la restructuration de l'économie de la zone euro. L'un des secteurs dans lesquels des initiatives à l'échelle de l'UE sont déjà engagées est celui des services. Toutefois, il reste encore une marge importante pour procéder à de nouvelles réformes afin de renforcer la concurrence et la productivité¹⁴.

4 CONCLUSION

Les réformes structurelles ont la capacité de relancer la croissance dans la zone euro à la fois à court terme et à long terme. Si elles sont conçues de manière appropriée et si leur mise en œuvre est crédible et rigoureuse, les réformes peuvent permettre de minimiser ou éliminer l'éventuelle dynamique négative à court terme pour certaines composantes du PIB et maximiser les effets positifs à plus long terme. La crédibilité des réformes et de leur mise en œuvre joue un rôle essentiel en renforçant les canaux de la confiance et en permettant aux effets positifs des réformes de se manifester plus rapidement grâce à des revenus anticipés plus élevés et à des réactions positives des marchés financiers.

De nouvelles réformes sont nécessaires au niveau des pays afin de renforcer et de stimuler le potentiel de croissance de l'Union monétaire. Même si des progrès significatifs ont été réalisés ces dernières années, il existe toujours une marge importante et un besoin urgent de poursuivre les réformes structurelles dans la zone euro. Ce sont les pays souffrant comparativement de plus de rigidités qui bénéficieront le plus des réformes structurelles. Même si les réformes sont avant tout dans l'intérêt des différents pays de la zone euro concernés, elles facilitent également le bon fonctionnement de l'Union monétaire dans son ensemble en rendant la zone euro plus flexible et plus résistante pour répondre aux chocs macroéconomiques et en facilitant également la restructuration des économies.

¹⁴ Cf., par exemple, J. Monteagudo, A. Rukowski et D. Lorenzani, *The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation*, *European Economy – Economic Papers*, n° 456, DG ECFIN, Commission européenne, juin 2012, ou E. Fernández-Corugedo et E. Pérez-Ruiz, *The EU Services Directive: Gains from Further Liberalization*, *Working Paper Series*, n° 14/113, FMI, 2014.

QUI DÉTIENT QUOI ? DE NOUVELLES INFORMATIONS SUR LES DÉTENTIONS DE TITRES

ARTICLES

Qui détient quoi ?
De nouvelles informations
sur les détentions de titres

La crise financière de 2008-2009 a souligné la nécessité de disposer d'informations granulaires relatives aux détentions de titres individuels. Cet article présente de nouvelles statistiques (les statistiques sur les détentions de titres) qui sont recueillies par le Système européen de banques centrales depuis début 2014 et contribuent largement à combler les lacunes dans ce domaine, tant au sein de la zone euro qu'entre la zone euro et le reste du monde. Elles fournissent notamment une large gamme de nouvelles ventilations, puisque les données sont collectées titre par titre. Le présent article décrit le champ d'application, le contenu et la couverture de ces nouvelles statistiques. Il illustre également leur valeur ajoutée en prenant quelques exemples spécifiques et décrit leurs utilisations possibles à l'avenir.

I INTRODUCTION

Lors de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les autorités, y compris les banques centrales, ne disposaient que d'informations très limitées sur l'identité des agents économiques exposés aux titres en question. En particulier, la plupart des statistiques officielles alors disponibles fournissaient seulement des informations agrégées, de sorte qu'il était difficile d'identifier les expositions des intervenants de marché ou des secteurs à un émetteur particulier ou d'évaluer l'ampleur de la contagion éventuelle ¹.

Cette situation, ainsi que des expériences comparables où l'absence de données détaillées freinait l'adoption de mesures rapides, a souligné la nécessité d'informations granulaires très fines sur les détentions de titres et a accéléré les travaux préparatoires du Système européen de banques centrales (SEBC) relatifs à l'élaboration de nouvelles statistiques permettant de combler cette lacune en matière d'informations ². Ces travaux ont débouché sur deux textes législatifs ³ qui fournissent une base juridique solide pour la collecte d'une série complète de données sur les détentions de titres dans la zone euro. La collecte effective des données relatives aux nouvelles statistiques sur les détentions de titres (*securities holdings statistics* – SHS) a démarré début 2014 et portait sur les détentions à fin décembre 2013.

Cet article est structuré comme suit : la section 2 présente la collecte des données relatives aux SHS, y compris leur champ d'application, leur contenu et leur couverture. La section 3 illustre par des exemples l'utilisation possible de ces données. Enfin, la section 4 propose des éléments de conclusion.

2 LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES STATISTIQUES SUR LES DÉTENTIONS DE TITRES (SHS)

Les données relatives aux SHS sont collectées chaque trimestre depuis le quatrième trimestre 2013 et couvrent les deux principaux types de titres : les titres de créance et les actions (y compris les parts de fonds d'investissement). Ces données se caractérisent essentiellement par le fait que les informations sur les détentions sont collectées au niveau de chaque titre, c'est-à-dire titre par titre.

1 Cf. T. Harford, *Let's have some real-time economics*, *Financial Times*, 7 mars 2014.

2 Cf. P. Sola et F. Strobbe, *Addressing data gaps revealed by the financial crisis: European Central Bank statistics on holdings of securities*, Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale, *IFC Bulletin*, n° 34 : Actes de la Conférence de l'IFC, *Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis*, Banque des règlements internationaux, Bâle, août 2010.

3 Règlement de la Banque centrale européenne du 17 octobre 2012 concernant les statistiques sur les détentions de titres (BCE/2012/24) et orientation de la Banque centrale européenne du 22 mars 2013 concernant les statistiques sur les détentions de titres (BCE/2013/7).

2.1 COLLECTE DES DONNÉES

La collecte de données sur les détentions, titre par titre, s'est considérablement développée ces dernières années en raison des avantages qu'elle procure⁴. Avant l'introduction de ce type de collecte, les agents déclarants devaient agréger les données selon des ventilations définies par l'autorité statistique avant de les déclarer (« méthode agrégée »). D'une part, cette méthode exige que les agents déclarants comprennent les codes statistiques et les utilisent pour agréger les données. D'autre part, les producteurs de statistiques doivent s'assurer que chaque agent déclarant met en œuvre l'agrégation et applique les normes statistiques de la même façon (harmonisée). De plus, lorsque des modifications sont nécessaires, tous les agents déclarants doivent adapter leurs systèmes en conséquence.

Dans la collecte des données titre par titre, l'étape de l'agrégation est éliminée pour les agents déclarants. Ils doivent seulement déclarer quelques éléments essentiels, tels que le numéro international d'identification des titres (*International Securities Identification Number* – ISIN), qui est largement utilisé sur les marchés financiers, et les montants monétaires correspondants (positions et/ou transactions). Le producteur de statistiques utilise alors le code ISIN et les données de référence relatives aux titres pour calculer les agrégats nécessaires de façon centralisée. Cette procédure garantit un traitement harmonisé des données de chaque agent déclarant et permet ainsi au producteur de statistiques de gérer correctement la qualité des données. Par ailleurs, la disponibilité de données granulaires très fines permet de calculer une large gamme de ventilations, même de façon rétrospective (chaque fois que c'est nécessaire), sans faire peser de charge supplémentaire sur les institutions déclarantes. Tandis que les coûts supportés par les agents déclarants sont réduits, les coûts subis par l'autorité statistique augmentent en raison de la collecte de données granulaires, de l'importante manipulation des données et de la maintenance des données de référence. Cependant, les nombreux avantages permettent de compenser largement les coûts. En particulier, les avancées récentes en matière de solutions informatiques, d'infrastructure et de canaux de communication associés ont considérablement facilité la collecte de données sur une aussi large échelle.

2.2 CHAMP D'APPLICATION

Le projet des SHS contient deux modules de données (les SHS par secteur et les SHS par groupe), qui diffèrent en ce qui concerne la granularité des informations relatives au détenteur (cf. graphique 1). Le module des SHS par secteur fournit des informations agrégées sur les détentions des secteurs institutionnels résidents pour chaque pays, tandis que le module des SHS par groupe contient actuellement des informations sur les détentions de chacun des vingt-cinq plus grands groupes bancaires ayant leur siège dans la zone euro (c'est-à-dire des informations détenteur par détenteur).

Par ailleurs, le module des SHS par secteur comprend deux grandes séries distinctes de données :

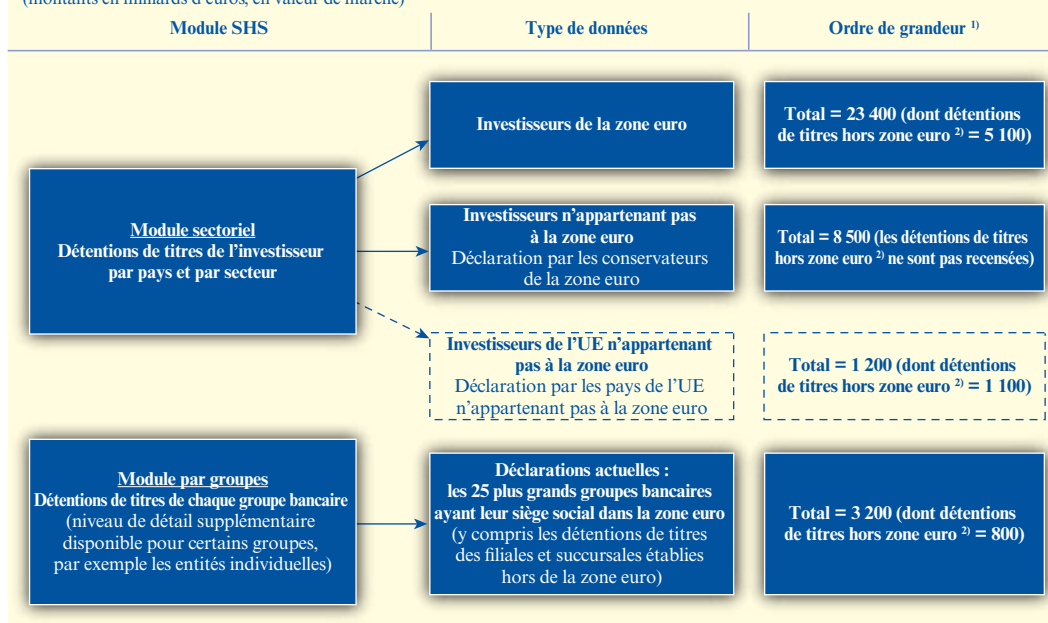
a) les détentions de titres par les investisseurs résidant dans la zone euro (ménages en Allemagne ou institutions financières monétaires (IFM)⁵ en France, par exemple) et b) les détentions de titres de la zone euro par des investisseurs non-résidents, déposés auprès d'un conservateur de la zone euro (portefeuilles de titres allemands appartenant à des investisseurs américains et conservés

4 Aux États-Unis, par exemple, la collecte de données pour l'indicateur *Treasury International Capital* (TIC), relatif à la détention de titres américains par des étrangers et à la détention de titres étrangers par des Américains, repose sur cette méthode. Pour des informations plus détaillées sur la série de données TIC, cf. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>. Plusieurs autres séries statistiques publiées par la BCE, comme les statistiques relatives à la balance des paiements ou aux fonds d'investissement, reposent également sur cette méthode. Toutefois, la base de données SHS est le seul exemple d'une base de données internationale intégrée comprenant des données titre par titre sur les détentions de titres (c'est-à-dire couvrant les données collectées dans de nombreux pays).

5 Dans le cadre de cet article, le secteur des IFM comprend les entreprises recevant des dépôts et les fonds d'investissement monétaires, hors banques centrales, sauf indication contraire.

Graphique I Vue d'ensemble des deux modules de statistiques sur les détentions de titres (SHS)

(montants en milliards d'euros, en valeur de marché)



Sources : BCE (statistiques sectorielles et statistiques par groupes) et calculs de la BCE.

1) À l'exclusion des détentions de tiers par les investisseurs non financiers et des détentions de titres sans code ISIN du module sectoriel

2) Titres hors zone euro se rapporte à des titres émis par des non-résidents de la zone euro.

au Luxembourg, par exemple). Par ailleurs, la plupart des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro (à savoir la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie) collectent également les données des SHS par secteur.

