



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2016



Table des matières

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	14
3 Activité économique	17
4 Prix et coûts	22
5 Monnaie et crédit	26
6 Évolutions budgétaires	31

Encadrés

1 Le ralentissement de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis : faits stylisés et répercussions économiques	36
2 Les tendances actuelles des prix du pétrole	40
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 28 octobre 2015 au 26 janvier 2016	43
4 Les facteurs à l'origine de la relative vigueur de l'activité dans les services de la zone euro	48
5 L'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro sur le secteur des fonds d'investissement monétaires	52
6 Cours du pétrole et prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro	55
7 La relation entre l'IPCH et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires	58
8 La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015	61

Articles

La transmission des chocs de production : le rôle des chaînes de production transfrontières	66
L'investissement public en Europe	81

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

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 10 mars 2016, en s'appuyant sur l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à un examen approfondi de l'orientation de la politique monétaire, dans le cadre duquel il a également pris en compte les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la période allant jusqu'en 2018. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a arrêté une série de mesures dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix. Cet ensemble exhaustif mettra à profit les synergies existant entre les différents instruments et a fait l'objet d'un calibrage permettant d'assouplir encore davantage les conditions de financement, de stimuler la fourniture de nouveaux crédits, et de renforcer par là la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et d'accélérer le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 mars 2016

L'activité économique mondiale s'est ralentie à la fin de l'année et devrait continuer de croître à un rythme modéré. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le renforcement de la confiance soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives à moyen terme pour les économies de marché émergentes demeurent plus incertaines. L'activité économique devrait continuer de se ralentir en Chine, avec des répercussions négatives sur les autres économies de marché émergentes, en particulier en Asie, tandis que les pays exportateurs de matières premières doivent s'adapter encore davantage à la baisse des prix des matières premières. Dans ce contexte, le taux de change effectif de l'euro s'est sensiblement apprécié au cours des derniers mois.

Les marchés financiers ont affiché une volatilité accrue au cours des derniers mois. Les inquiétudes relatives à la croissance mondiale ont tout d'abord contribué à une baisse des prix des actifs financiers plus risqués entre début décembre 2015 et mi-février. Plus récemment, toutefois, cette baisse a été annulée en partie, les inquiétudes des investisseurs s'atténuant dans un contexte de hausse des prix du pétrole, de données économiques meilleures que prévu aux États-Unis et d'anticipations de nouvelles mesures de relance monétaire dans la zone euro. Les rendements des obligations souveraines des pays les mieux notés ont continué de baisser au cours des trois derniers mois.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, en dépit d'une croissance plus modérée que prévu au début de l'année en raison d'un affaiblissement de l'environnement extérieur.

Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2015, soutenu par la demande intérieure, mais freiné par une contribution négative des exportations nettes. Les données d'enquêtes les plus récentes font état d'une dynamique de la croissance plus faible que prévu au début de cette année.

Pour la suite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme lent.

La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement, ainsi que par la poursuite des créations d'emplois à la faveur des réformes structurelles antérieures. De plus, le bas niveau des prix du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la consommation privée ainsi qu'à la rentabilité des entreprises et à l'investissement. En outre, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste, reflétant en partie les mesures de soutien aux réfugiés. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

Les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2016, de 1,7 % en 2017 et de 1,8 % en 2018.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'affaiblissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que l'accentuation des risques géopolitiques.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à – 0,2 % en février 2016, après 0,3 % en janvier.

L'ensemble des principales composantes de l'IPCH ont contribué à ce repli. Les taux d'inflation devraient se redresser plus tard en 2016, puis continuer d'augmenter par la suite, confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue.

Les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2016, de 1,3 % en 2017 et de 1,6 % en 2018.

Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole ces derniers mois. Le Conseil des gouverneurs suivra attentivement les processus de fixation des prix et les évolutions salariales dans la zone euro et veillera particulièrement à ce que

l'environnement actuel de faible inflation ne se traduise pas par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires.

Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de se transmettre aux conditions du crédit et de soutenir la dynamique de la monnaie au sens large et du crédit. La croissance monétaire est demeurée robuste, tandis que la croissance des prêts s'est maintenue sur la voie de la reprise progressive observée depuis début 2014. Les sources d'origine interne de la création monétaire demeurent le principal moteur de la progression de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et du programme étendu d'achats d'actifs (APP) ont contribué au renforcement de la dynamique de la monnaie et du crédit. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs plus bas historiques. En dépit d'une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre, les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables sous la forme d'une réduction des taux qu'elles appliquent. L'amélioration des conditions d'attribution des prêts a continué de soutenir le rebond de la croissance des prêts. Selon les estimations, le flux annuel total de financement externe des sociétés non financières devrait avoir encore augmenté au quatrième trimestre 2015, après s'être stabilisé au cours des deux trimestres précédents. Globalement, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont nettement amélioré les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages.

Les décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a estimé que le recouplement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirmait la nécessité de renforcer les mesures de relance monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les conditions économiques et financières se sont encore détériorées depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en janvier et les risques pesant sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme du Conseil des gouverneurs se sont clairement accrus, comme le montrent également les révisions à la baisse des anticipations d'inflation et de croissance dans les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a arrêté une série de mesures dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix.

- Premièrement, en ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 5 points de base, à 0,00 %, et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 5 points de base, à 0,25 %. Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à – 0,40 %.
- Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de porter les achats mensuels effectués dans le cadre de l'APP de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros. Ils devraient être réalisés jusqu'en fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement

durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Afin que la mise en œuvre des achats d'actifs se poursuive de manière ordonnée, le Conseil des gouverneurs a également décidé de relever de 33 % à 50 % les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les achats de titres émis par des organisations internationales et des banques multilatérales de développement éligibles.

- Troisièmement, il a décidé d'inclure des obligations bien notées (*investment-grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro à la liste des actifs éligibles aux achats réguliers dans le cadre d'un nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Cette décision renforcera encore les effets des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème sur les conditions de financement au sein de l'économie réelle. Les achats effectués au titre du nouveau programme démarreront vers la fin du deuxième trimestre de cette année.
- Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans. Ces nouvelles opérations accentueront l'orientation accommodante de la politique monétaire et renforceront la transmission de la politique monétaire en stimulant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle. Les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % du stock de prêts éligibles au 31 janvier 2016. Le taux d'intérêt appliqué dans le cadre des TLTRO II correspondra, pour toute la durée de l'opération, au taux appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en cours au moment de la réalisation de l'opération. Pour les banques dont les prêts nets dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO II sera plus bas, et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt en vigueur à la date de la réalisation de l'opération. Il n'existera aucune exigence de remboursement anticipé obligatoire dans le cadre des TLTRO II, et les contreparties seront autorisées à passer des TLTRO I à la nouvelle série d'opérations.

Le Conseil des gouverneurs, prenant en compte les perspectives actuelles de stabilité des prix, prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. Venant s'ajouter aux mesures prises depuis juin 2014, l'ensemble exhaustif de décisions de politique monétaire adoptées en mars 2016 fournit une relance monétaire substantielle pour contrecarrer les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Alors que des taux d'inflation très bas, voire négatifs, sont inévitables au cours des prochains mois, en raison de l'évolution des cours du pétrole, il est crucial d'éviter des effets de second tour en assurant le retour, sans tarder, de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix dans les mois à venir.

1 Environnement extérieur

L'activité mondiale s'est ralentie à la fin de l'année mais devrait continuer de croître graduellement. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le renforcement de la confiance soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives à moyen terme pour les économies de marché émergentes (EME) demeurent plus incertaines. La croissance continue de se ralentir en Chine, avec des répercussions négatives sur les autres EME, en particulier dans les pays émergents d'Asie, tandis que les pays exportateurs de matières premières doivent s'adapter encore davantage à la baisse des prix des matières premières.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

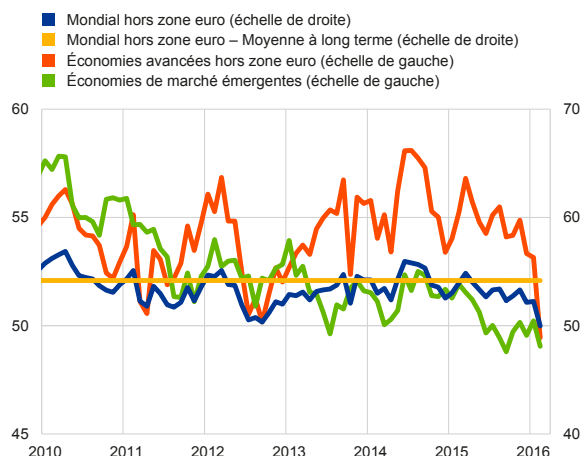
Fin 2015, les évolutions de la situation dans les économies avancées et les EME se sont révélées plus faibles que prévu.

La reprise devrait être plus progressive que prévu, ce qui confirme que la dynamique de croissance demeure fragile. Après une croissance robuste au troisième trimestre, l'économie américaine a connu un ralentissement marqué au quatrième trimestre 2015. L'économie japonaise s'est également ralentie, se contractant encore au quatrième trimestre. Parmi les principaux pays avancés, hors zone euro, seul le Royaume-Uni a maintenu une croissance robuste durable au second semestre de l'année passée. Au quatrième trimestre, la croissance des EME s'est également ralentie, en raison notamment des évolutions observées dans les pays émergents d'Asie, en particulier le rééquilibrage en cours en Chine. Fin 2015, l'activité s'est ralentie en Amérique latine, principalement en raison de la profonde récession que traverse le Brésil et, plus globalement, des effets défavorables exercés par la faiblesse des prix

des matières premières sur les pays producteurs de matières premières de la région.

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

(indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à février 2016.

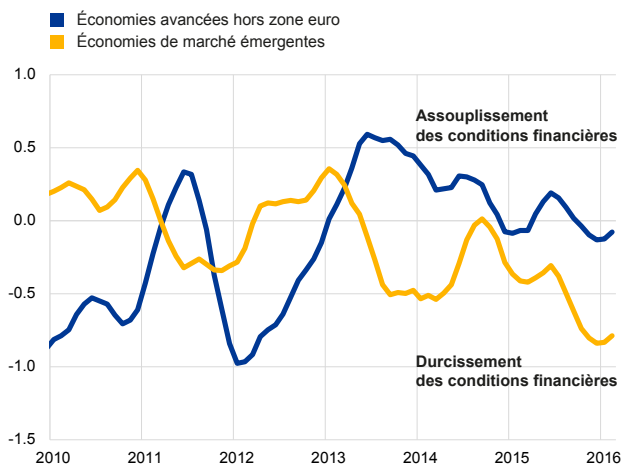
Les indicateurs relatifs à l'activité mondiale

confirment la modération de la croissance mondiale vers la fin de l'année.

L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) a reculé assez fortement en février, revenant à des niveaux à peine supérieurs au seuil d'expansion (cf. graphique 1). Ce fléchissement a concerné à la fois les économies avancées et les EME et résulte non seulement de la persistance de l'atonie du secteur manufacturier mondial, mais aussi d'une forte baisse de l'activité dans les services. Cette situation pourrait indiquer que la faiblesse actuelle du secteur manufacturier se répercute sur le secteur des services, qui a fait preuve de plus de résistance jusqu'à présent. Dans le même temps, les indicateurs composites avancés de l'OCDE font ressortir des signes de

Graphique 2
Indices des conditions financières

(écart-type, moyenne nulle ; données mensuelles)



Sources : Havers Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à février 2016. Les économies de marché émergentes correspondent à une agrégation de la Chine, de la Russie, du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Les économies avancées incluent les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

ralentissement de la croissance dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

Trois facteurs clés ont déterminé l'environnement économique mondial, à savoir un durcissement des conditions de financement des EME, l'incertitude concernant les perspectives en Chine et la persistance de la faiblesse des prix des matières premières. Le durcissement des conditions de financement des EME (cf. graphique 2) transparaît de façon évidente dans la hausse des rendements des emprunts publics, la forte correction à la baisse des cours des actions et des sorties nettes de capitaux de ces pays sur fond de volatilité des marchés élevée au plan mondial. Cette volatilité est en partie associée à l'incertitude croissante quant aux perspectives économiques de la Chine. Enfin, la faiblesse persistante des prix des matières premières, en particulier du pétrole, est de plus en plus interprétée comme un signe de faiblesse sous-jacente de l'économie mondiale.

Face aux signes croissants d'atonie au plan mondial, les marchés ont reporté leurs anticipations d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Depuis la hausse des taux directeurs aux États-Unis en décembre 2015, la courbe des taux à terme des fonds du Système fédéral de réserve s'est nettement déplacée vers le bas, suggérant l'anticipation du report d'un nouveau resserrement de la politique monétaire américaine. La politique monétaire s'est resserrée dans certaines EME en réaction à la hausse des taux américains, en particulier dans les pays entretenant des liens commerciaux étroits avec les États-Unis, comme c'est le cas en Amérique latine, et dans ceux dont la monnaie est liée au dollar.