Les informations collectées font état de montants assez importants, notamment ceux du module des SHS par secteur. Les détentions totales des investisseurs de la zone euro s'élevaient à quelque 23 400 milliards d'euros à fin juin 2014 ⁶ et comprenaient les détentions de titres émis par les résidents de la zone euro (18 300 milliards environ) et par des non-résidents de la zone euro (5 100 milliards environ). Les détentions par des investisseurs non-résidents déclarés par des conservateurs de la zone euro sont considérablement plus faibles (8 500 milliards d'euros environ) et se rapportent uniquement à des détentions de titres émis par les résidents de la zone. Les données déclarées par les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro couvrent des détentions de titres s'élevant à 1 200 milliards d'euros environ ; cependant, le reste de cet article se rapporte aux données provenant des pays de la zone euro ⁷.

Le module des SHS par groupe comprend des montants sensiblement moins élevés. Il couvre des détentions s'élevant à 3 200 milliards d'euros environ, déclarées par un échantillon limité de grands groupes bancaires ayant leur siège dans la zone euro (les vingt-cinq plus grands à la fin du deuxième trimestre 2014). Le module des SHS par groupe recouvre les détentions de titres de l'ensemble du groupe, y compris les filiales et les succursales hors zone euro. Les détentions de titres émis tant par les résidents de la zone euro (2 400 milliards d'euros) que par les non-résidents (800 milliards) sont compris dans ce module.

⁶ Les chiffres présentés dans cet article se rapportent à fin juin 2014, sauf indication contraire.

⁷ Il existe un certain chevauchement entre ces deux types de données. La part des détentions de titres de la zone euro déclarés par les pays de l'UE ne faisant pas partie de cette zone peut également se trouver dans les données collectées auprès des conservateurs de la zone euro, la ventilation par secteur étant toutefois limitée.

Il est important de noter que les données des SHS contribuent souvent à combler des lacunes statistiques de longue date (même sur une base agrégée) avec des informations qui n'étaient disponibles précédemment auprès d'aucune autre source. C'est ainsi que le module des SHS par secteur contient également des données qui se rapportent aux détentions de titres par les secteurs non financiers dans d'autres pays de la zone euro déclarés par des conservateurs de la zone (par exemple, les détentions de titres par les ménages allemands déposés auprès de conservateurs au Luxembourg, et donc également déclarés par ces derniers). Ces avoirs s'élèvent à quelque 400 milliards d'euros.

2.3 CONTENU

La collecte des données relatives aux détentions de titres à un niveau granulaire très fin, titre par titre, donne la possibilité de lier les données des SHS avec d'autres bases de données, notamment celles comportant des données de référence sur des titres individuels, en utilisant généralement un code ISIN comme élément de correspondance. Dans le cas des SHS, l'élaboration des données utilise le lien vers les informations provenant de la base de données centralisées sur les titres (*Centralised Securities Database – CSDB*)⁸, exploitée conjointement par le SEBC, qui est une plate-forme à usages multiples contenant actuellement des informations de référence (telles que le prix, le nom de l'émetteur et l'encours) sur plus de six millions de titres de créance, d'actions et de parts de fonds d'investissement.

Par conséquent, les données des SHS enrichies par les informations de la CSDB contiennent un grand nombre d'attributs, qui peuvent être combinés à volonté pour calculer différentes ventilations et/ou agrégations concernant soit l'émetteur soit le détenteur (cf. le tableau 1 qui illustre certains des principaux attributs). C'est ainsi que le module des SHS par secteur peut être utilisé pour obtenir des informations sur la valeur de marché des titres de créance détenus par le secteur français des IFM, arrivant à échéance dans trois ans et émis par une institution non financière spécifique.

Tableau 1 Sélection d'attributs de la base de données SHS enrichis par des informations de la CSDB

Collecte des données SHS		Données CSDB de référence	
Données du détenteur Qui est le détenteur ?	Valeur des titres détenus Que valent-ils ?	Données du titre Que détient-on ?	Données de l'émetteur Qui est l'émetteur ?
Module sectoriel ¹⁾	Valeur de marché	Identifiant du titre (ISIN)	Nom/code de l'émetteur
– Secteur	Valeur nominale	Type d'instrument	Secteur émetteur
– Pays	Flux notionnels ³⁾	Prix	Pays émetteur
	Revenu dégagé	Date d'échéance	Classification NACE
		Capitalisation de marché	
Module par groupes ²⁾		Encours	
– Groupes bancaires individuels		Devise	
		Éligibilité aux opérations de l'Eurosystème	

1) Les informations relatives aux détenteurs ne sont disponibles qu'au niveau agrégé (par secteur institutionnel et/ou par pays), et pas au niveau de chaque détenteur. Les principaux secteurs détenteurs disponibles sont (a) les établissements recevant des dépôts, (b) les fonds d'investissement monétaires, (c) les fonds d'investissement, (d) les organismes de titrisation, (e) les sociétés d'assurance, (f) les fonds de pension, (g) les autres sociétés financières, (h) les administrations publiques, (i) les sociétés non financières, (j) les ménages et (k) les institutions sans but lucratif au service des ménages. Pour les titres détenus par des investisseurs n'appartenant pas à la zone euro, la ventilation sectorielle se limite (a) aux administrations publiques et aux banques centrales et (b) aux autres investisseurs.

2) Informations disponibles pour chaque (groupe) détenteur.

3) Les flux notionnels correspondent aux valeurs estimées des opérations (c'est-à-dire qu'ils reflètent les modifications des positions résultant de variations de prix ou de taux de change, ainsi que d'autres modifications en volume dues à des reclassements, ajustements, etc.).

⁸ Pour plus d'informations, cf. la publication intitulée *The Centralised Securities Database in brief* sur le site internet de la BCE.

2.4 COUVERTURE

Les données des SHS sont régulièrement vérifiées par rapport à des sources comparables afin de garantir une qualité et une couverture suffisantes. Elles sont notamment comparées avec d'autres statistiques de la BCE (comptes financiers et non financiers intégrés de la zone euro, bilan des IFM, sociétés d'assurance et fonds de pension, fonds d'investissement et émissions de titres) ainsi qu'avec les données bancaires consolidées. Ces exercices de comparaison et les enquêtes qui les suivent fournissent de précieuses informations sur les raisons d'éventuelles divergences, notamment la possibilité de différences des concepts et des mesures.

L'encadré 1 décrit de façon détaillée les différents aspects qui peuvent être à l'origine de différences entre les données des SHS et d'autres statistiques disponibles sur les détentions de titres. Il souligne notamment que les données des SHS par secteur relatives aux détentions par les investisseurs de la zone euro sont de meilleure qualité et ont une couverture plus large (tout en étant également plus détaillées) que celles portant sur les détentions des investisseurs n'appartenant pas à la zone euro déclarées par des conservateurs de la zone euro. Cela s'explique essentiellement par le fait que les premières sont souvent collectées par une déclaration directe des détenteurs effectifs, tandis que les secondes reposent uniquement sur une déclaration indirecte effectuée par les conservateurs de la zone euro et ne couvrent vraisemblablement qu'une partie des avoirs détenus par les non-résidents.

ENCADRÉ I

DIFFÉRENCES ENTRE LES DONNÉES DES STATISTIQUES SUR LES DÉTENTIONS DE TITRES ET LES AUTRES STATISTIQUES RELATIVES AUX TITRES

Certaines caractéristiques des données statistiques sur les détentions de titres doivent être prises en compte pour effectuer un rapprochement entre les principaux agrégats dérivés de ces données et d'autres statistiques (agrégées) disponibles relatives aux portefeuilles de titres. La collecte des données sur les détentions de titres est centrée sur les titres pour lesquels des informations détaillées peuvent être obtenues de manière très normalisée, à savoir les titres de créance, les parts de fonds d'investissement et les actions cotées (les actions non cotées ne sont pas couvertes). En outre, les détentions de titres sans code ISIN ne sont collectées que dans certains pays et n'ont pas été intégrées, au moment de la rédaction de cet article, aux agrégats réguliers des statistiques sur les détentions de titres (le montant des données déclarées est de près de 1 000 milliards d'euros, émis essentiellement par les fonds d'investissement).

Point primordial, l'un des principaux aspects ayant une incidence sur la couverture et la qualité des données sur les détentions de titres est leur mode de collecte, c'est-à-dire le fait que les données soient recueillies par déclaration directe des investisseurs réels ou indirectement par l'intermédiaire des conservateurs qui détiennent (en conservation) les titres au nom des investisseurs réels. La méthode indirecte, par l'intermédiaire des conservateurs, permet de collecter les données auprès d'un nombre relativement faible d'agents déclarants spécialisés. Le principal inconvénient est que les titres détenus par un conservateur qui n'est pas soumis aux obligations de déclaration statistique sur les détentions de titres¹ ne sont pas couverts. De plus, un conservateur de titres peut ne pas connaître l'investisseur final et les données risquent alors d'être affectées par un « biais de conservation » (en particulier si les clients du conservateur sont des établissements effectuant des transactions pour le compte d'un tiers/client), ayant une incidence sur la ventilation géographique ou sectorielle du côté de l'investisseur.

¹ Par exemple, les conservateurs ne résidant pas dans la zone euro, les règlements de la BCE ne pouvant être appliqués qu'aux résidents de la zone euro.

La méthode de déclaration par l'intermédiaire des conservateurs est généralement utilisée si l'investisseur est établi en dehors de la juridiction correspondante ou si les coûts de collecte directe des données auprès des investisseurs sont trop élevés (par exemple pour les avoirs des ménages et des petites sociétés non financières). Dans le cas des statistiques sur les détentions de titres, cette méthode de déclaration est utilisée pour recueillir des informations sur les avoirs des investisseurs n'appartenant pas à la zone euro en titres de la zone (par exemple les titres de dette publique de la zone euro détenus aux États-Unis) et sur les avoirs des secteurs non financiers de la zone euro (par exemple les avoirs des ménages allemands).

Une autre différence conceptuelle découle du traitement des dérogations. Les agents déclarants les moins importants font l'objet de dérogations dans presque toutes les statistiques officielles, mais les agrégats finals tiennent généralement compte de l'effet des dérogations au moyen d'une estimation. Toutefois, ce n'est actuellement pas le cas pour les statistiques sur les détentions de titres, en raison de l'utilisation de données titre par titre, les agrégats étant construits de manière à pouvoir être décomposés jusqu'au niveau individuel.

Il peut exister d'autres différences, notamment de valorisation et de mesure, en fonction des données de référence retenues. Par exemple, tandis que les statistiques sur les détentions de titres sont disponibles à la fois en valeur de marché et en valeur nominale, les autres sources de données peuvent reposer sur une combinaison de différentes méthodes de valorisation appliquées à différents sous-ensembles des portefeuilles totaux.

Le module des SHS par secteur couvre 83 % environ de l'encours total des titres émis par les résidents de la zone euro (cf. tableau 2). En d'autres termes, le secteur et le pays détenteurs sont connus pour 27 000 milliards d'euros environ sur l'encours total de 32 000 milliards obtenus à partir des données des comptes intégrés de la zone euro fournies par la BCE, qui mesurent à la fois les détentions et les émissions pour tous les secteurs de la zone euro à un niveau agrégé et fournissent ainsi une référence complète pour les données des SHS par secteur (cf. également l'encadré 2). La couverture des titres de créance (92 %) s'avère plus élevée que celle des actions (73 %).

Une comparaison plus détaillée peut être effectuée avec les données des comptes intégrés de la zone euro relatives aux détentions par chaque secteur dans la zone (cf. tableau 3). Globalement, les données des SHS par secteur couvrent 83 % environ des agrégats des données des comptes intégrés, avec toutefois des différences selon les secteurs détenteurs. Par exemple, la couverture des SHS atteint presque 90 % pour le secteur des IFM et pour les autres intermédiaires et auxiliaires financiers, qui effectuent souvent des déclarations directes. En revanche, elle est inférieure à 80 % pour les investisseurs non financiers de la zone euro, qui ne font généralement pas de déclaration directe.

Tableau 2 SHS par secteur : détentions de titres émis par les résidents de la zone euro à la fin du deuxième trimestre 2014

(en milliers de milliards d'euros ; en valeurs de marché)

	Titres de créance	Actions	Total
Encours de titres émis dans la zone euro (comptes intégrés)	17,7 (100 %)	14,5 (100 %)	32,2 (100 %)
Dont : couverts par les avoirs des SHS par secteur	16,2 (92 %)	10,7 (73 %)	26,9 (83 %)
<i>Détenus par les investisseurs de la zone euro</i>	10,6	7,7	18,3
<i>Détenus par les investisseurs non-résidents</i>	5,6	2,9	8,5

Sources : BCE (SHS par secteur et comptes intégrés) et calculs de la BCE.