Si les baisses des prix des matières premières enregistrées en 2015 sont principalement imputables à une forte hausse de l'offre, ce sont toutefois les facteurs de demande qui ont davantage déterminé les récentes pressions à la baisse sur les prix du pétrole. Selon sa nature, un choc de prix du pétrole peut avoir des conséquences très différentes sur l'économie mondiale (cf. également l'encadré 2). La baisse des prix du pétrole découlant largement de facteurs d'offre enregistrée au second semestre 2014 et début 2015 a exercé une incidence positive nette sur le PIB mondial, via deux canaux principalement : (1) une redistribution des revenus des pays producteurs de pétrole vers les pays consommateurs de pétrole, augmentant ainsi leur propension marginale à dépenser, et (2) une hausse de la rentabilité résultant de la baisse des coûts des consommations intermédiaires énergétiques, qui a stimulé l'investissement et, par conséquent, l'offre globale dans les pays importateurs nets de pétrole. Toutefois, le passage progressif à une baisse des prix du pétrole plus fortement déterminée par la demande au second semestre de l'année appelle une interprétation plus prudente. Bien que le bas niveau des prix du pétrole puisse encore avoir sur les pays importateurs de matières premières une

incidence positive résultant de la progression des revenus réels, un affaiblissement de la demande extérieure devrait largement effacer les effets positifs du recul des prix du pétrole sur l'activité. De plus, l'impact négatif de nouvelles baisses des prix sur les pays exportateurs de pétrole a été plus sévère que prévu. Pour certains pays, gérer les déséquilibres budgétaires croissants afin d'amortir l'impact du recul des prix du pétrole pourrait être difficile et aboutir à une réduction plus forte que prévu de la demande tant intérieure qu'extérieure.

Pour l'avenir, l'activité économique mondiale devrait rester sur une trajectoire de reprise progressive soutenue par la résistance des perspectives de croissance dans les principales économies avancées et par l'atténuation graduelle de la profonde récession observée dans certaines grandes EME.

La persistance du bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le renforcement de la confiance des consommateurs soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives à moyen terme demeurent plus incertaines pour les EME. Le rythme de la croissance économique continue de se ralentir en Chine, avec des répercussions négatives sur les autres EME, en particulier les pays émergents d'Asie, tandis que les pays exportateurs de matières premières doivent s'adapter encore davantage à la baisse des prix des matières premières. Néanmoins, l'atténuation graduelle des profondes récessions observées en Russie et au Brésil devrait soutenir la croissance mondiale.

Aux États-Unis, les fondamentaux nationaux demeurent favorables.

La croissance devrait s'accélérer à mesure que le redressement du marché du travail se traduit progressivement par des gains en termes de salaires nominaux qui, conjugués à la persistance de la faiblesse des prix du pétrole, soutiennent le revenu réel disponible et la consommation. La poursuite de la reprise du marché de l'immobilier résidentiel et une politique budgétaire légèrement expansionniste devraient également soutenir la demande intérieure, qui reste le principal moteur de la croissance américaine. Dans le même temps, le crédit et les conditions de financement se sont légèrement resserrés en dépit du bas niveau des taux d'intérêt, tandis que la baisse des prix du pétrole pèse sur l'investissement privé. Les exportations nettes devraient continuer de freiner l'activité, en raison de l'appréciation du dollar et de la faible croissance de la demande extérieure. Dans ce contexte, l'encadré 1 examine les facteurs à l'origine du ralentissement de la croissance de la productivité du travail et ses conséquences sur l'économie.

L'activité économique au Royaume-Uni continue de croître à un rythme modéré.

La croissance est largement tirée par la consommation, la faiblesse des prix de l'énergie continuant de soutenir le revenu réel. L'investissement a continué de progresser, malgré un ralentissement par rapport aux années précédentes, à la faveur de l'assouplissement des conditions du crédit. Toutefois, la croissance pourrait potentiellement être bridée par l'incertitude entourant le référendum relatif au maintien du Royaume-Uni dans l'UE en juin 2016. Les exportations nettes ont pesé sur la croissance durant le troisième et le quatrième trimestre 2015.

Au Japon, la reprise économique est demeurée faible. Après avoir timidement renoué avec la croissance au troisième trimestre 2015, l'économie s'est de nouveau contractée au quatrième trimestre, sur fond de ralentissement de la demande

mondiale et d'atonie de la consommation privée. La croissance devrait redevenir positive en 2016, la consommation privée se redressant dans un contexte de progression des revenus réels reflétant la hausse des salaires et la baisse des prix du pétrole. Les exportations devraient également se redresser dans un contexte de rebond graduel de la demande extérieure.

Le processus de rééquilibrage de l'économie chinoise a donné lieu à un ralentissement progressif, la diminution de l'investissement n'ayant pas été entièrement compensée par une augmentation des dépenses de consommation.

La faiblesse des prix du pétrole et la robustesse de la consommation devraient apporter un soutien à l'économie à court terme. Si la récente résorption des valorisations boursières excessives a accentué l'incertitude, elle ne semble cependant pas avoir eu de répercussions directes importantes sur les perspectives. Les récentes réductions des taux directeurs, les modestes mesures de relance budgétaire mises en œuvre par le gouvernement central et les efforts visant à alléger les contraintes pesant sur les finances des administrations locales devraient aussi, à l'avenir, avoir une incidence positive sur la demande. Toutefois, à moyen terme, l'importance accrue accordée à la réduction des surcapacités de certaines industries lourdes et la gestion des créances douteuses liées pourraient ralentir le rythme d'expansion, essentiellement par le biais du canal de l'investissement.

L'activité économique réelle dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) devrait demeurer robuste, mais irrégulière selon les pays.

Le dynamisme de la consommation privée, à la faveur de la hausse du revenu réel disponible dans un environnement de faible inflation, et la forte croissance de l'investissement soutenue par les fonds structurels de l'Union européenne devraient rester les principaux moteurs de la croissance dans la région.

En revanche, les pays exportateurs de matières premières continuent de faire face aux conséquences de la baisse persistante des prix des matières premières.

En Russie, où sévit toujours une profonde récession, les coûts de financement demeurent élevés et ce, malgré l'assouplissement des conditions financières observé en 2015. La poursuite de la chute des prix du pétrole a accru les pressions à la baisse sur le rouble, pouvant potentiellement entraîner une accélération de l'inflation. L'incertitude demeure élevée et la confiance des chefs d'entreprise reste faible, tandis que la baisse des recettes pétrolières continue de freiner les dépenses publiques. En Amérique latine, le ralentissement économique observé au Brésil s'est nettement intensifié. L'incertitude politique, la dégradation des termes de l'échange sur fond de baisse des prix des matières premières et le durcissement des conditions monétaires et financières pèsent conjointement sur l'activité économique. À l'avenir, cependant, les profondes récessions observées au Brésil et en Russie devraient s'atténuer dans un contexte de stabilisation de leurs monnaies respectives et des prix des matières premières.

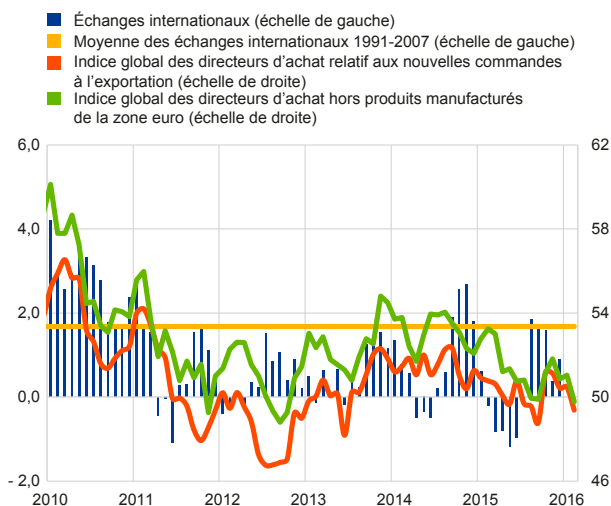
Le commerce mondial s'est encore ralenti vers la fin de l'année, après avoir renoué avec la croissance au second semestre 2015.

Les importations mondiales de biens et services (hors zone euro) ont augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, après avoir fléchi de 0,9 % au deuxième trimestre

Graphique 3

Échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : glissements trimestriels en pourcentage ; échelle de droite : indice de diffusion)



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à février 2016 pour l'indice des directeurs d'achat et à décembre 2015 pour les échanges internationaux.

(cf. graphique 3). Ce rebond reflète en partie une correction des faibles niveaux enregistrés dans certaines économies avancées et EME, telles que le Royaume-Uni, le Japon et la Chine, pour l'essentiel en raison de la volatilité des données. Dans le même temps, il rend compte des baisses légèrement moins prononcées au Brésil et en Russie, où le fort recul des importations s'explique largement par la contraction de la demande intérieure et la dégradation du taux de change. Les premières données et enquêtes relatives aux échanges pour le quatrième trimestre laissent cependant penser que le rythme de croissance du commerce mondial se ralentit à nouveau. En novembre, la croissance des importations mondiales de biens est revenue à 0,7 % (en glissement trimestriel), contre 1,7 % en octobre. La dynamique de croissance des importations est redevenue négative dans les EME, sur fond de forte baisse dans les pays émergents d'Asie (ainsi qu'au Moyen-Orient et en Afrique). En revanche, la croissance des importations est demeurée plus robuste dans les économies avancées,

malgré la légère modération observée depuis octobre. De plus, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a fléchi en février, ressortant à 49,4, contre 50,4 le mois précédent, dénotant un nouveau ralentissement de la croissance des échanges internationaux vers la fin de l'année.

Globalement, les perspectives de croissance mondiale restent celles d'une reprise graduelle et inégalement répartie.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) ne devrait s'accélérer que très progressivement pour passer de 3,1 % en 2015 à 3,2 % en 2016, 3,8 % en 2017 et 3,9 % en 2018. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accroître, passant de 0,4 % en 2015 à 2,2 % en 2016, 3,8 % en 2017 et 4,1 % en 2018. Par rapport aux projections de décembre 2015, cela représente une révision à la baisse de la croissance mondiale, reflétant les perspectives plus faibles que prévu tant dans les économies avancées que dans les EME. Les révisions portant sur la demande étrangère adressée à la zone euro sont globalement en ligne avec celles portant sur la croissance mondiale.

Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse, en particulier pour les EME.

Un risque à la baisse majeur est un ralentissement plus prononcé dans les EME, y compris en Chine. Le durcissement des conditions de financement et le renforcement de l'incertitude politique pourraient exacerber les déséquilibres macroéconomiques existants, entamant la confiance et affaiblissant la croissance plus que prévu. L'incertitude quant aux inflexions de politique économique en lien avec la transition économique en Chine est susceptible d'entraîner une accentuation de la volatilité financière au plan mondial. Les risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives économiques. Enfin, la faiblesse persistante des prix du

pétrole aggrave les déséquilibres budgétaires et soulève des questions de stabilité financière dans certains des principaux pays exportateurs de pétrole.

Évolution des prix au plan mondial

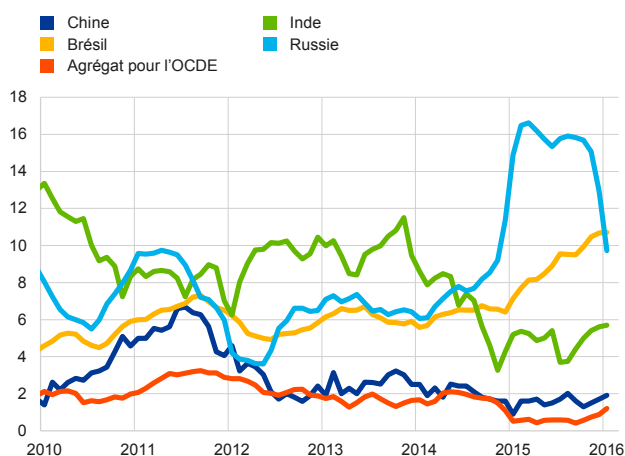
L'inflation mondiale s'est accélérée au cours des derniers mois, tout en demeurant globalement faible.

La progression annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est encore ressortie en hausse en janvier, à 1,2 % après 0,9 % en décembre, principalement sous l'effet d'une contribution moins négative des prix de l'énergie (cf. graphique 4). Bien que ces niveaux demeurent faibles, cette évolution représente une hausse significative par rapport au quatrième trimestre 2015 (lorsque la moyenne s'établissait à 0,7 %). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est restée inchangée par rapport au mois précédent dans les pays de l'OCDE, ressortant à 1,9 %, soit un niveau légèrement

supérieur à celui du quatrième trimestre 2015 (1,8 % en moyenne). Les prix de l'énergie ont baissé pour le dix-septième mois de suite en janvier (– 5,3 % en glissement annuel), mais à un rythme moins élevé, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires est restée globalement inchangée. Pour les différents pays, l'inflation totale s'est accrue au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis que la variation des prix s'est inscrite en territoire négatif au Japon. Parmi les principales économies hors OCDE, l'inflation totale s'est accélérée en Chine, mais s'est ralentie en Inde et en Russie, tandis que l'inflation annuelle est demeurée supérieure à 10 % au Brésil.

Graphique 4
Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

Après avoir atteint fin janvier un point bas qui n'avait pas été observé depuis douze ans, les prix du pétrole se sont légèrement redressés. Ils se sont de nouveau inscrits en recul de mi-octobre 2015 à fin janvier 2016, dans le contexte d'une offre excédentaire

sur le marché du pétrole et d'un affaiblissement de la demande. Du côté de l'offre, la décision prise par l'OPEP en décembre de maintenir la production actuelle à un niveau record et une production hors OPEP résistante ont alimenté la tendance à la baisse. Plus récemment, les discussions relatives à un accord entre les producteurs appartenant à l'OPEP et ceux n'en faisant pas partie concernant un gel de la production au niveau atteint en janvier et les perturbations de l'offre en Irak et au Nigeria ont contribué à un léger redressement. Les prix du pétrole ont augmenté en février et début mars, dans un contexte de volatilité accrue. L'offre continue d'être excédentaire en raison : (1) de la faible probabilité d'une réduction concertée de la production par les producteurs de l'OPEP et hors OPEP ; (2) du retour de l'Iran sur le marché mondial du pétrole ; et (3) de l'affaiblissement de la demande mondiale de pétrole. La production reste proche de ses niveaux record dans les pays membres de l'OPEP et la production hors OPEP demeure également élevée, la Russie atteignant un niveau record tandis que le pétrole de schiste américain montre les signes d'un

fléchissement prononcé. Les stocks de pétrole de l'OCDE ont encore augmenté et étaient proches de leur niveau record à la fin du quatrième trimestre 2015. Les prix des matières premières non pétrolières ont légèrement progressé depuis fin janvier sous l'effet de la hausse des prix des métaux.

L'inflation mondiale devrait rester faible à moyen terme. D'une part, à court terme, la faiblesse des prix du pétrole et des autres matières premières devrait continuer d'atténuer les tensions inflationnistes. Dans le même temps, les écarts de production se réduisent lentement dans les économies avancées et s'élargissent dans plusieurs EME dénotant la persistance d'une importante sous-utilisation des capacités de production à l'échelle mondiale, qui devrait continuer de peser sur l'inflation sous-jacente mondiale à moyen terme. D'autre part, l'orientation à la hausse de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole signifie que les prix du pétrole augmenteront fortement à moyen terme.

Ces derniers mois ont été caractérisés par une volatilité élevée sur les marchés financiers. Les inquiétudes relatives à la croissance mondiale et une nouvelle diminution des prix du pétrole ont contribué entre début décembre 2015 et mi-février à une baisse des prix des actifs financiers les plus risqués, en partie annulée par la suite, une hausse des prix du pétrole, des données économiques meilleures que prévu aux États-Unis et l'anticipation de nouvelles mesures de relance monétaire dans la zone euro ayant atténué les inquiétudes des investisseurs. Les cours boursiers dans la zone euro ont globalement reculé de quelque 12 % au cours de la période sous revue allant du 2 décembre 2015 au 9 mars 2016, après un repli temporaire de plus de 20 % mi-février. Dans le même temps, les rendements des obligations souveraines les mieux notées ont baissé, les investisseurs recherchant des actifs plus sûrs.

Entre début décembre 2015 et mi-février 2016, les inquiétudes relatives à la croissance mondiale et une nouvelle diminution des prix du pétrole ont contribué à une forte baisse des prix des actifs risqués, qui a été en partie annulée par la suite. Les inquiétudes relatives à la croissance mondiale se sont intensifiées début 2016 sur fond de baisses importantes des cours des actions chinoises et des prix du pétrole. Ces inquiétudes ont également été alimentées par des résultats défavorables des indicateurs économiques dans la zone euro et aux États-Unis, ce qui a conduit à une réévaluation à la baisse des actifs financiers. Entre mi-février et début mars, une hausse des prix du pétrole, des indicateurs économiques meilleurs que prévu aux États-Unis et l'anticipation de nouvelles mesures de relance monétaire dans la zone euro ont contribué à un rebond partiel des prix des actifs risqués. D'importantes fluctuations ont également été observées sur les mesures de la volatilité des marchés boursiers, qui ont nettement augmenté jusqu'à mi-février avant de reculer légèrement vers la fin de la période sous revue.

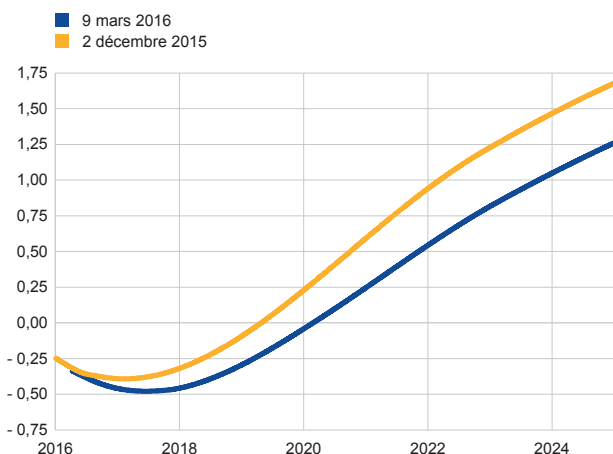
L'Eonia a fléchi au cours de la période sous revue après l'annonce par le Conseil des gouverneurs de sa décision d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de dix points de base, à – 0,30 % en décembre 2015. Après avoir fluctué

entre – 0,13 % et – 0,15 % au cours de la semaine qui a précédé l'entrée en vigueur de la baisse du taux décidée en décembre 2015, l'Eonia s'est ensuite maintenu dans une fourchette comprise entre – 0,22 % et – 0,25 %, à l'exception d'une hausse temporaire fin 2015 liée à un accroissement de la demande de liquidité. La baisse de l'Eonia est intervenue sur fond d'augmentation de l'excédent de liquidité dans le cadre des acquisitions effectuées au titre du programme étendu d'achats d'actifs. L'encadré 3 présente des informations plus détaillées sur les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire dans la zone euro.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est nettement aplatie, l'incertitude mondiale et les anticipations relatives à la politique monétaire ayant entraîné une diminution des rendements sur l'ensemble de la courbe.

Graphique 5
Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentages annuels)



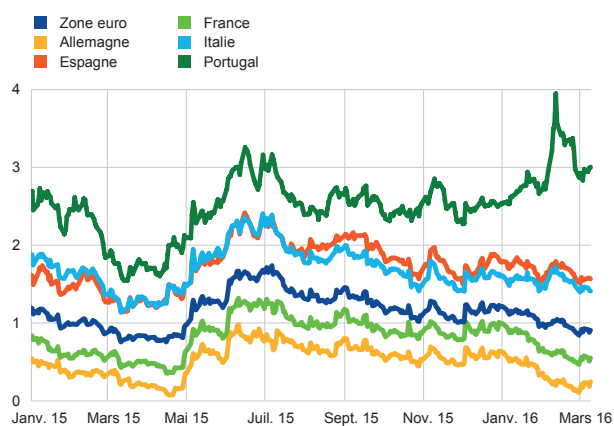
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les taux anticipés à long terme de l'Eonia ont diminué de quelque 50 points de base au cours de la période sous revue, les baisses étant légèrement plus faibles sur la partie courte de la courbe. Ce repli a entraîné un nouvel aplatissement de la courbe (cf. graphique 5). Le 9 mars, le point le plus bas de la courbe s'est établi à environ $-0,50\%$ indiquant que les marchés anticipaient une nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt avant la réunion du Conseil des gouverneurs le 10 mars. La forte baisse des taux anticipés de l'Eonia peut dans une certaine mesure s'expliquer par l'anticipation de nouvelles mesures de relance monétaire de la BCE, cette baisse ayant été accentuée par la montée de l'incertitude mondiale qui s'est traduite par des modifications de la demande d'actifs sûrs y compris ceux étroitement liés aux taux Eonia.

Graphique 6

Rendements des obligations souveraines à dix ans dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentages annuels)



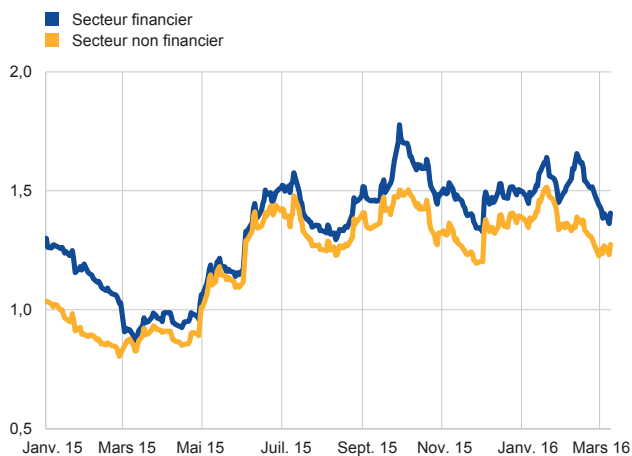
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La courbe libellée « zone euro » représente la moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires souverains à dix ans. La dernière observation se rapporte au 9 mars 2016.

Graphique 7

Rendements des obligations de société dans la zone euro

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx et BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 9 mars 2016.

La moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires souverains à dix ans de la zone euro a diminué de 11 points de base entre début décembre et le 9 mars (cf. graphique 6).

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont d'abord augmenté à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE début décembre. Depuis début janvier 2016 la montée de l'incertitude mondiale et le renforcement des anticipations des marchés quant à de nouvelles mesures de relance monétaire dans la zone euro ont exercé des pressions à la baisse sur les rendements des obligations souveraines de la zone, qui ont largement annulé la hausse observée en décembre. Globalement, la moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires souverains à dix ans de la zone euro a reculé de 11 points de base entre début décembre 2015 et début mars, s'établissant à $0,9\%$ le 9 mars.

Les rendements des obligations souveraines affichent une certaine disparité selon les pays, les pays les mieux notés enregistrant les plus fortes baisses.

En revanche, les rendements de la majorité des pays les moins bien notés sont restés inchangés ou ont légèrement augmenté sur la même période. Au Portugal, les rendements des obligations souveraines ont fortement fluctué, reflétant les préoccupations des marchés relatives au budget de l'État et au programme de réformes du gouvernement nouvellement élu.

Le mouvement mondial de cessions massives d'actifs risqués a également affecté les obligations du secteur privé, les écarts de rendement des obligations les moins bien notées se creusant davantage que ceux des obligations les mieux notées. Si les écarts de rendement des obligations du secteur privé se sont creusés, les rendements des obligations des sociétés financières et non financières ont été volatils mais sont demeurés globalement plus

Graphique 8

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

(1^{er} janvier 2015 = 100)



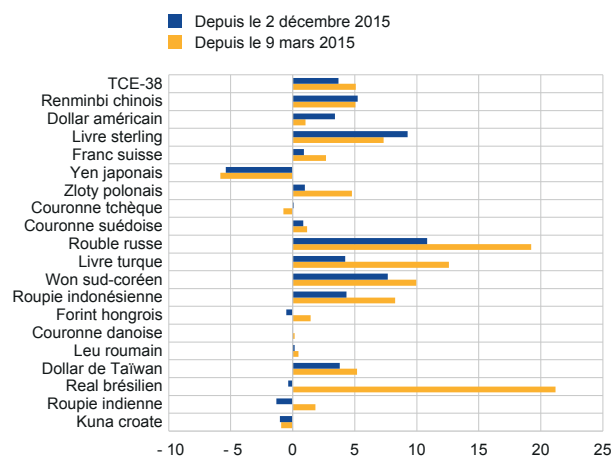
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 9 mars 2016.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Variations en pourcentage par rapport au 9 mars 2016. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

ou moins inchangés au cours de la période sous revue (cf. graphique 7), l'augmentation des spreads de crédit étant, dans l'ensemble, compensée par la baisse des taux sans risque. Les rendements des obligations des sociétés tant financières que non financières restent très bas dans une perspective à long terme.

Les marchés boursiers de la zone euro se sont redressés vers la fin de la période sous revue, après avoir fortement reculé entre début décembre et mi-février.

Les cours boursiers dans la zone euro, tels qu'ils ressortent de l'indice large EuroStoxx, ont reculé de 21 % environ entre début décembre et le 11 février (cf. graphique 8), lorsque l'incertitude mondiale s'est accrue. Entre le 11 février et le 9 mars, les cours boursiers ont de nouveau augmenté, ce qui s'est traduit par une baisse globale de 12 % au cours de la période sous revue. Avant le redressement des cours boursiers, les actions bancaires de la zone euro avaient reculé plus fortement que le marché dans son ensemble, dans un contexte d'inquiétudes relatives à la rentabilité globale du secteur bancaire s'ajoutant à certaines circonstances propres à un pays et à une banque. Plus précisément, l'indice EuroStoxx des valeurs bancaires a baissé de 35 % entre début décembre et mi-février. Par la suite, il a légèrement augmenté vers la fin de la période sous revue, provoquant une baisse globale de quelque 22 %. Les marchés boursiers aux États-Unis ont affiché des fluctuations analogues, mais de plus faible ampleur, l'indice S&P 500 enregistrant une baisse globale de 4 % seulement.

Le taux de change effectif de l'euro s'est nettement apprécié au cours des trois mois sous revue.

L'euro s'est apprécié significativement en termes effectifs entre début décembre 2015 et mi-février 2016 dans un contexte de montée de l'incertitude mondiale. Depuis lors, l'euro s'est légèrement déprécié en termes effectifs et vis-à-vis du dollar sur fond de creusement des écarts de rendement entre les obligations à long terme aux États-Unis et dans

la zone euro et d'anticipation de nouvelles mesures de relance monétaire à l'initiative de la BCE. Globalement, l'euro s'est renforcé de 3,7 %, en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 9). En termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié de 3,4 % par rapport au dollar sur la même période. L'incertitude accrue entourant le référendum au Royaume-Uni sur l'appartenance à l'UE a pesé sur la livre sterling, entraînant une appréciation de l'euro de 9,3 %. L'euro s'est également fortement apprécié vis-à-vis du rouble russe, du renminbi chinois et des devises des économies de marché émergentes et des pays exportateurs de matières premières. Une volatilité plus importante et la diminution de l'appétence pour le risque ont soutenu le yen japonais, entraînant une dépréciation de 5,4 % de l'euro vis-à-vis de la devise japonaise.