Tableau 3 Détentions de titres par secteurs dans la zone euro à la fin du deuxième trimestre 2014

(en milliards d'euros, en valeurs de marché)			
	SHS par secteur	Comptes intégrés	Couverture des SHS (en pourcentages)
Secteurs financiers de la zone euro	18 316	21 700	84
Institutions financières monétaires	6 152	6 914	89
Autres intermédiaires et auxiliaires financiers	7 488	8 705	86
Sociétés d'assurance et fonds de pension	4 676	6 081	77
Secteurs non financiers de la zone euro	5 036	6 408	79
Sociétés non financières	1 434	1 955	73
Administrations publiques	746	982	76
Ménages	2 856	3 471	82
Total	23 352	28 108	83

Sources : BCE (SHS par secteur et comptes intégrés) et calculs de la BCE.

La couverture par les SHS des détentions par les investisseurs n'appartenant pas à la zone euro, déclarés par des conservateurs de la zone, est également relativement élevée (81 % environ) par rapport aux engagements tirés des données des comptes intégrés, qui s'élèvent à quelque 10 600 milliards d'euros. La couverture est élevée pour les titres de créance et les actions cotées, mais relativement faible pour les parts de fonds d'investissement. Indépendamment des réserves liées à la déclaration indirecte par les conservateurs (cf. l'encadré 1 pour des informations plus détaillées), la qualité des données des SHS relatives aux détentions par les investisseurs non-résidents continue de s'améliorer, la collecte de ces données dans la zone euro étant encore récente⁹.

3 QUELQUES EXEMPLES D'UTILISATION DES DONNÉES ISSUES DES STATISTIQUES SUR LES DÉTENTIONS DE TITRES

En raison de la richesse des données sur les détentions de titres, il n'est pas envisageable de dresser un panorama complet de leurs utilisations possibles. Les études de cas ci-après essaient néanmoins de donner un aperçu de leurs utilisations potentielles dans des domaines tels que la politique monétaire, la stabilité financière et l'intégration financière. L'encadré 2 expose également les avantages que les nouvelles données sur les détentions de titres peuvent apporter à d'autres statistiques, en prenant comme exemple l'utilisation future des données des SHS sectorielles en vue d'améliorer les comptes de la zone euro.

3.1 ÉTUDE DE CAS N° 1 : ANALYSES DES PROFILS D'INVESTISSEMENT PAR SECTEUR DE LA ZONE EURO

Les données des SHS peuvent être utilisées pour étudier les différences de profils d'investissement par secteur de la zone euro en analysant, par exemple, le profil des durées résiduelles des détentions de titres de créance par secteur (cf. graphique 2). Les données mettent en évidence la proportion plus élevée de détentions de titres à court terme dans les portefeuilles des secteurs non financiers (ménages, sociétés non financières et administrations publiques). Inversement, les détentions des sociétés d'assurance et des fonds de pension comprennent la part la plus faible des titres ayant une échéance courte. Le profil des détentions des IFM pourrait traduire les différentes fonctions de ce secteur (placement en fonds d'investissement monétaires à court terme et billets de trésorerie d'une part, et, d'autre part, activités de tenue de marché imposant des détentions d'un large éventail d'échéances

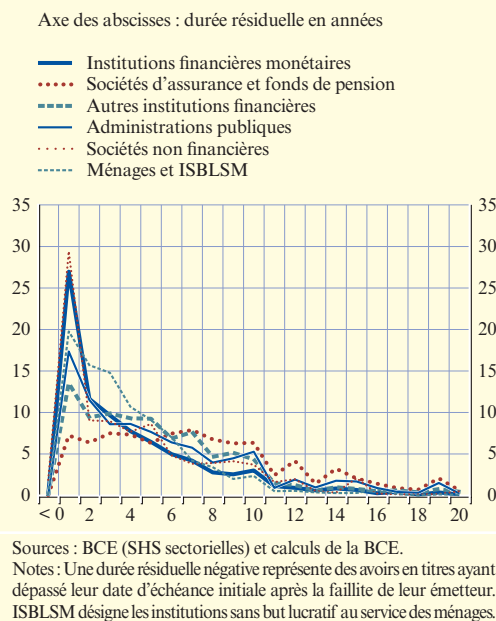
⁹ Dans les SHS par secteur, les détentions par les investisseurs domestiques ont été collectées par le SEBC sur une base volontaire et dans la mesure du possible depuis début 2009. Par ailleurs, certains pays de la zone euro disposaient déjà avant cette date de systèmes nationaux de collecte dans ce domaine.

et prise ferme d'émissions de titres dans le cadre de la banque d'investissement, qui peut conduire au portage de dette à long terme).

La connaissance du profil précis par échéance des détentions de titres peut s'avérer utile, entre autres, pour l'analyse par le canal du bilan du mécanisme de transmission de la politique monétaire, le suivi des vulnérabilités liées aux positions de liquidité prises par les émetteurs et la mesure des décalages dans l'adossement entre actif et passif. En outre, les modifications des détentions des différents secteurs sont intéressantes dans le cadre de l'évaluation des mesures non conventionnelles de politique monétaire comme les programmes d'achat de titres. En particulier, ces informations permettent d'évaluer les effets respectifs d'annonce et de bilan et de déterminer les potentiels effets d'éviction. Si nécessaire, il est également possible d'accéder à davantage de données granulaires, tant pour le volet investisseur (ventilation par pays/secteur) que pour le volet émetteur (jusqu'au niveau de l'émetteur/du titre).

Graphique 2 Profil de durée résiduelle des détentions de titres de créance par secteurs dans la zone euro

(pourcentage des détentions totales à la fin du deuxième trimestre 2014)



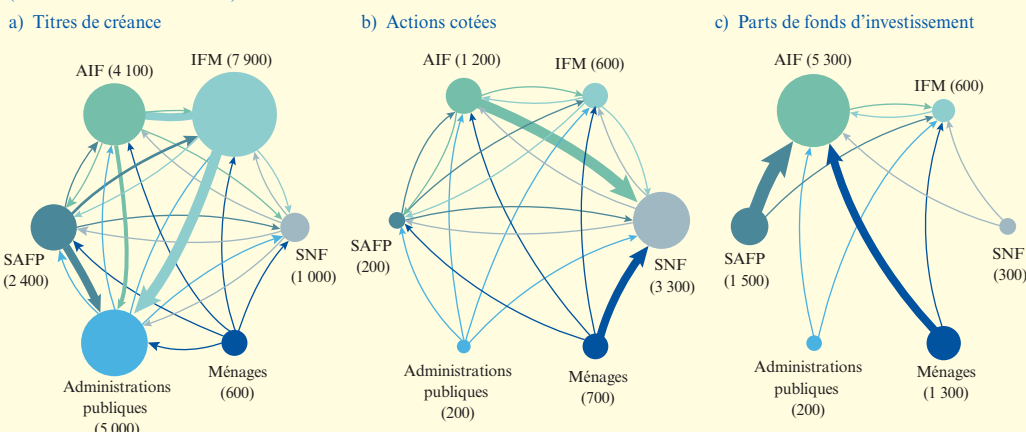
3.2 ÉTUDE DE CAS N° 2 : INTERCONNEXION DES PRINCIPAUX SECTEURS DE LA ZONE EURO

Un des avantages des données des SHS est qu'elles fournissent des informations sur les détentions de titres selon les principaux secteurs de la zone euro, en indiquant le même secteur sur le volet émetteur. Comme cette information n'était pas disponible précédemment *via* d'autres sources de données pour l'ensemble des secteurs de la zone euro, les données des SHS peuvent être particulièrement utiles du point de vue de la stabilité du système financier dans la zone euro. En particulier, ces nouvelles informations permettent une meilleure évaluation de l'interconnexion des secteurs, du niveau du risque systémique et de la force des vecteurs de contagion possibles (tant directs qu'indirects) au sein du système.

Les expositions directes liées à la détention par un secteur de la zone euro de titres émis par un autre secteur de la zone varient de manière importante, selon la catégorie de titre. La caractéristique marquante du marché de la dette de la zone euro (cf. graphique 3, partie a) est que les trois secteurs financiers sont fortement exposés à un risque de crédit souverain, la plus grande partie des titres de dette publique étant détenue par le secteur des IFM. En revanche, le marché des parts de fonds d'investissement de la zone euro est dominé par les investissements des ménages et des sociétés d'assurance, ainsi que des fonds de pension, en parts émises par d'autres institutions financières (cf. graphique 3, partie c). À leur tour, ces autres institutions financières ont tendance à investir massivement en actions cotées émises par les sociétés non financières (cf. graphique 3, partie b). Toutefois, on observe également que les autres institutions financières canalisent en partie leurs placements initiaux en parts de fonds d'investissement d'autres secteurs (comme les ménages) vers les titres de dette publique. En fait, la part des détentions de dette publique dans le total des détentions des fonds d'investissement est de 47 % environ.

Graphique 3 Interconnexion des secteurs de la zone euro à la fin du deuxième trimestre 2014

(montants en milliards d'euros)



Sources : BCE (SHS sectorielles) et calculs de la BCE.

Notes : Chaque nœud représente un secteur de la zone euro (SNF = sociétés non financières, IFM = institutions financières monétaires, AIF = autres institutions financières, SAFP = sociétés d'assurance et fonds de pension, et ménages = ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages). Les flèches représentent les détentions par le secteur correspondant de titres émis par un autre secteur de la zone euro, leur épaisseur étant proportionnelle à la valeur des titres détenus. La taille des nœuds est proportionnelle à la somme de (a) la valeur de marché des détentions par le secteur correspondant de titres émis par les résidents de la zone euro et (b) la valeur des titres émis par le secteur correspondant et détenus par les investisseurs de la zone euro. Cette somme est également indiquée entre parenthèses (en milliards d'euros).

3.3 ÉTUDE DE CAS N° 3 : DÉTENTIONS DE TITRES TRANSFRONTIÈRES PAR LES INVESTISSEURS DE LA ZONE EURO ET N'APPARTENANT PAS À LA ZONE EURO

Au-delà des informations détaillées sur les détentions intra-zone euro, les données des SHS renferment des informations utiles sur les détentions de titres entre la zone euro et le reste du monde. Ainsi, elles contribuent à une meilleure compréhension du degré et de la nature de l'intégration financière à l'échelle mondiale¹⁰.

Le graphique 4 montre la différence entre les détentions de titres de la zone euro par les investisseurs n'appartenant pas à la zone euro (cf. graphique 4, partie a) et les détentions de titres hors zone euro par les investisseurs de la zone euro (cf. graphique 4, partie b). Premièrement, lorsqu'on distingue uniquement entre les pays représentés en blanc (aucune détention) et ceux présentés dans plusieurs tonalités de bleu (détentions supérieures à zéro), le graphique montre que l'investissement dans la zone euro est un phénomène mondial, presque tous les pays du monde détenant des titres de la zone (cf. graphique 4, partie a). Ce n'est pas le cas pour les placements de la zone euro en titres émis par le reste du monde (cf. graphique 4, partie b). En particulier, certains pays africains ne semblent recevoir de la zone euro aucun investissement sous forme de titres.

Deuxièmement, le graphique met en évidence que les investisseurs de la plupart des pays hors zone euro, notamment ceux des pays asiatiques, investissent nettement plus en titres de créance qu'en actions de la zone euro (la tonalité du bleu reflète le ratio titres de créance/total des investissements : plus la couleur est sombre, plus la proportion de titres de créance du placement est importante par rapport aux actions). On n'observe pas de phénomène analogue pour les investissements étrangers de la zone euro, le ratio titres de créance/total des investissements étant beaucoup plus équilibré.

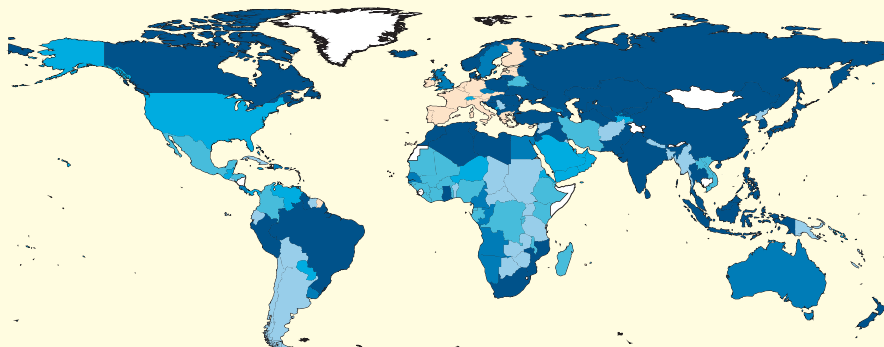
¹⁰ L'utilisation des données sur les détentions de titres pour l'élaboration d'indicateurs d'intégration financière est également illustrée dans L. Fache Rousová et A. Rodríguez Caloca, *The use of Securities Holdings Statistics (SHS) for designing new euro area financial integration indicators*, Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale : Actes de la septième Conférence de l'IFC, Bâle, septembre 2014.

Graphique 4 Part des titres de créance dans le total des titres détenus par chaque pays/région à la fin du deuxième trimestre 2014

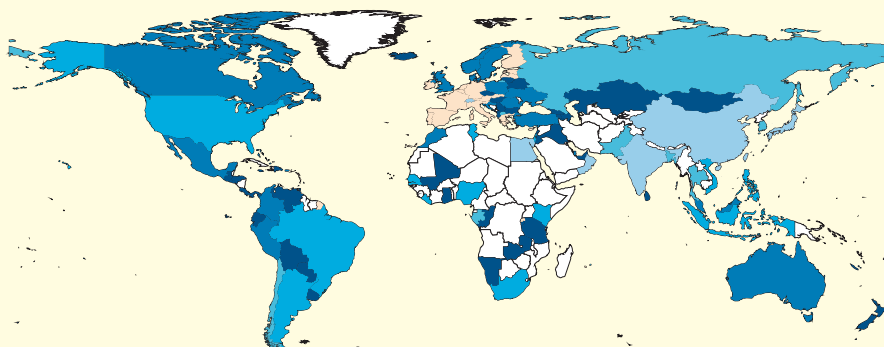
(en pourcentage)



a) Titres de la zone euro détenus par des investisseurs hors zone euro



b) Titres hors zone euro détenus par des investisseurs de la zone euro



Sources : BCE (SHS sectorielles) et calculs de la BCE.

Notes : Pour des raisons de confidentialité, les données de plusieurs pays ne sont pas représentées (sélection de pays dont les détentions sont inférieures à 1 milliard d'euros ou pays occupant une très petite zone géographique) et certains pays ont été regroupés dans des régions. Dans la partie a) du graphique, six régions regroupent les pays suivants : (a) Chine, Macao et Japon ; (b) Albanie, Croatie et Macédoine ; (c) Turkménistan, Kazakhstan et Ouzbékistan ; (d) Arabie Saoudite, Oman, Qatar, Émirats Arabes Unis et Yémen ; (e) Libye, Tunisie et Algérie ; et (f) Angola, Namibie et Congo. Dans la partie b), la seule région agrégée est constituée du Costa Rica, de l'Équateur, de Panama et du Venezuela.

3.4 ÉTUDE DE CAS N° 4 : DÉTENTIONS DE TITRES DE CRÉANCE ÉMIS PAR LES ÉTATS DE LA ZONE EURO

La granularité des données des SHS peut être utilisée pour analyser les données relatives aux détentions d'une sélection de catégories de titres, comme ceux émis par un secteur spécifique. En particulier, le suivi des détentions de titres de créance émis par les États de la zone euro répond à un certain nombre d'objectifs, notamment l'analyse de la stabilité financière et l'évaluation de l'accès des emprunteurs souverains aux marchés.

Le graphique 5 montre les différences de profil des investisseurs pour la dette publique à deux ans, émise par deux groupes de pays de la zone euro : (a) ceux qui n'ont pas subi de tensions sur les marchés lors de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et (b) ceux qui ont connu des tensions voire ont même perdu leur accès au marché. La part des détentions des investisseurs n'appartenant pas à la

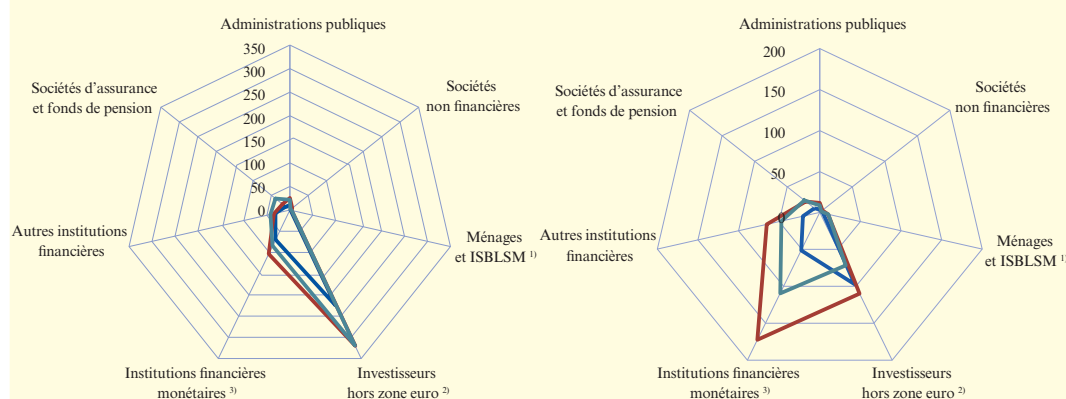
Graphique 5 Préférences des secteurs investisseurs pour les détentions de titres de dette publique de la zone euro d'échéance inférieure ou égale à deux ans, par durée résiduelle

(détentions en milliards d'euros, valeur de marché à la fin du deuxième trimestre 2014)

- Durée inférieure ou égale à trois mois
- Durée supérieure à trois mois et inférieure ou égale à un an
- Durée supérieure à un an et inférieure ou égale à deux ans

a) Pays émetteurs : AT, BE, DE, FI, FR, LU, NL

b) Pays émetteurs : ES, GR, IE, IT, PT



Source : Calculs de la BCE.

1) ISBLM désigne les institutions sans but lucratif au service des ménages.

2) Les détentions des investisseurs hors zone euro sont calculées de manière résiduelle par différence entre les encours et les détentions des secteurs de la zone euro.

3) Le secteur des IFM recouvre les établissements recevant des dépôts et les fonds d'investissement monétaires à l'exclusion des banques centrales.

zone euro est nettement plus importante pour les titres émis par le premier groupe de pays, tandis que le deuxième groupe s'appuie dans une plus large mesure sur les fonds du secteur des IFM de la zone. Ce résultat est particulièrement frappant pour les titres de créance à plus de trois mois.

Les données sectorielles sur les détentions de titres indiquent également qu'une part disproportionnée de la dette publique émise par les pays qui ont connu des tensions sur les marchés est détenue par le secteur des IFM nationales¹¹. Par exemple, dans le cas de la dette publique à deux ans, le secteur des IFM nationales détient quelque 48 % de total de l'encours, contre 34 % environ dans l'autre groupe de pays. Cela met en évidence la forte interdépendance entre ces emprunteurs souverains et leurs secteurs bancaires nationaux.

3.5 ÉTUDE DE CAS N° 5 : L'EFFET DES VARIATIONS DE TAUX D'INTÉRÊT SUR LA VALEUR DE MARCHÉ DES DÉTENTIONS DE DETTE PUBLIQUE

L'objet de cette étude de cas est de calculer l'effet (comptable) des variations de taux d'intérêt sur la valeur de marché du portefeuille d'obligations effectivement détenues. La quantification de cet effet est intéressante tant du point de vue de la politique monétaire, notamment en tant qu'élément du canal du bilan du mécanisme de transmission de la politique monétaire (cf. par exemple Bernanke et Gertler, 1995, et Constâncio, 2014)¹², et du point de vue de la stabilité financière, comme mesure de la vulnérabilité de la valeur de marché des portefeuilles au risque de taux d'intérêt.

11 Cf. L. Fache Rousová et A. Rodríguez Caloca, *op. cit.*

12 Cf., par exemple, B. Bernanke et M. Gertler, *Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol. 9(4), p. 27-48, Printemps, 1995 et V. Constâncio, *A new phase of the ECB's monetary policy*, Atelier de la BCE consacré aux mesures de politique monétaire non conventionnelles, octobre 2014.

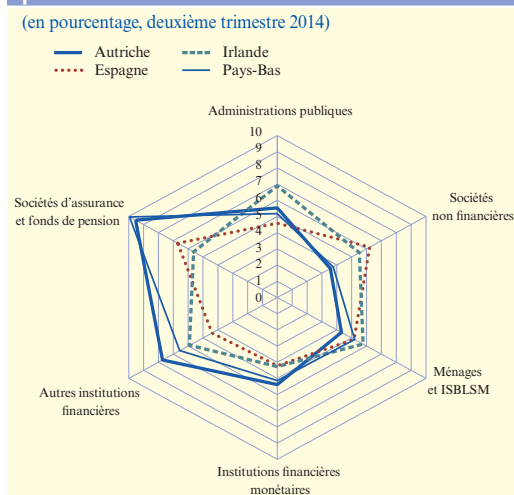
Afin de déterminer cet effet, il convient de disposer d'informations sur la durée modifiée de chaque titre ¹³. Comme ces informations ne sont pas directement accessibles *via* les données des SHS, elles doivent être collectées auprès d'une autre source, comme la base de données iBoxx. Par conséquent, ces informations sont appariées avec les détentions en utilisant les codes ISIN comme identifiants. Étant donné la rareté des données sur les durées modifiées, cette étude porte sur un portefeuille de titres de dette publique émis par une sélection de pays de la zone euro (Espagne, Irlande, Autriche et Pays-Bas) et détenus par les secteurs de la zone euro.

Les calculs indiquent que, pour les détentions des investisseurs financiers de la zone euro, la durée modifiée pondérée des titres émis par l'Espagne et l'Irlande (toutes deux touchées par la crise de la dette souveraine) est inférieure à celle des titres émis par l'Autriche et les Pays-Bas. Plus précisément, les résultats présentés au graphique 6 signifient que, après une baisse de 1 point de pourcentage (100 points de base) du taux d'intérêt de référence ¹⁴, la valeur de marché des portefeuilles de dette publique irlandaise détenue par les autres institutions financières de la zone euro augmenterait d'approximativement 6 %. De façon analogue, la hausse correspondante de la valeur de marché des portefeuilles de dette publique autrichienne serait légèrement plus élevée, à 8 % environ.

13 La durée modifiée mesure la variation en pourcentage du prix de l'obligation faisant suite à une variation de 100 points de base du taux d'intérêt de référence (soit la semi-élasticité du prix d'une obligation au taux d'intérêt). Elle permet notamment une comparaison des propriétés des obligations de différentes échéances, et coupon attaché ou ex-coupon.

14 Plus précisément, compte tenu du fait que les détentions couvrent des titres de différentes échéances, le scénario considéré est une évolution parallèle de la courbe des rendements.

Graphique 6 Variation en pourcentage de la valeur de marché d'une sélection de titres de dette publique de la zone euro après une baisse de 100 points de base du taux d'intérêt de référence, par secteur détenteur de la zone euro (en pourcentage, deuxième trimestre 2014)



Sources : iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : ISBLSM désigne les institutions sans but lucratif au service des ménages. Le graphique reflète la durée modifiée pondérée d'un portefeuille spécifique de titres de dette publique détenus par différents secteurs institutionnels de la zone euro.

ENCADRÉ 2

UTILISATION DES STATISTIQUES SUR LES DÉTENTIONS DE TITRES POUR L'AMÉLIORATION DES COMPTES FINANCIERS ET NON FINANCIERS INTÉGRÉS DE LA ZONE EURO PAR SECTEUR INSTITUTIONNEL

Les comptes financiers et non financiers intégrés de la zone euro, publiés chaque trimestre par la BCE depuis juin 2007 ¹, offrent une vue d'ensemble exhaustive des opérations économiques et financières de tous les secteurs institutionnels de la zone euro. Des bilans sectoriels, contenant des informations agrégées sur les détentions de titres et sur les montants totaux des encours de titres émis, sont également disponibles à partir de ces comptes. Lorsqu'ils contiennent des informations suffisamment précises sur les contreparties, les comptes financiers fournissent les liens entre les détenteurs d'actifs financiers et les émetteurs de ces actifs. Ainsi, les nouvelles données statistiques

1 Pour la publication des comptes de la zone euro, cf., par exemple, la section *Reports du Statistical Data Warehouse (SDW)* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE, qui comporte également des tableaux « de qui à qui » pour les dépôts et les prêts (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002340>).

sur les détentions de titres constituent une source d'informations précieuse qui sera utilisée pour améliorer les comptes de la zone euro.