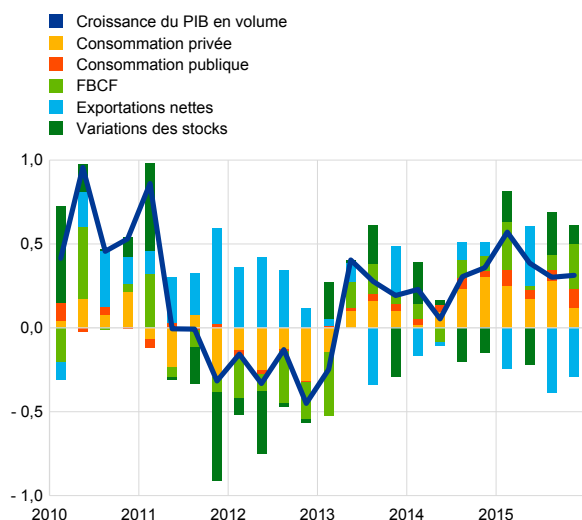
3 Activité économique

La reprise économique dans la zone euro se poursuit, avec toutefois certains signes de modération de la croissance en début d'année en raison de l'affaiblissement de l'environnement extérieur. La croissance du PIB en volume a été de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2015, sans changement par rapport au trimestre précédent. Les données d'enquêtes les plus récentes font état d'une dynamique de la croissance plus faible que prévu début 2016. Par la suite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré. La demande intérieure devrait être confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste ainsi que l'incidence positive des réformes structurelles antérieures sur l'emploi. Le bas niveau des cours du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la rentabilité des entreprises et, donc, à la consommation privée et à l'investissement. Toutefois, la reprise économique continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE prévoient une légère baisse de la croissance du PIB en volume de la zone euro, à 1,4 % en 2016 (contre 1,7 % précédemment), 1,7 % en 2017 (contre 1,9 %) et 1,8 % en 2018.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et sa composition

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



Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

La reprise économique dans la zone euro se poursuit, mais les évolutions mondiales pèsent sur les perspectives à court terme.

La croissance du PIB en volume a été de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2015, sans changement par rapport au trimestre précédent, caractérisée par la poursuite des contributions positives de la consommation privée, quoique dans une moindre mesure qu'au trimestre précédent, un redressement de l'investissement et la hausse persistante de la consommation publique (cf. graphique 10) ¹. Par conséquent, le niveau de la production était supérieur de 3 % environ à son point bas récent et inférieur de seulement 0,2 % à son pic d'avant la crise au premier trimestre 2008. Sur l'ensemble de l'année 2015, le PIB en volume a augmenté de 1,6 %, sa plus forte progression depuis 2011.

Le ralentissement observé dans les économies de marché émergentes a pesé sur la croissance des exportations de la zone euro tout au long de 2015 et les obstacles ont continué de se renforcer

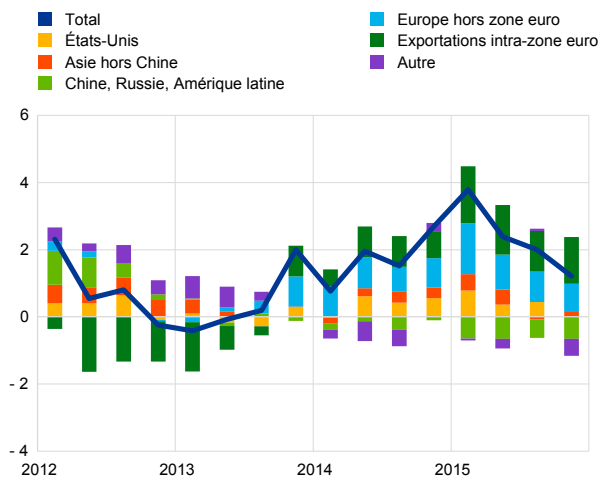
au dernier trimestre. Le ralentissement de l'activité en Chine, la faiblesse de la demande en Russie et la récession au Brésil ont continué de peser sur les exportations de biens de la zone euro (cf. graphique 11). Cette situation a entraîné une contribution

¹ La deuxième publication par Eurostat des comptes nationaux de la zone euro a révisé le PIB en volume à la hausse de 0,1 point de pourcentage, à la fois pour le premier et pour le deuxième trimestre 2015.

Graphique 11

Total des exportations de biens de la zone euro

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



Source : Eurostat.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015. Pour les pays de l'UE, le quatrième trimestre se fonde sur les données d'octobre et novembre.

négative des exportations nettes à la croissance du PIB en volume de 0,3 point de pourcentage au dernier trimestre 2015. Même si le ralentissement de la demande dans certaines grandes économies de marché émergentes comme la Chine a eu des effets négatifs sur l'activité de la zone euro, l'impact par le biais du canal des échanges ne devrait pas être aussi important que les chiffres commerciaux bruts traditionnels ne l'impliqueraient normalement². Le ralentissement de la croissance des marchés émergents en 2015 a été partiellement compensé par la vigueur de la demande intérieure dans la zone euro, qui a soutenu le commerce intra-zone. De plus, la demande en provenance d'autres économies avancées (notamment au sein de l'Europe) a également été relativement forte. Conjugée aux évolutions favorables du taux de change de l'euro depuis le milieu de l'année 2014, elle a soutenu la croissance des exportations de la zone euro, entraînant d'importants gains de parts de marché pour les exportateurs de la zone.

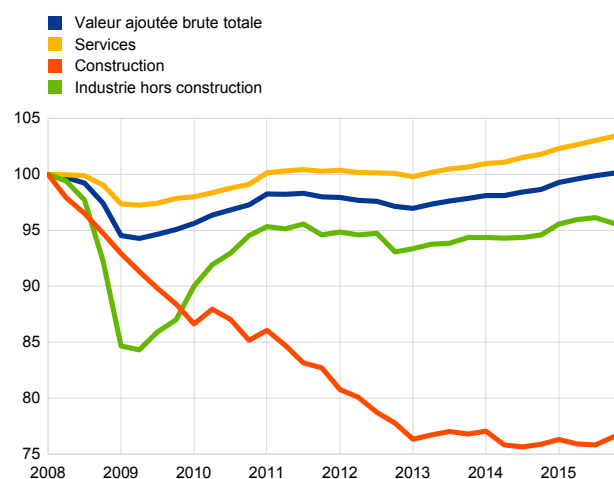
Tant les commandes à l'exportation que les indicateurs du climat des affaires vont dans le sens d'évolutions du commerce mondial relativement atones à court terme. En outre, le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié au cours

des premiers mois de 2016, ce qui diminuera à l'avenir l'incidence favorable de la précédente dépréciation de cette monnaie (2014-2015). Cependant, avec le redressement progressif de l'activité mondiale, la croissance des exportations de la zone euro devrait s'accélérer et se renforcer parallèlement à la demande extérieure.

Graphique 12

Valeur ajoutée brute en volume de la zone euro par activité économique

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



Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée des services a dépassé son niveau d'avant la crise, tandis que ce n'est pas encore le cas pour l'industrie et la construction (cf. graphique 12). La reprise économique en cours a été largement alimentée par la consommation privée et a donc bénéficié au secteur des services, la valeur ajoutée dans ce secteur étant actuellement supérieure de 3 % à son pic d'avant la crise³. En ce qui concerne l'industrie (hors construction), la croissance de la valeur ajoutée a été freinée en 2015 par la faiblesse de l'environnement extérieur et elle se situe actuellement

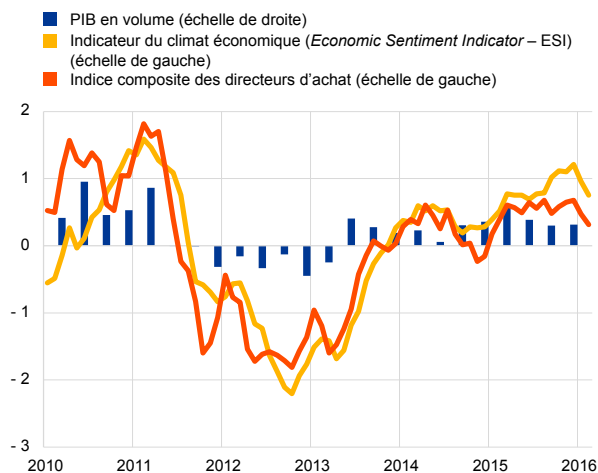
² Cf. l'article intitulé *La transmission des chocs de production : le rôle des chaînes de production transfrontières* du présent Bulletin économique.

³ Cf. également l'encadré intitulé *Les facteurs à l'origine de la relative vigueur de l'activité dans les services de la zone euro* du présent Bulletin économique.

Graphique 13

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

(échelle de gauche : indice de diffusion et soldes en pourcentage ; échelle de droite : taux de croissance trimestriels)



Sources : Markit, DG-ECFIN et Eurostat.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015 pour le PIB en volume, à janvier 2016 pour l'indicateur et à février 2016 pour l'indice composite. L'indicateur et l'indice composite sont normalisés.

en restant supérieurs à leurs niveaux moyens de long terme. La détérioration de l'indicateur du climat a été assez généralisée au sein des secteurs d'activité et des ménages et reflète les anticipations relatives à la demande et à la production ainsi que l'évaluation par les ménages de leur situation économique actuelle.

La croissance de l'investissement s'est redressée au quatrième trimestre, en raison très probablement d'investissements en équipements de construction et hors construction. Après une faible croissance des investissements au deuxième

à un niveau inférieur à son pic d'avant la crise.

La construction, qui a souffert d'un recul sensible en raison de corrections importantes du marché immobilier résidentiel dans plusieurs pays à la suite de la crise de 2008-2009, s'est stabilisée à de faibles niveaux. Au quatrième trimestre 2015, la croissance de la valeur ajoutée s'est poursuivie dans le secteur des services et a légèrement rebondi dans le secteur de la construction en liaison avec les conditions météorologiques relativement clémentes, qui ont soutenu l'activité de ce secteur dans certains pays de la zone euro. Dans le même temps, la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) a diminué.

Des données d'enquêtes, disponibles jusqu'en février, vont dans le sens d'une croissance modérée au début de l'année.

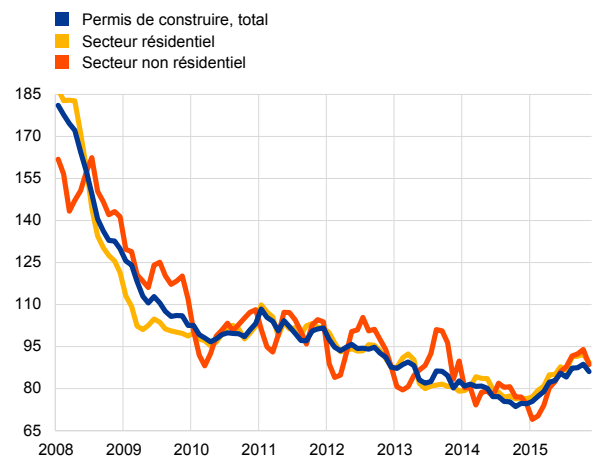
Tant l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*European Commission's Economic Sentiment Indicator – ESI*) que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ont diminué au cours des deux premiers mois de 2016 (cf. graphique 13), tout

et au troisième trimestre 2015, le redressement observé au quatrième trimestre a été relativement généralisé à travers la zone euro. À plus long terme, l'investissement hors construction devrait se redresser à la faveur d'un renforcement progressif de la demande, de l'amélioration des marges bénéficiaires et d'une nouvelle diminution des capacités de production non utilisées. Les conditions de financement s'améliorent également et d'importantes liquidités au sein des entreprises de la zone euro devraient être disponibles pour les investissements. De même, des conditions de financement très favorables et des taux hypothécaires peu élevés, conjugués à une progression du revenu disponible des ménages, devraient doper la demande dans l'immobilier résidentiel au cours de la période à venir et favoriser l'investissement dans la construction. De fait, des signes d'un renforcement des marchés de l'immobilier résidentiel et des augmentations des demandes de permis de construire dans certains pays

Graphique 14

Permis de construire

(indice 2010 = 100, moyennes mobiles sur trois mois, corrigées des variations saisonnières)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015 pour le taux d'épargne et au 18 février 2016 pour les prix du pétrole.

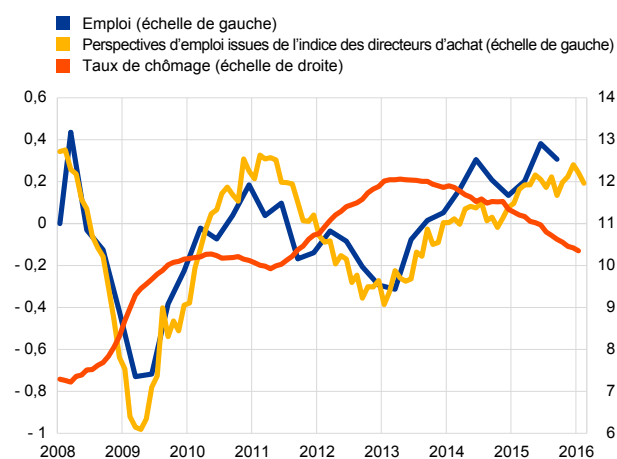
tendent à confirmer ce scénario (cf. graphique 14). De plus, des indicateurs tirés d'enquêtes relatives à la construction début 2016 suggèrent un renforcement de la dynamique de fond de la croissance de l'investissement dans la construction. Cependant, la nécessité d'une poursuite du processus de désendettement des entreprises dans certains pays, la récente volatilité sur les marchés financiers, l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les économies de marché émergentes et la réduction des anticipations des investisseurs relatives à la croissance à long terme sont susceptibles de freiner la reprise de l'investissement.