Dans les comptes financiers, les données « de qui à qui » se rapportent aux opérations financières et/ou aux situations pour lesquelles les secteurs créanciers et débiteurs peuvent être identifiés simultanément et présentés de manière parfaitement cohérente, c'est-à-dire sans doubles comptes ni omissions. Un aperçu schématique de la présentation « de qui à qui » est donné par le tableau ci-après. Le tableau présente les créances financières que les secteurs figurant dans les lignes détiennent sur les secteurs figurant dans les colonnes. Ainsi, pour les prêts, la cellule correspondant à la troisième ligne et à la deuxième colonne (marquée avec un X) représenterait des prêts octroyés par le secteur des sociétés financières au secteur des sociétés non financières. Les données « de qui à qui » répondent à de nombreux objectifs, comme l'analyse des risques d'un point de vue macroprudentiel, une analyse plus fine du mécanisme de transmission monétaire (par exemple en s'attachant aux sources de financement d'un secteur particulier) et l'estimation des flux d'intérêts entre secteurs.

Une présentation « de qui à qui » des comptes financiers pour un instrument financier

		Secteur débiteur				
		Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
Secteur créancier	Ménages					
	Sociétés non financières					
	Sociétés financières		X			
	Administrations publiques					
	Reste du monde					

L'établissement des comptes financiers « de qui à qui » nécessite des sources primaires comportant des informations relatives au secteur institutionnel de la contrepartie, qui sont souvent difficiles à obtenir pour tous les secteurs de l'économie. Une présentation complète des comptes de la zone euro « de qui à qui » est établie et publiée depuis octobre 2010 pour les prêts et les dépôts, leur caractère peu échangeable rendant plus aisée l'obtention d'informations sur les contreparties auprès de sources de données primaires.

L'élargissement de la présentation « de qui à qui » à l'ensemble des instruments négociables, à savoir les titres de créance, les actions cotées et les parts de fonds d'investissement, va devenir possible grâce aux informations détaillées comprises dans les statistiques sur les détentions de titres². En conséquence, une bien plus grande proportion de l'ensemble des avoirs et des engagements des principaux secteurs des comptes de la zone euro va devenir disponible sur une base « de qui à qui ». Cet élargissement de la couverture « de qui à qui » des comptes de la zone euro aidera également les utilisateurs des statistiques sur les détentions de titres qui souhaitent analyser les données agrégées dans un cadre complet, en rassemblant toutes les formes d'endettement avec leurs flux financiers et non financiers sous-jacents. Ces améliorations représentent un progrès significatif dans la disponibilité des statistiques à des fins de politique monétaire. Il est envisagé que la **première publication des comptes de la zone euro comprenant une couverture élargie de la présentation « de qui à qui » intervienne début 2016**.

² Cf. également I. Lavrador, R. Peronaci et N. Silva, *Security-by-security data on holdings of securities: the importance for national and euro area accounts*, Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale, IFC Bulletin, n° 36 : Actes de la sixième Conférence de l'IFC, *Statistical issues and activities in a changing environment*, Banque des règlements internationaux, Bâle, août 2012.

4 CONCLUSIONS

Cet article a présenté les nouvelles données trimestrielles titre par titre sur les détentions de titres. Cette nouvelle collecte de données contribue de façon importante à combler les lacunes qui existaient précédemment dans les données sur les détentions de titres et améliore ainsi considérablement les informations utiles à la prise de décision des autorités de la zone euro.

La granularité et l'exhaustivité des données leur permettent d'être utilisées pour une large gamme d'objectifs, notamment dans les domaines de la politique monétaire et de la stabilité financière, ainsi que dans les analyses des marchés et de l'intégration financière. Le suivi régulier des conditions de marché comme les études spécifiques sur différents thèmes devraient profiter dès à présent de l'accès à ces données.

Une sélection d'agrégats tirés des données sur les détentions de titres sera également mise à la disposition du public dans le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE ¹⁵. Ces données reprendront les détentions par les investisseurs de la zone euro de titres émis par les pays de l'UE et d'autres grands pays émetteurs.

Même si les nouvelles données des SHS constituent déjà un progrès important en ce qui concerne les informations disponibles sur les détentions de titres, de nouvelles améliorations sont envisagées. Par exemple, la mise en œuvre du récent règlement de la BCE relatif aux statistiques des sociétés d'assurance (BCE/2014/50) entraînera une amélioration de la qualité des données des SHS sur les détentions de titres du secteur des sociétés d'assurance, davantage de données étant déclarées par les sociétés d'assurance elles-mêmes au lieu d'être collectées par l'intermédiaire des conservateurs. Par ailleurs, en raison des nouvelles fonctions de surveillance prudentielle assumées par la BCE, de nouvelles extensions des statistiques sur les détentions de titres sont à l'étude.

¹⁵ Le *Statistical Data Warehouse* est accessible via le lien suivant : <http://sdw.ecb.europa.eu>



TABLE DES MATIÈRES

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

CONVENTIONS UTILISÉES DANS LES TABLEAUX

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

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variation en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,6	0,0	7,4	.	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 T1	0,7	-0,5	0,6	1,3	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
T2	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
T3	0,9	1,2	0,7	-0,6	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
T4	.	0,5	0,5	0,6	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2014 Septembre	—	—	—	—	—	—	1,7	1,8	1,7	1,3	3,2	1,6	0,3
Octobre	—	—	—	—	—	—	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	1,5	1,8	1,3	0,9	2,4	1,4	0,3
Décembre	—	—	—	—	—	—	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 Janvier	—	—	—	—	—	—	0,5	1,7	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Février ³⁾	—	—	—	—	—	—	-0,3

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 ⁴⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ⁵⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ⁵⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,6	-0,1	5,7
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 T1	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	0,0	0,3	-0,2
T2	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	0,9	-0,9
T3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,5	0,8	3,4
T4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	.	.	.
2014 Septembre	55,5	59,0	57,4	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
Octobre	53,8	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,3	1,1	4,5
Novembre	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,5	1,5	3,1
Décembre	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	.	.	.
2015 Janvier	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	.	.	.
Février	54,0	56,8	56,7	50,0	51,8	53,3	53,6	54,1	50,7	.	.	.

Sources : Eurostat (tableau 1.1, col. 3, 6, 10, 13); BRI (tableau 1.1, col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (tableau 1.1, col. 1, 5, 7, 8); Markit (tableau 1.2, col. 1-9);

Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (tableau 1.2, col. 10-12).

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes. Les données pour la zone euro se rapportent à l'Euro 19.

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

3) Estimation établie à partir des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi qu'à partir d'informations précoces sur les prix de l'énergie.

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

5) Hors zone euro.

2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
T3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
T4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 Septembre	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Octobre	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Novembre	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
Décembre	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Janvier	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Février	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
T3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
T4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Septembre	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Octobre	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Novembre	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Décembre	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Janvier	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Février	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon	
	Référence		Principaux secteurs												
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6	
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9	
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4	
2014	T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
	T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
	T3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
	T4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2014	Septembre	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
	Octobre	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
	Novembre	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
	Décembre	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015	Janvier	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
	Février	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2

Source : BCE.

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

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

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

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Proroga- tions de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						
	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⁾	Indicateur composée du coût d'emprunt	
			≤ 2 ans	> 2 ans			Taux va- riable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux va- riable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10ans			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014	Février	0,28	1,10	1,61	1,93	7,66	17,04	5,85	6,78	7,21	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,29	3,05
	Mars	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
	Avril	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Juin	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Juillet	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Août	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Septembre	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Octobre	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Novembre	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Décembre	0,22	0,86	0,96	1,59	7,06	17,00	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Janvier ^(p)	0,21	0,84	1,01	1,95	7,12	17,03	5,26	6,30	6,63	2,77	2,30	2,53	2,43	2,42	2,70	2,39

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

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

	Dépôts			Crédits renouve- lables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composé du coût d'emprunt	
	À vue	D'une durée :			≤ à 250 000 euros			> à 250 000 euros et ≤ 1 million			> à 1 million d'euros				
		≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	Février	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
	Mars	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
	Avril	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juin	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juillet	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Août	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Septembre	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Octobre	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Novembre	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Décembre	0,24	0,43	1,28	3,44	3,67	3,74	3,27	2,35	2,78	2,46	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Janvier ^(p)	0,23	0,44	1,28	3,40	3,72	3,79	2,95	2,31	2,81	2,04	1,65	2,03	2,13	2,41

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 ⁵⁾						
	Total	IFM (y compris Eurosys- tème)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Eurosys- tème)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
			Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques		
													VF ⁶⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Court terme													
2012	1 412	573	142	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1 233	468	117	.	67	528	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1 244	475	123	.	58	537	50	401	211	33	.	39	93	25
2014 Juillet	1 365	511	157	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
Août	1 361	522	144	.	74	574	46	325	161	31	.	27	91	16
Septembre	1 336	504	136	.	70	577	49	331	153	27	.	31	95	25
Octobre	1 306	496	133	.	73	563	41	330	139	28	.	37	102	25
Novembre	1 290	490	129	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
Décembre	1 244	475	123	.	58	537	50	320	168	24	.	28	66	34
	Long terme													
2012	15 178	4 824	3 140	.	841	5 747	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15 115	4 416	3 093	.	920	6 059	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	218	65	43	.	16	85	10
2014 Juillet	15 161	4 186	3 127	.	966	6 241	641	207	52	37	.	19	86	13
Août	15 110	4 157	3 109	.	969	6 229	644	76	30	11	.	3	28	5
Septembre	15 157	4 164	3 126	.	980	6 235	652	218	59	43	.	13	90	13
Octobre	15 124	4 077	3 162	.	980	6 255	650	209	45	40	.	15	101	8
Novembre	15 157	4 059	3 163	.	985	6 302	649	197	59	44	.	14	73	6
Décembre	15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	129	41	37	.	11	29	10

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

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

6) Véhicules financiers (VF).

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM		Sociétés non financières	Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	VF ¹⁾		Administra- tion centrale	Autres admi- nistrations publiques				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	16 590,3	5 397,4	3 281,7	.	915,5	6 305,1	690,5	4 593,9	404,6	617,9	3 571,5
2013	16 347,4	4 883,3	3 210,5	.	986,7	6 587,1	679,8	5 634,8	569,0	751,0	4 314,8
2014	16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
2014 Juillet	16 525,7	4 696,9	3 283,6	.	1 041,3	6 818,6	685,3	5 864,6	626,8	775,7	4 462,1
Août	16 470,6	4 679,3	3 253,2	.	1 043,9	6 803,3	691,0	5 914,5	637,3	788,9	4 488,3
Septembre	16 492,2	4 667,4	3 262,7	.	1 050,1	6 811,6	700,4	5 928,8	650,7	788,4	4 489,7
Octobre	16 429,9	4 572,3	3 295,9	.	1 052,6	6 818,5	690,7	5 761,0	611,5	763,1	4 386,4
Novembre	16 447,3	4 548,4	3 292,4	.	1 054,0	6 858,5	693,9	6 038,0	628,3	796,6	4 613,1
Décembre	16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
Taux de croissance											
2012	1,3	-1,8	-0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,5	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8
2014 Juillet	0,0	-7,1	0,5	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
Août	-0,3	-7,1	-0,2	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
Septembre	-0,3	-6,9	-0,2	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
Octobre	-0,6	-8,2	1,0	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Novembre	-0,9	-8,5	0,9	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
Décembre	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8

2.8 Taux de change effectifs ²⁾

(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 ³⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,6	99,1	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,6	102,5	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	.	.	.	114,8	97,0
2014 T1	103,9	101,0	98,0	95,1	103,5	97,8	116,7	99,3
T2	103,9	100,5	98,0	94,7	102,9	97,8	116,2	98,2
T3	101,7	98,2	95,9	92,2	100,2	95,4	113,8	96,0
T4	99,6	96,1	94,1	.	.	.	112,6	94,4
2014 Septembre	100,5	97,0	94,8	—	—	—	112,5	94,8
Octobre	99,6	96,1	94,1	—	—	—	112,0	94,2
Novembre	99,6	96,1	94,2	—	—	—	112,3	94,3
Décembre	99,7	96,0	94,2	—	—	—	113,4	94,9
2015 Janvier	95,9	92,2	91,1	—	—	—	109,3	91,1
Février	94,0	90,2	89,4	—	—	—	107,4	89,3
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2015 Février	-2,0	-2,1	-1,8	—	—	—	-1,8	-2,0
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2015 Février	-9,2	-10,4	-8,5	—	—	—	-7,8	-9,9

Source : BCE.

1) Véhicules financiers (VF).

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

3) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-19 de partenaires commerciaux.

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 T1	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
T2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
T3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
T4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Septembre	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
Octobre	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Novembre	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Décembre	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Janvier	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Février	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2015 Février	-1,8	0,3	-1,0	0,1	-3,0	-2,0	-2,4	-3,4	-1,2	0,8	-2,9	-2,3
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2015 Février	-14,6	0,7	0,6	-0,2	-1,1	-3,3	0,0	-10,3	-1,3	7,0	-13,1	-16,9

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)											
2013 T4	17 765,8	19 107,1	-1 341,3	7 229,4	5 550,2	5 659,0	9 051,8	-64,8	4 400,0	4 503,5	542,1	11 313,1
2014 T1	18 191,9	19 456,3	-1 264,4	7 344,9	5 502,6	5 747,5	9 304,4	-49,4	4 578,4	4 649,4	570,6	11 535,4
T2	18 708,6	19 747,6	-1 039,0	7 465,3	5 522,1	6 037,4	9 609,6	-43,5	4 666,5	4 615,9	583,1	11 638,9
T3	19 457,8	20 391,7	-933,9	7 643,0	5 603,7	6 407,6	9 967,0	-77,1	4 887,3	4 820,9	597,0	11 959,0
	encours en pourcentage du PIB											
2014 T3	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
	Flux											
2011 T1	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	—
T2	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	—
T3	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	—
T4	9,2	-129,7	138,9	-2,8	-23,8	96,9	-37,5	5,6	-93,4	-68,4	2,9	—
2014 Juillet	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	—
Août	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	—
Septembre	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	—
Octobre	-0,2	-36,3	36,0	10,0	9,1	16,3	-31,1	0,7	-28,2	-14,3	1,0	—
Novembre	147,9	68,4	79,5	17,0	-11,5	45,9	34,5	3,4	80,8	45,4	0,8	—
Décembre	-138,5	-161,8	23,3	-29,8	-21,4	34,7	-40,9	1,6	-146,0	-99,5	1,1	—
	flux cumulés sur 12 mois											
2014 Décembre	730,9	383,1	347,8	50,8	-17,8	441,3	326,2	43,4	190,9	74,8	4,5	—
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB											
2014 Décembre	7,3	3,8	3,5	0,5	-0,2	4,4	3,3	0,4	1,9	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 ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur		
		Total	Consomma- tion privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks	Total	Exportations	Importations	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Prix courants (montants en milliards d'euros)											
2011	9 799,5	9 661,0	5 512,0	2 052,0	2 029,8	1 066,0	604,5	350,1	67,1	138,5	4 098,1	3 959,6
2012	9 857,7	9 596,5	5 542,3	2 065,3	1 988,1	1 039,8	581,4	357,4	0,7	261,2	4 279,9	4 018,7
2013	9 939,4	9 598,5	5 566,7	2 096,0	1 948,6	1 009,2	569,3	359,7	-12,8	340,8	4 355,3	4 014,5
2013 T4	2 502,8	2 411,3	1 398,3	525,7	492,9	254,5	145,6	90,4	-5,6	91,4	1 102,2	1 010,8
2014 T1	2 518,1	2 424,4	1 403,1	529,2	494,9	255,8	144,5	91,2	-2,9	93,7	1 102,9	1 009,2
T2	2 523,9	2 427,8	1 409,5	530,6	491,7	251,2	145,3	91,8	-4,1	96,1	1 116,3	1 020,2
T3	2 530,8	2 433,3	1 417,0	535,4	491,8	251,0	145,3	92,2	-10,8	97,5	1 131,1	1 033,6
	en pourcentage du PIB											
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	—	—
2012	100,0	97,4	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	—	—
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,7	3,6	-0,1	3,5	—	—
	Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
	variations trimestrielles en pourcentage											
2014 T1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	—	—	0,4	0,0
T2	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,6	-1,7	0,6	0,2	—	—	1,4	1,3
T3	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	—	—	1,3	1,4
T4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	—	—	.	.
	contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage											
2014 T1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	—	—
T2	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	—	—
T3	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	—	—
T4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	—	—

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique ¹⁾

(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)											
2011	8 809,7	147,8	1 719,5	486,7	1 672,6	407,8	435,3	1 009,4	919,9	1 699,2	311,4	989,8
2012	8 863,7	152,2	1 726,7	474,0	1 681,4	410,7	439,7	1 014,9	928,5	1 718,2	317,3	994,0
2013	8 930,7	155,7	1 736,3	465,0	1 689,0	401,9	439,1	1 032,1	941,8	1 748,5	321,3	1 008,6
2013 T4	2 248,4	38,6	438,1	117,2	424,8	100,6	110,3	259,9	237,7	440,1	81,0	254,3
2014 T1	2 262,5	38,5	438,2	118,3	427,0	100,6	113,0	262,0	238,9	444,3	81,4	255,8
T2	2 264,7	37,9	439,7	116,3	427,6	100,3	114,1	263,3	240,0	444,0	81,4	259,1
T3	2 271,7	36,7	440,2	116,1	430,0	100,0	113,8	264,0	241,9	446,8	82,2	258,8
	en pourcentage de la valeur ajoutée											
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	19,0	4,6	4,9	11,5	10,4	19,3	3,5	—
2012	100,0	1,7	19,5	5,4	19,0	4,6	5,0	11,4	10,5	19,4	3,6	—
2013	100,0	1,7	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,5	10,5	19,6	3,6	—
	Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
	variations trimestrielles en pourcentage											
2013 T4	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 T1	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0
T2	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
T3	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
	contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage											
2013 T4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
2014 T1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données se rapportent à l'Euro 19 sauf pour les colonnes 6 à 8 du tableau 3.1 où elles se rapportent à l'Euro 18.

3.3 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle ¹⁾						Construc- tion ¹⁾	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie ¹⁾	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construc- tion)	Industrie manufac- turière	Biens intermé- diaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Énergie			Total	Produits alimen- taires, boissons, tabac	Produits non ali- mentaires	Carbu- rants	
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
variations annuelles en pourcentage													
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,6	1,6	1,1	1,5	2,5	-5,4	2,2	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 T1	1,2	3,1	3,1	4,0	2,5	-9,3	6,7	4,3	0,9	-0,5	2,3	0,8	5,1
T2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,8	3,9	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
T3	0,5	1,1	0,4	1,4	1,8	-3,5	-0,3	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
T4	-0,1	0,5	-0,6	0,0	2,3	-3,1	-0,7	2,5	2,1	0,7	3,3	1,4	1,6
2014 Août	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,4	-3,0	1,5	0,9	1,5	-0,5	3,6	-0,3	4,1
Septembre	0,1	0,7	-0,6	1,5	0,9	-3,2	-2,4	1,2	0,4	0,7	0,3	0,4	2,5
Octobre	0,6	1,1	-0,7	1,4	3,1	-2,3	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
Novembre	-0,8	0,1	-1,0	-1,2	3,0	-5,5	0,5	1,5	1,5	-0,3	3,2	0,2	0,4
Décembre	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,6	-1,7	-3,5	2,3	3,1	2,0	3,9	2,8	0,0
2015 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	3,7	2,2	5,0	6,1	11,0
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2014 Août	-1,2	-1,4	-1,1	-3,3	0,2	1,1	0,6	-2,1	0,7	0,2	1,0	0,9	-0,1
Septembre	0,5	0,5	-0,3	2,2	-0,9	0,3	-1,3	1,3	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
Octobre	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-1,1	1,0	0,9	0,6	-0,2	0,9	0,5	3,0
Novembre	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,7	-0,8	-0,5	-1,2	0,6	0,2	1,2	0,4	-2,5
Décembre	0,0	0,0	1,1	0,2	-1,6	0,9	-0,8	2,5	0,4	0,2	0,2	1,9	5,4
2015 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,0	1,2	3,2	2,6

3.4 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépen- dants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manu- facturière, énergie et services publics	Construc- tion	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2011	100,0	85,0	15,0	3,5	15,4	6,7	24,9	2,7	2,7	1,0	12,5	23,7	6,9
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,2	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,7	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,3	-1,4	-0,7	-4,5	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,4	-0,7	0,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	-0,1
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,8	0,4	-1,0	-3,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	0,7	0,1	-1,1
2014 T1	0,0	0,2	-0,6	0,8	-0,7	-2,6	0,2	0,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	0,1
T2	0,4	0,7	-1,1	-0,5	0,2	-2,3	0,8	0,6	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,4
T3	0,6	0,9	-1,0	-0,7	0,3	-1,7	1,2	1,1	-1,1	0,0	1,8	0,4	1,0
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2011	100,0	80,1	19,9	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,7	1,0	12,3	21,3	6,2
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	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,3	-0,2	0,4	2,6	0,3	0,1
2012	-1,6	-1,6	-1,3	-2,5	-2,0	-6,4	-1,9	0,4	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-5,1	-1,2	0,1	-1,5	-2,2	-0,4	-0,5	-0,6
2013 T4	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	-0,2	-3,1	-0,4	0,7	-0,8	-1,7	0,3	-0,1	-1,1
2014 T1	0,6	0,7	0,2	2,0	0,9	-1,3	0,6	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,0	0,4
T2	0,3	0,6	-1,3	0,0	0,2	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,3	0,6	-0,2
T3	0,5	0,9	-1,0	0,1	0,6	-2,1	1,1	1,1	-1,3	-0,7	1,4	0,3	0,4
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2011	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 T4	0,1	0,0	0,4	1,3	0,8	0,0	-0,1	0,8	0,1	-1,4	-0,4	-0,2	0,0
2014 T1	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
T2	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
T3	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

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

1) Les données se rapportent à l'Euro 19. Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3.5 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Population active, millions ¹⁾	Sous-emploi, % de la population active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'emploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	% du total des postes
% du total en 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,689	3,9	18,177	11,4	5,3	14,617	10,1	3,560	23,6	9,752	11,2	8,425	11,5	1,6
2013	159,668	4,3	19,206	12,0	5,9	15,612	10,7	3,593	24,3	10,292	11,9	8,914	12,1	1,5
2014	.	.	18,572	11,6	.	15,157	10,4	3,415	23,7	9,871	11,4	8,701	11,8	.
2014 T1	159,224	4,4	18,844	11,8	6,3	15,345	10,5	3,498	24,1	10,091	11,7	8,753	11,9	1,7
T2	159,538	4,4	18,594	11,6	6,0	15,179	10,4	3,414	23,7	9,904	11,5	8,690	11,8	1,6
T3	159,973	4,2	18,509	11,5	5,8	15,118	10,3	3,390	23,6	9,782	11,3	8,727	11,8	1,6
T4	.	.	18,342	11,4	.	14,986	10,2	3,356	23,3	9,708	11,2	8,634	11,6	.
2014 Août	–	–	18,468	11,5	–	15,082	10,3	3,385	23,6	9,741	11,3	8,727	11,8	–
Septembre	–	–	18,455	11,5	–	15,078	10,3	3,377	23,4	9,770	11,3	8,684	11,7	–
Octobre	–	–	18,419	11,5	–	15,049	10,3	3,370	23,4	9,767	11,3	8,652	11,7	–
Novembre	–	–	18,408	11,4	–	15,025	10,3	3,383	23,4	9,733	11,2	8,675	11,7	–
Décembre	–	–	18,199	11,3	–	14,883	10,2	3,316	23,1	9,623	11,1	8,576	11,6	–
2015 Janvier	–	–	18,059	11,2	–	14,778	10,1	3,281	22,9	9,567	11,1	8,492	11,4	–

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,7	-12,7	-13,9	-8,8	6,5	–	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,7	78,5	-22,1	-27,7	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,6	-9,3	78,3	-18,6	-29,4	-12,4	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,3	-4,2	79,9	-10,0	-28,0	-3,9	3,8	87,4	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 T1	101,5	-3,5	79,8	-11,2	-28,6	-3,0	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
T2	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,3	-2,2	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
T3	100,8	-4,8	80,0	-9,9	-27,8	-4,6	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
T4	100,7	-4,8	80,3	-11,2	-25,2	-5,8	4,8	87,7	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 Septembre	99,9	-5,5	–	-11,4	-27,4	-7,2	3,2	–	50,3	51,0	52,4	52,0
Octobre	100,7	-5,0	80,0	-11,1	-24,4	-6,3	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
Novembre	100,7	-4,3	–	-11,6	-26,1	-5,9	4,4	–	50,1	51,2	51,1	51,1
Décembre	100,6	-5,2	–	-10,9	-25,2	-5,2	5,6	–	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Janvier	101,4	-4,8	80,7	-8,5	-26,5	-3,6	4,8	87,5	51,0	52,1	52,7	52,6
Février	102,1	-4,7	–	-6,7	-26,5	-2,1	4,5	–	51,0	52,1	53,7	53,3

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

1) Données brutes. Les données se rapportent à l'Euro 19.