La consommation privée, qui a été le principal moteur de la reprise en cours, s'est ralentie fin 2015. Cette évolution a partiellement reflété l'incidence modératrice sur les ventes saisonnières de vêtements et sur la consommation d'énergie des conditions météorologiques relativement clémentes, ainsi que l'impact des attentats de novembre à Paris. Les données relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières pour janvier font état d'un rebond des dépenses de consommation et tendent à confirmer que le ralentissement de la croissance de la consommation privée au dernier trimestre 2015 était temporaire. Dans une perspective plus large, les dépenses de consommation ont bénéficié de la progression du revenu disponible réel des ménages, reflétant essentiellement l'augmentation de l'emploi, la baisse des prix du pétrole et un taux d'épargne relativement stable. De plus, les contraintes sur les bilans des ménages se sont progressivement atténuées et la confiance des consommateurs est restée relativement forte sous l'effet de la baisse des taux de chômage.

Graphique 15

Emploi, perspectives d'emploi et taux de chômage

(variations trimestrielles en pourcentage ; indice de diffusion ; en pourcentage de la population active)



Sources : Eurostat, DG-ECFIN et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015 pour l'emploi, à janvier 2016 pour le taux de chômage et à février 2016 pour l'indice des directeurs d'achat pour les perspectives d'emploi.

Le taux de chômage de la zone euro a continué de fléchir mais demeure élevé.

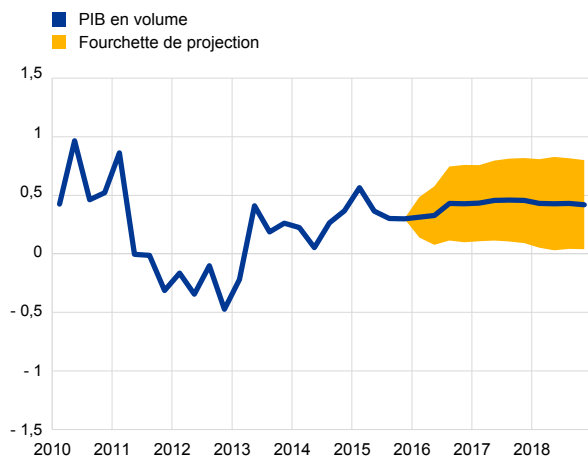
En janvier 2016, le taux de chômage ressortait à 10,3 %, son taux le plus faible depuis mi-2011 (cf. graphique 15). L'emploi progresse régulièrement depuis 2013 et l'emploi total de la zone euro a progressé de plus de deux millions au troisième trimestre 2015. Cependant, depuis la crise, il existe une divergence entre les effectifs employés et le nombre total d'heures travaillées, qui s'explique essentiellement par un fléchissement conjoncturel du nombre d'heures travaillées des travailleurs à temps complet et par une augmentation du recours aux travailleurs à temps partiel, notamment dans le secteur des services. Les mesures élargies des capacités excédentaires sur le marché du travail, qui incluent également des catégories de population en temps partiel subi ou qui se sont retirées du marché du travail, restent importantes. Avec approximativement sept millions de personnes (5 % de la population active) travaillant actuellement en temps partiel subi en

raison de l'insuffisance de postes à plein temps et plus de six millions de travailleurs découragés (ceux qui ont renoncé à chercher du travail et se sont retirés du marché du travail), le marché du travail de la zone euro recèle vraisemblablement plus de capacités non utilisées que ne tend à l'indiquer le seul taux de chômage.

Graphique 16

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publié sur le site internet de la BCE le 10 mars 2016.

La reprise économique devrait se renforcer, bien qu'atténuée par une demande extérieure plus faible que prévu.

Les difficultés provoquées par l'affaiblissement de la croissance des économies de marché émergentes, un renforcement du taux de change effectif de l'euro, la détérioration du climat économique ainsi que l'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers pèseront sur l'activité de la zone euro à court terme. Par la suite, la reprise tirée par la demande intérieure devrait continuer d'être soutenue par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE qui continuent de se transmettre à l'économie réelle, comme l'indique le nouvel assouplissement des conditions du crédit. La demande intérieure devrait être encore confortée par l'amélioration des marchés du travail, la baisse des prix du pétrole, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste et, au bout du compte, par un redressement de la demande étrangère adressée à la zone euro. Dans le même temps, la

reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par des perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes et par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles ⁴.

Les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2016, de 1,7 % en 2017 et de 1,8 % en 2018 (cf. graphique 16). La révision à la baisse de la croissance du PIB en volume par rapport aux projections de décembre reflète essentiellement l'impact défavorable cumulé exercé par la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro et par le renforcement du taux de change effectif de l'euro sur la croissance des exportations, ainsi que l'incidence négative de la volatilité accrue sur les marchés financiers et de l'affaiblissement des indicateurs du climat des affaires. Les risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues liées aux évolutions des économies de marché émergentes ainsi que, plus généralement, des risques géopolitiques.

⁴ Cf. l'encadré intitulé *La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015* du présent Bulletin économique.

4 Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à $-0,2\%$ en février 2016, après $0,3\%$ en janvier. L'ensemble des principales composantes de l'IPCH ont contribué à ce repli. Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation devrait demeurer négative dans les prochains mois et se redresser plus tard cette année. Le rebond des taux d'inflation devrait se confirmer par la suite, sous l'effet des mesures

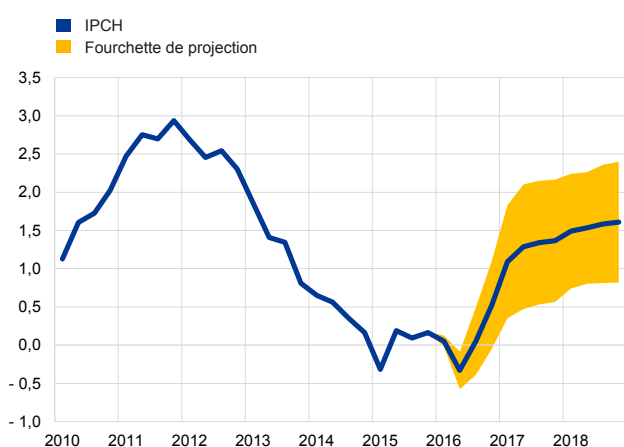
de politique monétaire de la BCE et de la reprise économique attendue. Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de $0,1\%$ en 2016, de $1,3\%$ en 2017 et de $1,6\%$ en 2018. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison de la diminution des prix du pétrole ces derniers mois.

L'inflation totale est revenue en territoire négatif en février. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale est revenue à $-0,2\%$ après $0,3\%$ en janvier, l'ensemble des composantes de l'IPCH ayant contribué à cette diminution (cf. graphiques 17 et 18). La nouvelle baisse récente des prix du pétrole a encore accentué la contraction annuelle des prix de l'énergie. Dans le même temps, les faibles hausses des prix des produits alimentaires et de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie se sont également ralenties.

L'évolution des prix de l'énergie continue de déterminer le profil de l'inflation totale. Après avoir atteint un point bas à $-8,9\%$ en septembre 2015, le taux de variation annuel de la composante énergie de l'IPCH s'est redressé à $-5,4\%$ en janvier 2016, principalement en raison d'effets de base haussiers. Cette évolution explique l'essentiel du redressement du taux de l'IPCH total, de $-0,1\%$ en septembre 2015 à $0,3\%$ en janvier 2016. Toutefois, sous l'effet de nouvelles baisses des prix du pétrole en décembre 2015 et janvier 2016, la composante énergie de l'IPCH, a fléchi à $-8,0\%$ en rythme annuel en février, expliquant approximativement la moitié de la baisse de l'IPCH total (cf. graphique 18). L'impact le plus marqué de la baisse des prix du pétrole sur les prix de l'énergie a concerné les prix des combustibles (cf. encadré 6).

Graphique 17
Hausse de l'IPCH dans la zone euro
(avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)

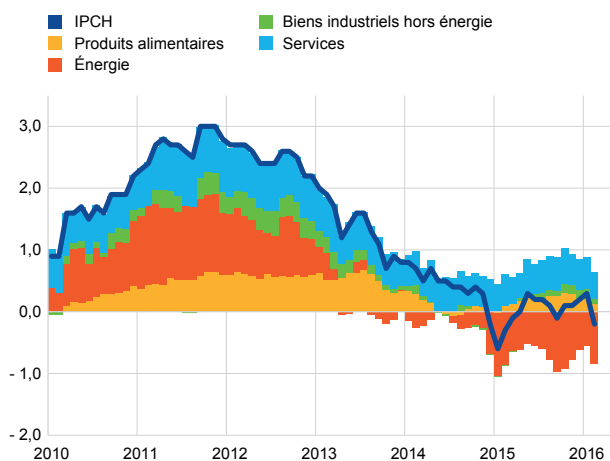


Sources : Eurostat, projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015 (données effectives) et au quatrième trimestre 2018 (projections).

Graphique 18
Contributions des différentes composantes à l'IPCH
total de 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 février 2016 (estimations rapides).

La hausse des prix des produits alimentaires a continué de s'atténuer au cours des derniers mois.

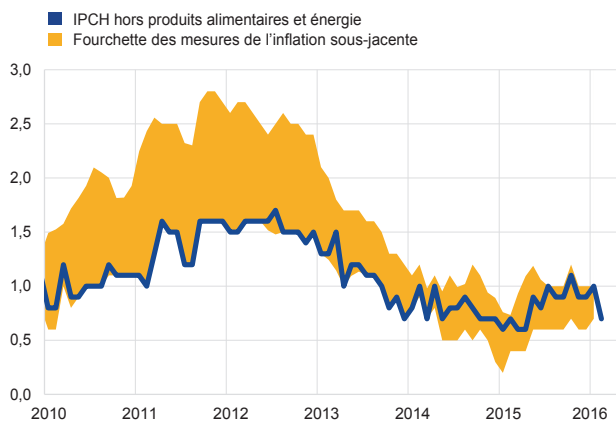
Après avoir enregistré une tendance haussière sur l'essentiel de 2015, le rythme annuel de progression des prix des produits alimentaires a commencé à se ralentir au troisième trimestre, revenant de 1,6 % en octobre 2015 à 0,7 % en février 2016, selon l'estimation rapide d'Eurostat. Cette évolution est presque entièrement imputable aux produits alimentaires non transformés, l'effet haussier exercé sur les prix des légumes et des produits alimentaires par des températures exceptionnellement élevées l'été dernier s'étant dissipé. L'augmentation des prix des produits alimentaires transformés, en revanche, a continué de s'accroître au cours de cette période. Globalement, toutefois, la hausse

des prix des produits alimentaires reste relativement faible par rapport aux normes historiques ¹.

Graphique 19

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Pour la fourchette de l'inflation sous-jacente, les éléments suivants ont été pris en compte : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et la mesure fondée sur le modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à février 2016 pour l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (estimation rapide) et à janvier 2016 pour toutes les autres mesures.

Les mesures de l'inflation sous-jacente ne font pas apparaître de tendance clairement haussière.

Après un mouvement haussier au premier semestre 2015, la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a oscillé entre 0,9 % et 1,1 % en rythme annuel de juillet 2015 à janvier 2016, se montrant ainsi beaucoup plus stable que l'inflation totale (cf. encadré 7). Les autres mesures de l'inflation sous-jacente sont également demeurées relativement stables sur la même période (cf. graphique 19).

En février, la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est revenue à 0,7 %, son niveau le plus bas depuis avril 2015. Ce recul est lié à un ralentissement de la hausse annuelle des prix des services (1,0 % après 1,2 % en janvier) et des produits manufacturés hors énergie (0,3 % après 0,7 % en janvier). Lors de l'interprétation des dernières données relatives à la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, il convient de garder à l'esprit

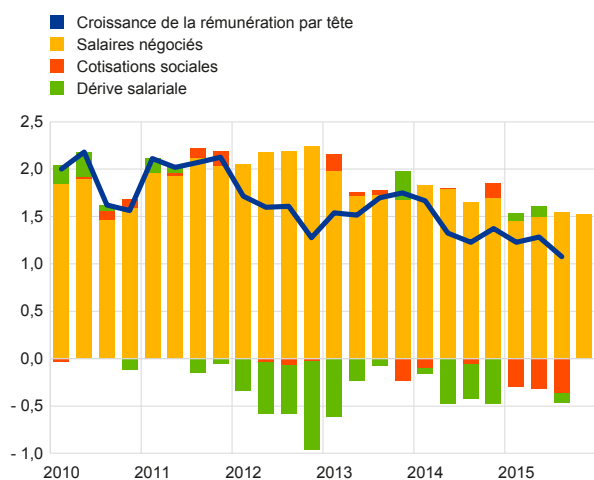
que les taux de variation annuels des prix des services et de ceux des produits manufacturés hors énergie peuvent afficher une forte volatilité d'un mois sur l'autre. Celle-ci peut résulter, par exemple, de la variation du calendrier et de l'ampleur des soldes de fin de saison dans l'habillement et la chaussure ou d'effets de calendrier pour les postes liés aux voyages. Toutefois, d'autres facteurs plus fondamentaux peuvent influencer les évolutions de l'inflation sous-jacente, tels que l'incidence baissière indirecte des nouveaux reculs des prix du pétrole observés récemment (en particulier sur les prix de certains services liés aux transports). De plus, en raison de la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro, le redressement attendu (en particulier pour les prix des biens durables) à la suite de la dépréciation antérieure, pourrait ne pas se matérialiser pleinement.