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	33,4	3,5	.	3,2	9,9	2,0
2012	12,9	97,4	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,2	1,5	133,5	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	96,1	-0,5	1,3	-3,9	0,0	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-3,1	0,7
2013 T4	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-0,1	0,7
2014 T1	13,1	95,5	0,5	1,4	3,3	1,9	-1,0	31,0	2,4	129,4	1,7	2,1	0,8
T2	13,0	95,5	0,4	1,5	0,0	2,9	-0,1	31,0	2,2	130,3	2,0	-0,5	1,0
T3	13,1	94,9	1,6	1,5	0,3	2,7	0,3	31,3	2,3	129,6	1,7	-0,9	0,9

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ⁵⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit 1	Débit 2	Net 3	Crédit 4	Débit 5	Crédit 6	Débit 7	Crédit 8	Débit 9	Crédit 10	Débit 11	Crédit 12	Débit 13
2014	T1	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
	T2	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
	T3	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
	T4	828,2	771,0	57,3	494,2	427,5	176,2	158,5	134,8	125,0	23,1	60,0	11,4	4,9
2014	Juillet	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
	Août	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
	Septembre	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
	Octobre	277,7	258,1	19,6	164,0	145,7	58,7	52,8	47,2	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
	Novembre	272,8	253,0	19,9	161,0	140,8	59,3	51,4	44,7	39,7	7,8	21,1	3,4	1,2
	Décembre	277,7	259,9	17,8	169,2	141,0	58,2	54,3	42,9	43,3	7,5	21,2	5,2	2,6
		flux cumulés sur 12 mois												
2014	Décembre	3 303,8	3 063,6	240,2	1 944,1	1 702,3	686,4	607,8	584,7	522,1	88,6	231,5	34,7	14,1
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2014	Décembre	32,9	30,5	2,4	19,4	17,0	6,8	6,1	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,1

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :		
				Biens intermédiaires	Biens d'équipement		Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)												
2014 T1	1,3	0,2	479,8	235,1	95,5	136,9	389,9	437,7	272,4	60,8	96,4	277,9	79,3
T2	0,8	0,3	480,4	234,3	96,3	137,6	395,2	437,4	270,4	60,6	98,6	281,0	77,3
T3	3,0	0,4	484,3	235,5	96,5	138,6	396,7	437,3	268,5	60,9	100,1	285,6	74,4
T4	4,3	-0,5	494,8	.	.	.	406,0	429,8	.	.	.	287,6	.
2014 Juillet	2,9	1,0	160,7	78,2	32,1	46,5	131,4	147,6	91,3	20,5	33,4	96,3	25,6
Août	-3,1	-4,3	158,4	77,6	30,6	44,9	129,6	142,8	87,4	19,5	33,0	91,8	24,4
Septembre	8,6	4,2	165,2	79,6	33,8	47,1	135,7	146,9	89,8	20,9	33,7	97,4	24,4
Octobre	4,1	-0,2	165,0	79,4	33,7	47,7	134,5	144,9	87,8	20,6	33,8	96,3	23,9
Novembre	0,9	-2,2	165,8	77,9	33,4	48,1	136,1	144,2	86,3	20,2	33,5	95,2	22,4
Décembre	8,1	1,0	164,0	.	.	.	135,4	140,7	.	.	.	96,2	.
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)												
2014 T1	1,6	2,6	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,7	101,1	98,1	99,6	101,8	94,7
T2	0,8	2,4	114,8	113,2	114,3	117,5	115,6	101,7	101,8	98,4	102,4	103,5	93,2
T3	1,2	2,0	114,4	112,6	114,1	116,2	114,5	101,2	101,1	98,7	101,9	103,6	91,1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Juillet	1,2	2,3	114,3	112,5	114,3	117,3	114,2	102,9	102,6	103,3	102,5	106,2	91,2
Août	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,5	113,6	112,3	99,3	99,1	94,1	100,6	99,8	90,1
Septembre	6,5	6,0	116,7	114,0	119,5	117,6	117,0	101,5	101,7	98,6	102,5	104,9	92,0
Octobre	2,3	0,8	116,5	113,7	118,9	119,4	115,6	100,4	100,6	96,1	101,3	102,5	95,4
Novembre	-0,6	-1,1	117,2	111,8	117,1	120,9	116,5	101,3	100,8	96,8	99,7	101,8	96,5
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

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

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

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

4 PRIX ET COÛTS

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix admini- strés	Prix adminis- trés
			Total, hors produits alimentaires et énergie										
% 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	—	—	—	—	—	—	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2014 T1	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
T2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
T3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
T4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 Septembre	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Octobre	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
Novembre	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
Décembre	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Janvier	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-3,2	-0,1	-0,9	1,2
Février ²⁾	116,5	-0,3	0,6		1,1					1,6			

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi-cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 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
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
T4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 Septembre	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Octobre	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Novembre	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
Décembre	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 Janvier	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0
Février 2)	0,5	0,5	0,5	.	-0,2	-7,9	.	.	.	.	.	.

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 ³⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ^{3), 4)}	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ^{3), 4)}
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manufac- turier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires				
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,0	-1,3
2014	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-1,1	0,4	0,4	-0,8	0,4	-4,4	.	.	.
2014 T1	107,7	-1,5	-1,0	-0,4	-1,8	0,3	0,9	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,6	.
T2	107,2	-1,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	0,9	-0,3	0,5	-3,1	0,2	0,1	.
T3	106,9	-1,4	-0,5	0,0	-0,6	0,5	0,2	-1,0	0,4	-4,5	0,4	0,5	.
T4	106,1	-1,8	-1,5	-0,2	-0,7	0,6	-0,3	-1,6	0,4	-5,8	.	.	.
2014 Août	106,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	0,3	-1,0	0,4	-5,0	—	—	—
Septembre	106,9	-1,4	-0,7	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-1,4	0,3	-4,6	—	—	—
Octobre	106,6	-1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-4,1	—	—	—
Novembre	106,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,3	-4,9	—	—	—
Décembre	105,3	-2,6	-2,4	-0,4	-1,0	0,6	-0,4	-1,7	0,3	-8,3	—	—	—
2015 Janvier	104,3	-3,4	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,8	0,1	-10,2	—	—	—

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

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

2) Estimation établie à partir des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi qu'à partir d'informations précoces sur les prix de l'énergie.

3) Les données se rapportent à l'Euro 19.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB ¹⁾								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exporta- tions ²⁾	Importa- tions ²⁾		Pondération fondée sur les importations ³⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ³⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Forma- tion brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,6	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,8	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 T1	104,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,2	-1,0	-1,6	78,6	-12,3	-7,2	-14,7	-10,2	-5,2	-14,1
T2	104,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,0	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
T3	104,7	0,8	0,7	0,6	0,9	0,4	-0,6	-0,9	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,2	9,6	-2,0
2014 Septembre	–	–	–	–	–	–	–	–	76,4	-4,3	0,0	-6,4	-0,5	1,4	-2,0
Octobre	–	–	–	–	–	–	–	–	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
Novembre	–	–	–	–	–	–	–	–	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
Décembre	–	–	–	–	–	–	–	–	51,3	-2,2	9,0	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 Janvier	–	–	–	–	–	–	–	–	42,8	1,7	14,3	-4,3	7,8	17,2	0,0
Février	–	–	–	–	–	–	–	–	52,0	.	.	-2,1	.	.	2,2

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	1,9	-12,4	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,4	2,0	-1,7	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-0,9	0,8	-17,7	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 T1	0,5	1,9	0,2	-18,0	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
T2	-0,9	-0,5	0,1	-20,0	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
T3	-0,7	-1,3	0,2	-17,0	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
T4	-2,1	-3,8	2,6	-15,6	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 Septembre	-1,9	-4,2	-0,6	-16,9	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
Octobre	0,4	-5,6	1,6	-16,8	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
Novembre	-1,5	-3,0	3,3	-14,9	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
Décembre	-5,1	-2,9	2,8	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Janvier	-5,9	-3,1	-0,8	-17,0	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Février	-5,5	0,5	1,6	-18,0	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6

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

1) Les données se rapportent à l'Euro 19.

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

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

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

4.5 Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail ¹⁾

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2011	100,6	0,6	0,4	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,3	0,9	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,4	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,4	2,1	0,4	1,5	1,9	2,5	-2,5	1,1	1,6	2,3
2013 T4	104,2	1,2	-4,0	0,3	-0,1	0,8	1,8	3,3	-2,6	0,6	2,7	2,0
2014 T1	104,5	0,8	-3,8	1,0	-0,5	0,3	3,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8
T2	104,8	1,0	-3,2	1,7	0,1	0,4	3,6	0,6	0,2	2,2	0,8	1,6
T3	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,7	0,5	0,5	2,4	0,9	1,4
Rémunération par tête												
2011	102,1	2,1	3,5	2,9	3,1	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,4
2012	103,8	1,7	1,7	2,2	2,5	1,7	1,9	1,0	1,9	2,4	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,2	2,7	1,5	1,5	1,1	2,4	-0,5	0,9	1,8	1,7
2013 T4	106,4	2,0	-0,1	2,5	2,0	1,3	1,1	2,8	-1,2	0,8	2,8	2,5
2014 T1	106,9	1,8	-0,1	2,7	3,3	1,8	2,7	1,1	0,6	1,6	1,5	1,5
T2	107,0	1,4	0,7	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,9	1,3	1,3	1,2
T3	107,4	1,3	1,7	1,9	1,1	1,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,3	0,7
Productivité par personne employée												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,8	1,9	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,2	-0,9	1,7	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,1	-0,1	-0,8	-0,1	2,0	-0,1	0,2	-0,6
2013 T4	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,6	-0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2014 T1	102,3	1,0	3,9	1,7	3,8	1,4	-1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
T2	102,1	0,4	4,1	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,4	0,7	-0,8	0,4	-0,4
T3	102,0	0,2	4,5	0,4	0,4	0,4	-1,9	1,1	1,0	-0,7	0,4	-0,7
Rémunération par heure travaillée												
2011	101,8	1,8	2,5	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,3	2,7	1,1	1,4
2012	104,7	2,8	3,6	3,7	4,8	3,4	2,4	1,5	2,1	3,1	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,4	2,5	2,6	2,1	1,1	2,8	0,8	1,8	2,1	2,1
2013 T4	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,0	1,6	0,6	2,8	0,7	1,2	3,0	2,4
2014 T1	108,0	1,2	-0,6	1,0	1,9	1,5	2,2	0,7	0,9	1,7	1,0	1,0
T2	108,4	1,5	1,6	1,9	2,2	1,4	1,9	2,4	2,1	1,4	1,1	1,5
T3	108,7	1,3	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3	1,0
Productivité horaire du travail												
2011	101,4	1,4	3,1	2,2	0,8	1,8	3,8	1,4	1,4	-0,3	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,6	1,5	1,8	0,5	2,2	1,9	1,0	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,6	1,9	0,5	-0,8	0,2	3,1	0,5	0,5	-0,1
2013 T4	103,3	0,7	2,8	1,3	2,1	0,7	-1,4	-0,6	2,8	0,6	0,3	0,4
2014 T1	103,4	0,4	2,7	0,1	2,4	1,1	-1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,4
T2	103,6	0,6	3,5	0,4	2,1	1,0	-1,7	1,7	1,3	-0,3	0,3	0,2
T3	103,4	0,3	3,6	0,1	0,8	0,5	-2,0	1,4	1,7	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

Sources : Eurostat et calcul de la BCE.