¹ Pour un examen plus détaillé, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro*, *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

Graphique 20

Évolutions des salaires dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



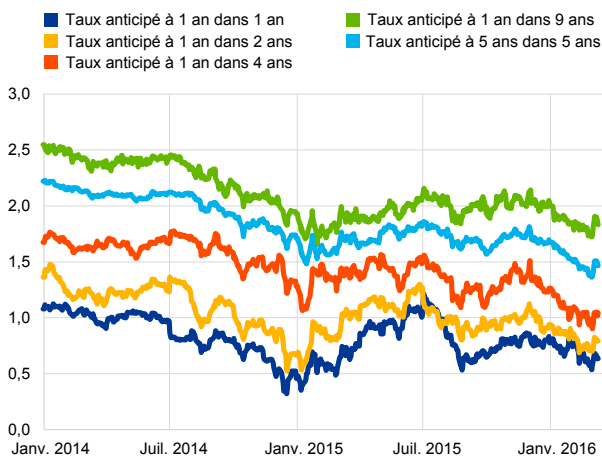
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015 (salaires négociés) et au troisième trimestre 2015 (tous les autres indicateurs).

Graphique 21

Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 9 mars 2016.

Les prix à l'importation ont progressé moins fortement sur la période récente mais demeurent la principale source de tensions en amont de la chaîne des prix.

En 2015, la hausse des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et énergie a été soutenue, atteignant un point haut à 5,6 % en avril. En raison de la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro et de l'incidence des pressions désinflationnistes au niveau mondial liées à la baisse des prix du pétrole, la hausse des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et énergie s'est ralentie depuis, ressortant à 1,6 % en janvier 2016. Toutefois, elle est demeurée la principale source de tensions inflationnistes, les tensions sur les prix d'origine interne étant généralement plus modérées. En particulier, la hausse des prix à la production intérieurs pour les biens de consommation non alimentaires est restée stable à 0,2 % durant la période de six mois consécutifs s'achevant en janvier 2016. Les données d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en février 2016 indiquent également la persistance de tensions internes modérées sur les prix à la production.

La progression des salaires est demeurée modérée.

Avec une moyenne annuelle de 1,2 %, la croissance de la rémunération par tête a été plus faible au cours des trois premiers trimestres de 2015 qu'en 2014 (1,4 %). Cette évolution a résulté d'une progression plus modérée des salaires négociés (1,5 % en 2015 après 1,7 % en 2014) et d'une baisse des cotisations sociales principalement liée à des facteurs spécifiques à certains pays (cf. graphique 20). La progression des salaires est probablement freinée par un certain nombre de facteurs, notamment la persistance d'une importante sous-utilisation des capacités sur le marché du travail, la faiblesse de l'inflation et les effets durables

des réformes du marché du travail mises en œuvre les années précédentes dans plusieurs pays de la zone euro. La faible progression des salaires reflète également la croissance relativement atone de la productivité, qui peut s'expliquer, entre autres, par le fait qu'une grande partie de la forte croissance récente de l'emploi est intervenue dans le secteur des services, où les niveaux de productivité et de salaires sont relativement bas.

Les indicateurs fondés sur les marchés des anticipations d'inflation à long terme ont fléchi depuis mi-janvier, dans un contexte de turbulences sur les marchés, tandis que les mesures tirées d'enquêtes sont demeurées plus stables.

Les indicateurs à court et long terme fondés sur les marchés relatifs aux anticipations d'inflation ont continué de ressortir à des niveaux très faibles, le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans ayant atteint un nouveau point bas historique en février. Ces niveaux exceptionnellement bas reflètent en partie l'appétence relativement faible des marchés pour la détention d'instruments financiers avec des flux de trésorerie indexés sur l'inflation. Cela montre que les intervenants de marché considèrent comme très peu probable une remontée de l'inflation dans un avenir proche. Dans le même temps, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés peuvent être actuellement légèrement faussées, dans un contexte de regain de turbulences sur les marchés et de fuite vers la liquidité. Plus spécifiquement, le taux à cinq ans du *swap* indexé sur l'inflation dans cinq ans est revenu de 1,58 % à 1,46 % entre le 18 janvier 2016 et le 9 mars 2016 (cf. graphique 21). En dépit du faible niveau de l'inflation effective et du recul des indicateurs relatifs à l'inflation fondés sur les marchés, le risque de déflation intégré par le marché demeure très limité. Contrairement aux mesures fondées sur les marchés, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, telles que celles figurant dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et dans les enquêtes du Consensus économique, ont été plus stables et ont mieux résisté à l'ajustement à la baisse des anticipations à plus court terme. Selon les résultats de la dernière EPP, la prévision ponctuelle moyenne pour l'inflation dans cinq ans s'établit à 1,8 %.

À plus long terme, la hausse de l'IPCH pour la zone euro devrait demeurer faible en 2016, mais se redresser en 2017 et en 2018.

Sur la base des informations disponibles mi-mars, les projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient que la hausse de l'IPCH demeurera très faible en 2016, à 0,1 %, puis atteindra 1,3 % en 2017 et 1,6 % en 2018 (cf. graphique 17) ². Sur l'horizon de projection, les évolutions de la hausse des prix de l'énergie devraient jouer un rôle majeur dans la détermination du profil d'évolution de l'IPCH. La hausse des prix de l'énergie devrait apporter une contribution négative en 2016 mais qui deviendra positive en 2017 en raison des hausses des cours du pétrole (conformément aux prix des contrats à terme sur le pétrole) et d'importants effets de base à la hausse. L'inflation sous-jacente (mesurée, par exemple, par la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie) devrait s'accroître graduellement dans les prochaines années, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et l'atténuation de l'atonie économique se traduisant par une augmentation des salaires et des marges bénéficiaires. Cette augmentation de l'inflation sous-jacente sera soutenue par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE et par la poursuite des répercussions des baisses antérieures du taux de change effectif de l'euro. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison d'une hausse plus faible des prix de l'énergie.

² Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE* publiées sur le site internet de la BCE le 10 mars 2016.

La croissance monétaire est demeurée robuste, tandis que celle des prêts se redresse de manière progressive seulement. Les sources d'origine interne de la création monétaire continuent d'être le principal moteur de la progression de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et du programme étendu d'achats d'actifs (APP) de la BCE ont contribué au renforcement de la dynamique de la monnaie et du crédit. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs plus bas historiques. En dépit d'une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre, les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. L'amélioration des conditions de distribution du crédit a continué de soutenir le rebond de la croissance des prêts. Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des sociétés non financières (SNF) a encore augmenté au quatrième trimestre 2015, après s'être stabilisé au cours des deux trimestres précédents.

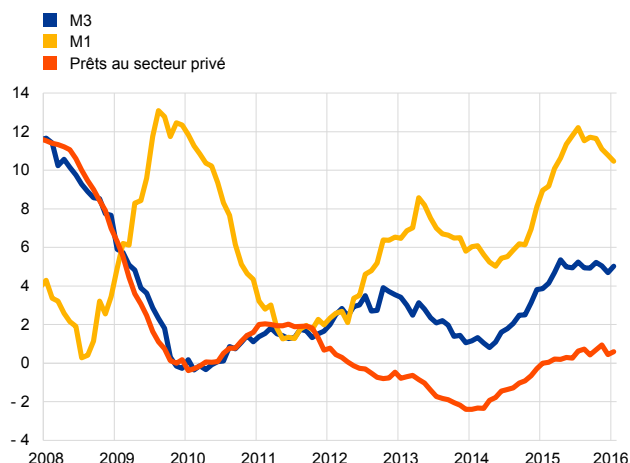
La croissance de la monnaie au sens large est demeurée soutenue. Le taux de croissance annuel de M3 s'est stabilisé à 5,0 % en janvier 2016, sans changement par rapport au quatrième trimestre 2015 (cf. graphique 22). La croissance monétaire a continué de résulter des composantes les plus liquides de l'agrégat monétaire large M3. Le taux de croissance annuel de M1 a fléchi en janvier 2016, mais demeure élevé. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de l'agrégat étroit indiquent que la zone euro demeure sur la voie de la reprise.

Les dépôts à vue, qui représentent une forte proportion de M1, ont continué de soutenir la croissance de M3 (cf. graphique 23). Le contexte de très bas niveau des taux d'intérêt incite à privilégier les composantes les plus liquides de M3. Cette évolution reflète également les entrées liées aux cessions d'obligations du secteur public, d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs auxquelles le secteur détenteur de monnaie

Graphique 22

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



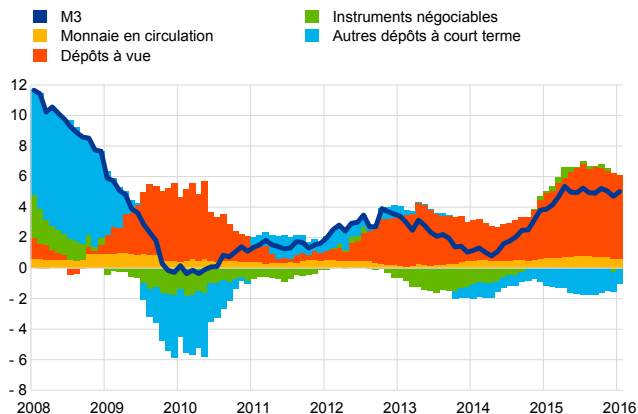
Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

Graphique 23

M3 et ses composantes

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

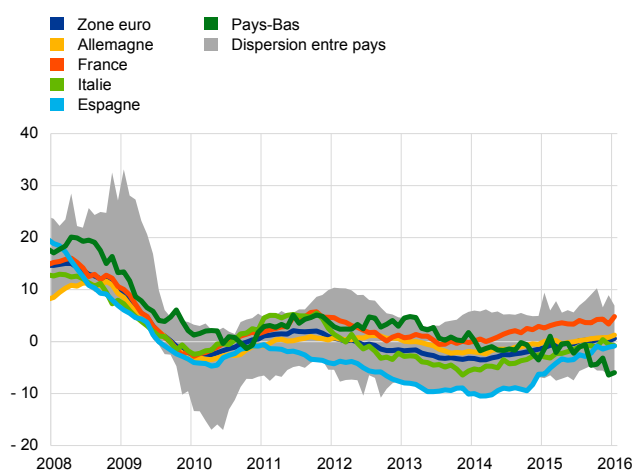
a procédé dans le cadre de l'APP. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) ont poursuivi leur contraction, dans une moindre mesure cependant qu'au cours des mois précédents. Le taux de variation des instruments négociables (M3-M2), qui sont une petite composante de M3, a été négatif vers la fin de l'année, en dépit du redressement des parts de fonds d'investissement monétaires observé depuis mi-2014.

Les sources d'origine interne de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance monétaire au sens large. Cette évolution s'explique en partie par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Du point de vue des contreparties, les achats d'obligations réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme ont été les principales sources de création monétaire en janvier 2016. Pour une part importante, ces actifs ont été acquis auprès des IFM (hors Eurosystème). Le rythme annuel de variation des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) des IFM est demeuré très négatif en janvier 2016, s'établissant à - 6,9 %, pratiquement sans changement par rapport au quatrième trimestre 2015. Cette évolution reflète le caractère plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'attrait pour les investisseurs des actifs bancaires à long terme. L'attrait des TLTRO comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés est un autre facteur d'explication. En outre, la création monétaire a continué d'être soutenue par les concours des IFM au secteur privé de la zone euro. La position extérieure nette du secteur des IFM a continué de peser sur la croissance annuelle de M3. Cette évolution reflète les sorties de capitaux de la zone euro ainsi que le rééquilibrage en cours des portefeuilles au profit d'instruments hors zone euro (plus spécifiquement les cessions d'emprunts d'État de la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP).

Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)



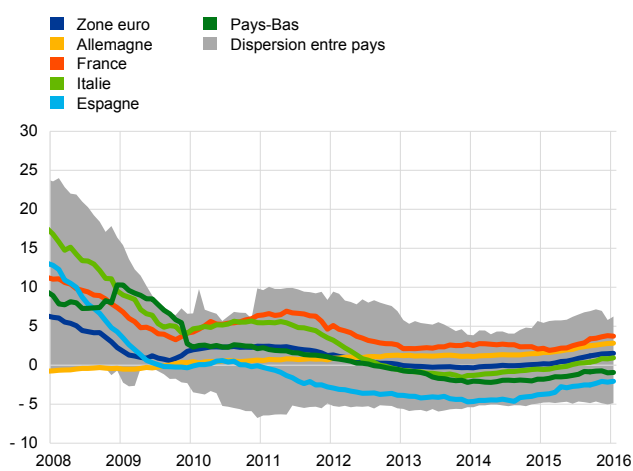
Source : BCE.

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. La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

Graphique 25

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. La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

La dynamique des prêts se redresse progressivement, mais l'activité de prêt bancaire demeure atone ¹.

Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé a été globalement stable au quatrième trimestre 2015 et en janvier 2016 (cf. graphique 22). Si le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est resté modéré (cf. graphique 24), il a néanmoins fortement progressé par rapport au point bas constaté au premier trimestre 2014. Cette amélioration concerne l'ensemble des principaux pays, même si le taux de croissance des prêts demeure négatif pour certains pays. De même, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est légèrement amélioré au quatrième trimestre 2015 et en janvier 2016 (cf. graphique 25). Les réductions significatives de taux débiteurs observées dans la zone euro depuis l'été 2014 (sous l'effet notamment des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) ainsi que l'amélioration aussi bien de l'offre que de la demande de prêts bancaires ont favorisé ces évolutions. Toutefois, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la persistance de niveaux élevés de créances douteuses dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

L'évolution des critères d'octroi des crédits et de la demande de prêts a continué de favoriser la progression de la croissance des prêts.

D'après l'enquête de janvier 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, le bas niveau général des taux d'intérêt, l'augmentation des besoins de financement au titre de la FBCF et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel ont été d'importants moteurs de la hausse de la demande de prêts (cf. l'enquête à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

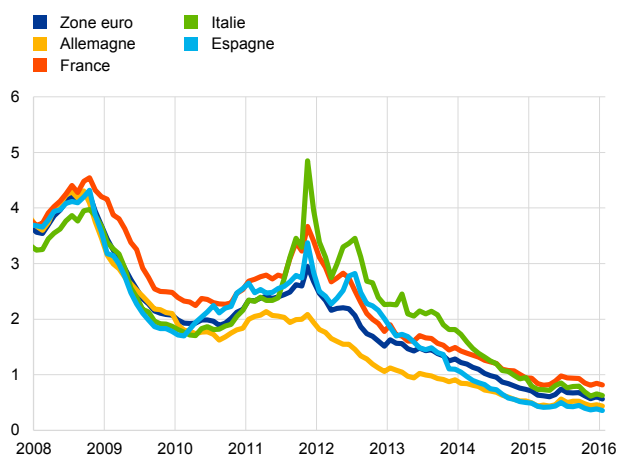
Dans ce contexte, l'APP a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi et notamment sur les modalités et conditions attachées aux crédits. Les banques ont également déclaré que la liquidité supplémentaire issue de l'APP et des TLTRO avait servi à consentir des prêts et à remplacer d'autres sources de financement. En dépit de ces tendances positives, la dynamique des prêts est demeurée faible et a continué de refléter des facteurs tels que la morosité de la situation économique et l'assainissement des bilans bancaires. En outre, dans certaines parties de la zone euro, le caractère restrictif des conditions de distribution du crédit continue de peser sur l'offre de prêts.

Les coûts de financement des banques sont demeurés proches de leurs plus bas historiques, en dépit de la revalorisation des obligations début 2016. Le coût composite du financement des banques est en baisse depuis plusieurs années (cf. graphique 26), dans un contexte de

Graphique 26

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

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

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

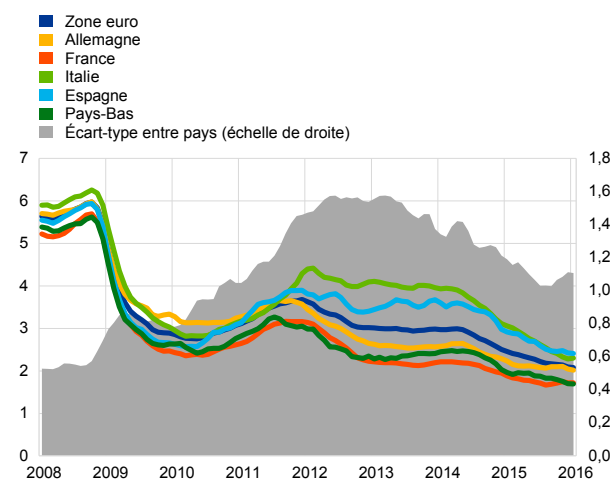
remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. D'une manière générale, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le renforcement des bilans et l'atténuation de la fragmentation des marchés financiers ont favorisé la baisse des coûts composites du financement des banques. En revanche, s'agissant de l'accès des banques au financement, l'enquête de janvier 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre que, à l'exception de la titrisation, aucune amélioration significative n'a été constatée pour les autres principaux instruments de financement au quatrième trimestre 2015.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages ont été stables en janvier 2016, mais ont fortement baissé sur les quatre dernières années (cf. graphiques 27 et 28). En dépit de signes récents de stabilisation, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis juin 2014. Cette évolution résulte également de l'atténuation de la fragmentation des marchés financiers de la zone euro et de la meilleure répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. En outre, la baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le recul des taux débiteurs composites. Depuis l'annonce par la BCE du train de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Entre mai 2014 et janvier 2016, le taux d'intérêt composite sur les prêts consentis aux SNF de la zone euro a fléchi de plus de 80 points de base pour s'établir à 2,09 %. Au cours de la même période, le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement octroyés aux ménages a diminué de plus de 60 points de base pour s'inscrire à 2,23 % en janvier 2016. De plus, l'écart constaté dans la zone euro entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal

Graphique 27

Taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



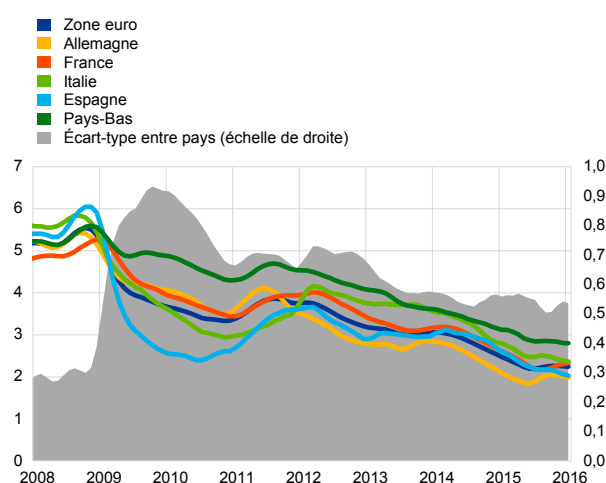
Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme 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. La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

Graphique 28

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme 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. La dernière observation se rapporte à janvier 2016.

à 250 000 euros) et ceux des prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) s'est inscrit en baisse depuis le début de l'assouplissement du crédit. Dans l'ensemble, cette évolution indique que les PME bénéficient dans une plus large mesure que les grandes entreprises des évolutions récentes des taux débiteurs.

L'APP et le train de mesures d'assouplissement du crédit précédemment mentionné ont contribué à un net resserrement de la dispersion entre les différents pays des coûts d'emprunt pour les SNF (tels que mesurés par l'écart-type). Les pays vulnérables de la zone euro ont connu des baisses particulièrement prononcées des taux débiteurs bancaires. Toutefois, en dépit de quelques améliorations 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.

Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des SNF a encore augmenté au quatrième trimestre 2015, après s'être stabilisé au cours des deux trimestres précédents. Le financement externe des SNF s'établit actuellement à des niveaux analogues à ceux constatés à l'automne 2011 (point haut d'après-crise) et fin 2004 (avant le début de la période de croissance excessive du crédit). Le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire et le coût toujours très faible de l'endettement de marché. Dans le même temps, les soldes de trésorerie des SNF ont encore augmenté au quatrième trimestre 2015 pour atteindre un nouveau record historique, évolution liée aux faibles coûts d'opportunité et à la plus grande incertitude sur les marchés financiers.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont devenues négatives en janvier 2016. Cette contraction résulte très probablement de la forte volatilité sur les marchés et du report des émissions prévues. Les bénéfices non distribués ont enregistré un taux de croissance annuel supérieur à 10 % au troisième trimestre 2015. Cette persistance d'une forte croissance des bénéfices non distribués a très probablement aussi pesé sur les émissions nettes au cours des derniers mois. Depuis mai 2015, les émissions de titres de créance ont été nettement plus faibles qu'au cours des premiers mois de 2015, où elles avaient bénéficié de l'annonce et de la mise en œuvre de l'APP. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont également restées faibles depuis mi-2015.

Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro a augmenté de façon modérée depuis décembre 2015, après avoir atteint un point bas historique fin novembre. Cette tendance reflète principalement l'augmentation du coût du financement par émission d'actions qui résulte de la diminution des cours des actions en liaison avec la révision à la baisse des perspectives de croissance de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises. Dans le même temps, le coût du financement par endettement de marché n'a que légèrement augmenté.

6 Évolutions budgétaires

Les prévisions relatives au déficit budgétaire de la zone euro devraient demeurer globalement inchangées au cours de l'horizon de projection, dans la mesure où une politique budgétaire légèrement expansionniste devrait contrebalancer l'incidence positive sur la réduction du déficit de l'amélioration de la conjoncture et de la baisse des paiements d'intérêts sur le budget. Si l'orientation budgétaire actuelle de la zone euro apparaît globalement adaptée, la politique budgétaire de certains États membres n'en suscite pas moins des préoccupations en matière de non-respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Les États fortement endettés sont invités à consentir des efforts d'assainissement supplémentaires pour imprimer à leur ratio d'endettement une trajectoire baissière ferme, accroissant ainsi leur résilience aux chocs économiques défavorables.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait rester stable au cours de la période de projection et ainsi mettre un terme à la tendance baissière entamée en 2011. Selon les prévisions macroéconomiques pour la zone euro de mars 2016 établies par les services de la BCE ¹, le ratio de déficit des administrations publiques devrait se maintenir à 2,1 % du PIB jusqu'en 2017, avant de légèrement reculer de 0,1 point de pourcentage en 2018 (cf. tableau 1). Par rapport aux prévisions de décembre 2015, les perspectives budgétaires s'assombrissent quelque peu au cours de l'horizon de projection, en raison notamment de l'effet de report qui a suivi la révision à la baisse du PIB nominal pour 2015 et d'une politique budgétaire légèrement plus expansionniste.

Tableau 1
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Recettes totales	46,6	46,8	46,6	46,3	46,0	45,9
b. Dépenses totales	49,6	49,4	48,7	48,5	48,1	47,9
dont :						
c. Paiements d'intérêts	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1
d. Dépenses primaires (b - c)	46,8	46,7	46,3	46,2	46,0	45,8
Solde budgétaire (a - b)	- 3,0	- 2,6	- 2,1	- 2,1	- 2,1	- 2,0
Solde budgétaire primaire (a - d)	- 0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 2,3	- 1,9	- 1,8	- 2,1	- 2,2	- 2,1
Solde budgétaire structurel	- 2,2	- 1,8	- 1,7	- 2,1	- 2,2	- 2,1
Endettement brut	91,1	92,1	91,1	90,8	90,0	89,2
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	- 0,2	0,9	1,5	1,4	1,7	1,8

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

Notes : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

L'orientation budgétaire de la zone euro ² devrait prendre un tour légèrement expansionniste au cours de la période de projection. Le léger assouplissement de l'orientation budgétaire globale peut être considéré comme globalement adapté compte tenu de la reprise encore hésitante. Cet assouplissement provient en grande

¹ Cf. les projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.fr.pdf>).

² L'orientation budgétaire est mesurée par la variation du solde structurel, à savoir le solde corrigé des effets du cycle déduction faite des mesures conjoncturelles, telle une aide d'État au secteur financier.

partie de réductions d'impôts discrétionnaires associées à des dépenses publiques croissantes liées à l'afflux de réfugiés qui devraient contrebalancer intégralement la contribution positive de la composante conjoncturelle ainsi que l'incidence favorable des paiements d'intérêts moins élevés sur le déficit nominal. Ce relâchement devrait être particulièrement important en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, tandis que des efforts supplémentaires d'assainissement sont attendus en Irlande et à Chypre.

Le niveau élevé de la dette publique de la zone euro ne s'orientera que progressivement à la baisse. Le ratio d'endettement de la zone euro devrait graduellement retomber de son pic de 92,1 % du PIB en 2014 pour s'établir à 89,2 % du PIB d'ici fin 2018. La réduction escomptée de la dette publique, moins substantielle que le niveau sur lequel tablaient les prévisions de décembre 2015, est soutenue par des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance, compte tenu de la reprise économique prévue et des faibles taux d'intérêt présumés. En outre, de légers excédents primaires et des ajustements déficit/dette négatifs, reflétant entre autres des recettes tirées de la privatisation, concourront également à améliorer les perspectives d'endettement. Dans une poignée de pays, toutefois, le niveau d'endettement devrait continuer de s'accroître durant la période couverte par les prévisions. D'ici 2018, une vaste majorité des États de la zone euro présenteront encore un ratio dette publique/PIB bien supérieur aux 60 % de référence.

Des efforts d'assainissement supplémentaires devront être consentis pour imprimer une trajectoire baissière durable au ratio d'endettement. Les pays fortement endettés sont particulièrement vulnérables en cas de regain d'instabilité sur les marchés financiers, dans la mesure où le lien entre budget et finance reste fort. En outre, leur capacité d'absorber des chocs défavorables potentiels demeure assez limitée. Dans son rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques ³ publié dernièrement, la Commission européenne identifie huit États membres de la zone euro, à savoir la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie et la Finlande, dont les finances publiques présentent un risque à moyen terme, principalement en raison d'une dette publique élevée et/ou d'engagements implicites importants. Le rapport démontre qu'il convient de mettre en œuvre les programmes d'ajustement économique tels que prévus par le PSC pour écarter les risques identifiés. Dans ce contexte, les conclusions du Conseil Ecofin adoptées le 8 mars 2016 ⁴ soulignent que les États membres doivent veiller à présenter une situation budgétaire saine et à observer les règles budgétaires de l'Union. Les États ont par ailleurs tout intérêt à utiliser les bénéfices exceptionnels provenant de l'environnement actuel de taux faibles pour augmenter leurs coussins de fonds propres et accroître leur résilience à de futurs chocs.