1) Les données se rapportent à l'Euro 19.

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

5 MONNAIE ET CRÉDIT

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois		Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Encours											
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014 T1	924,8	4 563,3	5 488,0	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,2
T2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9 963,6
T3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
T4	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014 Août	943,3	4 713,3	5 656,6	1 658,2	2 134,2	3 792,3	9 448,9	128,5	404,1	74,1	606,7	10 055,6
Septembre	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Octobre	949,5	4 794,0	5 743,5	1 625,7	2 132,5	3 758,2	9 501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10 131,4
Novembre	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10 206,7
Décembre	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2015 Janvier ^(p)	984,8	5 057,5	6 042,3	1 579,2	2 121,7	3 700,9	9 743,3	120,5	438,6	136,1	695,1	10 438,4
	Flux											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,0	427,9	-96,0	3,7	-92,4	335,6	0,8	7,2	26,2	34,2	369,7
2014 T1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
T2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
T3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
T4	19,1	125,8	144,9	-45,0	-9,0	-54,0	90,9	-0,5	11,3	30,5	41,3	132,2
2014 Août	7,0	42,0	48,9	-12,0	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
Septembre	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
Octobre	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,3	43,0
Novembre	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
Décembre	10,8	13,3	24,1	-17,4	-10,3	-27,8	-3,7	-6,4	-4,4	28,1	17,4	13,7
2015 Janvier ^(p)	16,4	83,8	100,1	-33,7	-7,4	-41,1	59,0	-2,4	6,6	10,0	14,2	73,2
	Taux de croissance											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 T1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
T2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
T3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
T4	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 Août	5,8	5,9	5,8	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,8	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
Septembre	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Octobre	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
Novembre	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,1	0,2	3,1
Décembre	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2015 Janvier ^(p)	7,7	9,2	9,0	-6,8	-0,1	-3,1	4,0	-3,9	0,1	44,3	4,6	4,1

Source : BCE.

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

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières 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	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 T1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
T2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
T3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
T4	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Août	1 778,9	1 270,2	394,8	98,5	15,4	5 513,4	2 664,4	850,0	1 994,2	4,9	800,9	216,7	324,2
Septembre	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Octobre	1 790,5	1 297,4	379,3	100,3	13,5	5 531,9	2 700,0	836,4	1 990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
Novembre	1 816,1	1 320,0	382,1	100,9	13,1	5 552,5	2 730,6	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Décembre	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2015 Janvier ^(p)	1 854,3	1 379,5	366,8	96,6	11,4	5 567,6	2 787,7	795,4	1 980,1	4,4	884,3	227,5	345,2
Flux													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,3	-25,5	1,2	2,5	142,3	210,5	-65,4	-1,2	-1,7	44,5	5,5	17,6
2014 T1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
T2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
T3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
T4	7,0	16,4	-12,1	-1,4	4,0	27,9	69,1	-32,8	-6,4	-2,0	54,4	-9,0	-9,0
2014 Août	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,5	21,7	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
Septembre	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
Octobre	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
Novembre	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Décembre	-19,7	-19,9	-3,3	-2,8	6,3	7,1	25,3	-14,9	-1,4	-1,9	9,6	-11,9	-6,0
2015 Janvier ^(p)	24,1	36,3	-3,9	0,0	-8,3	-3,6	25,0	-20,9	-9,3	1,6	-6,6	8,8	17,6
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 T1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
T2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
T3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
T4	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Août	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,2	5,5	2,6
Septembre	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Octobre	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
Novembre	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Décembre	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2015 Janvier ^(p)	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-8,7	6,1	0,2	9,2

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.

5.3 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								Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts								
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension				
										Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Encours												
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	—	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6	
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	—	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1	
2014	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	—	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2	
2014 T1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,6	10 531,2	—	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,5	
T2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	—	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1	
T3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	—	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8	
T4	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	—	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2	
2014 Août	3 500,5	1 105,4	2 395,0	12 560,7	10 435,0	—	4 290,6	5 191,5	855,1	97,8	1 314,4	811,3	
Septembre	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	—	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8	
Octobre	3 523,4	1 097,3	2 426,2	12 543,8	10 431,5	—	4 277,4	5 197,3	853,9	102,9	1 301,0	811,3	
Novembre	3 538,3	1 108,8	2 429,4	12 533,4	10 431,0	—	4 271,4	5 194,8	857,5	107,4	1 291,8	810,5	
Décembre	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	—	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2	
2015 Janvier ^(p)	3 648,6	1 149,8	2 498,8	12 654,8	10 584,7	—	4 299,6	5 222,6	923,7	138,9	1 294,2	775,9	
	Flux												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5	
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6	
2014	66,3	16,1	50,2	-87,1	-51,4	17,7	-59,4	-14,7	11,2	11,6	-71,2	35,5	
2014 T1	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7	
T2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7	
T3	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7	
T4	39,7	12,6	27,1	22,3	22,8	32,9	3,8	5,4	7,0	6,6	-17,9	17,4	
2014 Août	20,5	-1,4	21,9	-10,5	-3,0	-2,4	-3,5	3,2	1,6	-4,3	-7,3	-0,2	
Septembre	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5	
Octobre	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6	
Novembre	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,6	10,0	-4,0	-1,3	3,4	4,5	-10,7	-5,7	
Décembre	16,4	7,7	8,7	42,1	23,9	24,5	10,3	2,5	8,6	2,5	-0,2	18,4	
2015 Janvier ^(p)	33,0	13,8	19,3	16,2	22,9	24,4	-4,2	4,3	12,3	10,5	3,5	-10,2	
	Taux de croissance												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9	
2014	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4	
2014 T1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0	
T2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5	
T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7	
T4	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4	
2014 Août	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6	
Septembre	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7	
Octobre	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5	
Novembre	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5	
Décembre	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4	
2015 Janvier ^(p)	2,1	1,6	2,4	-0,5	-0,1	0,5	-1,2	-0,2	3,0	19,4	-5,0	3,2	

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.

5.4 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 consommation	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		4 544,6	—	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	—	602,0	3 823,6	816,7
2013		4 354,1	—	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	—	573,5	3 851,5	796,4
2014		4 284,2	—	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	—	562,2	3 860,2	777,6
2014 T1		4 337,6	—	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	—	572,3	3 864,2	795,7
T2		4 306,3	—	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	—	570,3	3 832,2	788,5
T3		4 288,1	—	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	—	567,1	3 843,7	783,8
T4		4 284,2	—	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	—	562,2	3 860,2	777,6
2014 Août		4 290,6	—	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	—	566,8	3 840,7	784,0
Septembre		4 288,1	—	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	—	567,1	3 843,7	783,8
Octobre		4 277,4	—	1 053,1	723,9	2 500,5	5 197,3	—	568,8	3 847,9	780,6
Novembre		4 271,4	—	1 040,1	734,1	2 497,1	5 194,8	—	566,8	3 848,2	779,8
Décembre		4 284,2	—	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	—	562,2	3 860,2	777,6
2015 Janvier ^(p)		4 299,6	—	1 086,8	736,5	2 476,2	5 222,6	—	566,2	3 876,4	780,0
Flux											
2012		-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013		-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014		-59,4	-46,5	-13,1	0,9	-47,3	-14,7	41,0	-5,4	-3,1	-6,3
2014 T1		-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
T2		-18,7	-7,6	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
T3		-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
T4		3,8	6,0	-6,7	8,2	2,3	5,4	13,7	-4,6	9,5	0,4
2014 Août		-3,5	-3,1	-2,0	-1,1	-0,3	3,2	3,3	-1,2	1,6	2,8
Septembre		-3,7	-4,0	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
Octobre		-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
Novembre		-4,0	-2,7	-12,6	10,7	-2,1	-1,3	4,7	-1,5	0,0	0,2
Décembre		10,3	10,5	7,6	-1,6	4,2	2,5	3,4	-4,9	5,6	1,9
2015 Janvier ^(p)		-4,2	-3,6	-4,4	4,7	-4,5	4,3	5,1	-0,1	4,0	0,4
Taux de croissance											
2012		-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013		-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014		-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 T1		-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
T2		-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
T3		-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
T4		-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Août		-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,3
Septembre		-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Octobre		-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
Novembre		-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
Décembre		-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2015 Janvier ^(p)		-1,2	-0,9	-1,0	1,1	-2,0	-0,2	0,9	-0,9	0,0	-0,6

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.

5.5 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	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 T1	260,9	7 343,1	2 355,5	91,1	2 472,5	2 423,9	1 256,1	118,5	177,0	116,7
T2	270,3	7 295,1	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,2	1 357,6	135,3	171,3	119,0
T3	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
T4	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Août	266,2	7 317,9	2 289,8	91,9	2 448,4	2 487,8	1 416,5	162,1	172,0	116,9
Septembre	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Octobre	254,3	7 270,2	2 264,8	91,8	2 420,2	2 493,4	1 418,0	170,6	183,1	121,1
Novembre	256,4	7 262,5	2 258,4	91,0	2 404,7	2 508,5	1 466,6	187,3	184,4	130,8
Décembre	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2015 Janvier ^(p)	305,0	7 290,3	2 237,9	92,7	2 403,0	2 556,8	1 507,8	222,4	202,9	131,3
	Flux									
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-3,3	-169,4	-120,5	1,8	-154,2	103,5	230,7	-12,9	0,7	17,7
2014 T1	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
T2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
T3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
T4	8,0	-102,6	-25,8	1,0	-76,7	-1,0	31,5	-55,9	20,9	18,1
2014 Août	-6,1	1,5	-4,5	1,1	-5,5	10,4	-0,9	24,7	2,2	-4,1
Septembre	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
Octobre	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,9	-13,5	19,5	-0,5
Novembre	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,8	19,4	1,3	9,6
Décembre	3,6	-50,7	-7,0	2,4	-33,5	-12,5	-30,1	-61,8	0,1	9,0
2015 Janvier ^(p)	39,4	-26,5	-19,5	-0,3	-12,5	5,8	5,8	31,1	18,4	-8,5
	Taux de croissance									
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	—	—	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	—	—	10,3	23,5
2014	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	—	—	0,4	14,5
2014 T1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	—	—	-12,9	-0,9
T2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	—	—	-23,8	-4,5
T3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	—	—	-17,5	-3,2
T4	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	—	—	0,4	14,5
2014 Août	-6,0	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	—	—	-11,4	-0,9
Septembre	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	—	—	-17,5	-3,2
Octobre	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	—	—	-3,1	2,1
Novembre	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	—	—	-4,4	-6,6
Décembre	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	—	—	0,4	14,5
2015 Janvier ^(p)	23,4	-2,6	-5,7	2,4	-5,9	3,8	—	—	22,1	26,4

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/ excédent (+)	Recettes						Dépenses						
		Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
				Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts		Prestations sociales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 T2	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8
T3	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

6.2 Ratio dette publique/PIB ¹⁾

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	IFM	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 T2	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ⁴⁾	Déficit (-)/ excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit ⁵⁾								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'in- vestissement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 T2	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,3	2,5
T3	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,2	1,2	2,7

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

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

2) Les opérations du budget de l'UE sont incluses et consolidées dans les données annuelles.

3) Les transferts courants vers les institutions sans but lucratif au service des ménages sont inclus dans les données annuelles.

4) Calculée comme la différence entre le ratio dette publique/PIB au cours de la période la plus récente et celui observé au cours d'une période antérieure, c'est-à-dire l'année précédente pour les données annuelles et le même trimestre un an auparavant pour les données trimestrielles.

5) Les données trimestrielles recouvrent les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière.

6.4 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal ⁵⁾		Intérêts			Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe	Émissions	Remboursements			
											Échéances ≤ 1 an		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2014 T2	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
T3	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Août	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
Septembre	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
Octobre	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
Novembre	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
Décembre	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015 Janvier	15,7	13,7	5,1	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7

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

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 T2	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1
T3	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3
Dettes des administrations publiques									
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 T2	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8
T3	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7

	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										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 T2	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
T3	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
Dettes des administrations publiques										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 T2	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
T3	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

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

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

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

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

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général