Pour contribuer plus efficacement et plus durablement à la croissance économique à moyen terme, les pays devraient orienter leurs mesures vers des dépenses publiques d'investissement adaptées, tout en tenant compte de la marge de manœuvre budgétaire disponible. Bien que la quantification des incidences macroéconomiques soit empreinte d'une grande incertitude, les

³ Cf. *Fiscal Sustainability Report 2015*, Commission européenne (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf).

⁴ Cf. http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_fr_635931147000000000.pdf

investissements publics devraient avoir des effets positifs en matière de demande et accroître le PIB potentiel par l'augmentation du stock de capital public (cf. également l'article intitulé *L'investissement public en Europe* dans le présent numéro du Bulletin économique).

Si l'on peut considérer l'orientation budgétaire globale dans la zone euro comme étant appropriée, elle masque de grandes différences entre les États membres, certains pays sans marge de manœuvre budgétaire étant confrontés à des risques croissants de non conformité avec le PSC.

Les gouvernements doivent parvenir à un juste équilibre dans l'orientation de leur politique budgétaire leur permettant de résorber les niveaux élevés d'endettement sans pour autant mettre la reprise en péril, tout en respectant pleinement les exigences du PSC. Il est plutôt bon signe que les pays possédant une marge de manœuvre budgétaire l'utilisent, comme l'Allemagne, qui doit tenir compte de l'incidence budgétaire significative de l'afflux de réfugiés. Quant aux pays ne disposant pas de marge de manœuvre budgétaire, ils devraient poursuivre la mise en œuvre des mesures nécessaires pour assurer une pleine conformité au PSC, soulignant ainsi les risques pesant sur la soutenabilité de leur dette et accroissant leur résistance aux futurs chocs. Dans sa déclaration du 7 mars 2016⁵, l'Eurogroupe a répété qu'il y avait des risques accrus que les budgets 2016 de certains pays ne respectent pas les obligations découlant du PSC et que les engagements précédents devaient encore se traduire par des mesures concrètes. Par rapport à l'examen des plans de projets budgétaires réalisé en novembre 2015, le nombre de pays considérés comme présentant un risque de non conformité a continué d'augmenter. Outre les quatre pays de la zone euro qui étaient déjà considérés en novembre comme présentant un risque de non conformité (à savoir l'Italie, l'Espagne, l'Autriche et la Lituanie), l'Eurogroupe perçoit également des risques de non conformité pour le Portugal, eu égard à son nouveau plan de projet budgétaire, ainsi que pour la Belgique et la Slovaquie, dans la foulée d'une détérioration de l'évaluation des risques pour ces deux pays par rapport à novembre. Par ailleurs, pour au moins six pays (France, Pays-Bas, Lettonie, Malte, Finlande et Irlande), l'on a relevé certains risques d'écart par rapport aux exigences du PSC. Même si la France devrait respecter ses objectifs de déficit nominal en 2015 et 2016, elle présente des insuffisances substantielles en matière d'efforts structurels pour la période menant à la date butoir de 2017 fixée par sa procédure de déficit excessif (PDE), compromettant la correction rapide de son déficit excessif. Si les Pays-Bas sont considérés comme respectant le critère des dépenses, leur déficit structurel devrait se dégrader considérablement au cours de la période 2015-2016, ce qui donnerait lieu à un écart de 1,1 point de pourcentage par rapport à l'objectif à moyen terme (OMT)⁶. Dans l'ensemble, il est essentiel que les dispositifs d'alerte précoce et les instruments correctifs instaurés par le cadre budgétaire renforcé soient mis en œuvre de manière complète et cohérente.

⁵ Cf. http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635929785000000000.pdf.

⁶ La Commission a considéré les budgets 2016 de quatre pays comme respectant pleinement le PSC (Allemagne, Estonie, Luxembourg et Slovaquie).

La partie qui suit passe brièvement en revue les sept pays de la zone euro dont il a été jugé qu'ils présentaient un risque de non respect du PSC. Elle se concentre sur leur situation budgétaire attendue, sur les mesures de suivi adoptées depuis novembre 2015 et, le cas échéant, sur les engagements pris en mars dans le cadre de la déclaration de l'Eurogroupe afin de combler les lacunes en matière d'assainissement.

S'agissant tout d'abord des pays qui relèvent du volet correctif, l'Eurogroupe a réitéré l'invitation faite en mars à l'Espagne de mettre en place des mesures additionnelles afin de veiller à corriger son déficit excessif en 2016. Cet appel renouvelé souligne l'absence de mesure substantielle depuis novembre. D'après les prévisions d'hiver de la Commission, l'Espagne ne respecterait pas les engagements qu'elle a pris dans le cadre de la PDE dont elle fait l'objet. L'écart par rapport à l'objectif de déficit nominal pour 2016 fixé au titre de la PDE devrait se monter à 0,8 % du PIB, tandis que d'après les estimations, l'effort structurel fourni au cours de la période couverte par la PDE, à savoir de 2013 à 2016, s'avérerait largement en deçà de l'effort requis. Dans ce contexte, la Commission a formulé une recommandation autonome le 9 mars 2016, annonçant qu'elle réévaluerait au printemps, sur la base des données validées par Eurostat qui seront publiées en avril, l'opportunité d'intensifier la PDE.

Le Portugal ne devrait pas avoir corrigé son déficit excessif à l'échéance de 2015. Selon les prévisions d'hiver de la Commission, le déficit nominal aurait atteint 4,2 % du PIB en 2015, compte tenu des coûts budgétaires considérables liés à la résolution d'une banque. Au vu de l'insuffisance patente d'efforts structurels, il n'y a pas d'élément indiquant que des mesures suivies d'effet aient été prises, alors qu'il s'agit là de la condition préalable pour reporter l'échéance de la PDE sans pour autant intensifier la procédure. La Commission réévaluera au printemps la situation relative à la PDE en s'appuyant sur les résultats budgétaires pour 2015 validés par Eurostat. Qui plus est, dans son avis daté du 5 février 2016, la Commission a estimé que le projet de plan budgétaire pour 2016 que les autorités portugaises ont soumis en janvier et amendé le 5 février, présentait un risque de non respect du PSC. Dans ses déclarations du 11 février et du 7 mars, l'Eurogroupe a appelé les autorités portugaises à préparer des mesures supplémentaires à mettre en œuvre lorsque le besoin s'en fait sentir afin de garantir que le budget 2016 respecte le PSC.

Pour ce qui est des pays qui relèvent du volet préventif, les prévisions d'hiver de la Commission épinglent, pour l'Italie, un écart de 0,8 point de pourcentage du PIB en 2016 par rapport à la trajectoire d'ajustement requise sur la voie de l'OMT. Cet écart est plus marqué que ce qu'auguraient les prévisions d'automne 2015, reflétant des dépenses supplémentaires au titre de la loi de stabilité 2016 qui ont relevé l'objectif de déficit de 0,2 point de pourcentage, le portant à 2,4 % du PIB. Selon les informations disponibles à ce stade, l'Italie présenterait un risque d'écart significatif en 2016 par rapport aux exigences du volet préventif même si elle se voyait accorder des assouplissements supplémentaires au printemps. Par ailleurs, l'Italie ne devrait pas respecter la règle de la dette en 2015 et en 2016. Dans ce contexte, l'Eurogroupe a lancé un nouvel appel à l'Italie, l'enjoignant d'adopter les mesures nécessaires afin de garantir que le budget 2016 soit conforme aux règles du PSC. Le 9 mars, la Commission a fait part de ses inquiétudes aux autorités italiennes et a indiqué qu'elle évaluerait au printemps la nécessité d'ouvrir une PDE fondée sur la dette.

La Belgique non plus ne devrait pas respecter la règle de la dette en 2015 et en 2016 d'après les prévisions d'hiver de la Commission. Au vu de cette information, l'Eurogroupe a invité les autorités, dans sa déclaration de mars, à prendre les mesures structurelles qui s'imposent afin de garantir le plein respect du PSC, appel que la Commission a réitéré dans la lettre qu'elle a adressée le 9 mars aux autorités belges. La Commission évaluera au printemps la nécessité d'ouvrir une PDE axée sur la dette.

Les trois autres pays relevant du volet préventif à l'égard desquels l'Eurogroupe a estimé qu'il existait un risque de non respect du PSC sont la Slovénie, l'Autriche et la Lituanie. En ce qui concerne la première, les prévisions d'hiver de la Commission laissent à penser que le déficit excessif devrait avoir été corrigé de manière durable avant l'échéance de 2015, alors que les efforts structurels prévus pour 2016 ne satisfont pas aux exigences du volet préventif. Pour ce qui est de l'Autriche, l'équilibre structurel devrait dévier de l'OMT de plus de 0,5 % du PIB en 2016, même si l'écart pourrait être considéré comme non significatif compte tenu des coûts liés aux réfugiés. La Lituanie, quant à elle, devrait s'écarter sensiblement des exigences quant au critère des dépenses du volet préventif.

Encadré 1

Le ralentissement de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis : faits stylisés et répercussions économiques

Les perspectives de croissance à long terme de l'économie américaine sont importantes du point de vue de l'économie de la zone euro, les États-Unis étant l'un des principaux moteurs de l'activité mondiale. La croissance de la productivité du travail aux États-Unis, un facteur déterminant pour les perspectives de croissance à long terme, a été étonnamment faible ces dernières années. Cette évolution a également été observée dans de nombreuses économies avancées et émergentes ¹. Par conséquent, comprendre les raisons de ce récent ralentissement est important pour évaluer les perspectives de croissance pour les États-Unis et, donc, pour l'économie de la zone euro.

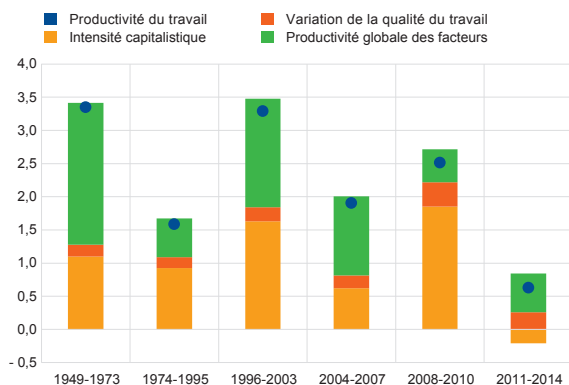
Faits stylisés et explications possibles

Historiquement, la croissance de la productivité du travail aux États-Unis (définie comme la production par heure travaillée) dans le secteur des entreprises a fortement varié (cf. graphique A). Les taux de croissance élevés

Graphique A

Décomposition de la croissance de la productivité du travail

(contributions en points de pourcentage aux variations annuelles moyennes en pourcentage)



Source : Bureau de statistiques sur l'emploi (États-Unis).

Note : La productivité du travail se définit comme la production par heure travaillée.

(de 3,3 %) observés sur la période 1949-1973 ont été suivis d'un fort ralentissement (à 1,6 %) au cours des deux décennies suivantes. L'essor des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la période 1996-2003 est à l'origine du « miracle de la productivité », caractérisé par un doublement de la croissance de la productivité du travail. Une fois les gains liés à l'essor des TIC largement récoltés, la croissance de la productivité s'est ralentie à 1,9 % dans les années qui ont précédé la crise (2004-2007). Si la Grande récession a entraîné un rebond conjoncturel en 2008-2010, cette évolution a été suivie d'une croissance décevante de la productivité du travail. Depuis 2011, la productivité du travail aux États-Unis n'a progressé en moyenne que de quelque 0,5 % par an, par rapport à un taux de croissance à long terme de 2,5 %.

¹ Cf. *The future of productivity*, OCDE, 2015, et *Productivity Brief 2015*, The Conference Board, 2015.

Une décomposition ² de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis laisse penser que l'essentiel du ralentissement peut s'expliquer par une baisse de la contribution de l'intensité capitaliste et, dans une moindre mesure, un ralentissement de la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF). La croissance de la PGF se ralentissait dès avant la crise financière mondiale de 2008, en partie sous l'effet de la dissipation de l'accélération de la croissance de la PGF induite par les TIC ³, mais le ralentissement a été accentué par la récession qui a suivi. La contribution de l'intensité capitaliste, en revanche, a d'abord augmenté pendant la récession, la baisse prononcée du nombre total d'heures travaillées entraînant une forte augmentation du volume de capital par heure. Cette évolution a été suivie d'un recul important, jusqu'à atteindre des valeurs négatives, sur la période 2011-2014. Ces dernières années, la contribution de la qualité du travail, troisième composante de la productivité du travail, a augmenté par rapport aux précédentes décennies, peut-être parce que la récession a touché plus durement les travailleurs faiblement qualifiés, faisant ainsi remonter l'efficacité agrégée de ceux qui restaient en poste.

L'intensité capitaliste a progressé à son rythme le plus faible sur une période de plus de 60 ans, essentiellement sous l'effet conjugué d'un fort ralentissement et de la faible reprise de l'investissement des entreprises qui lui a fait suite, et en raison d'une progression conjoncturelle du nombre d'heures travaillées. La baisse du taux d'accumulation du capital semble s'expliquer essentiellement par la morosité des perspectives d'évolution de l'activité économique et par l'incertitude sur la question de savoir si la croissance va renouer durablement avec ses niveaux d'avant la récession. De plus, les erreurs de mesure (essentiellement sur les déflateurs des TIC) pourraient également en partie expliquer la faible performance de l'investissement au cours de la récente expansion, donnant lieu à une sous-estimation du PIB en volume et de la croissance de la productivité du travail ⁴.

La croissance de la PGF est déterminée par une multitude de facteurs.

Au nombre de ces facteurs figurent les ressources consacrées à l'innovation ;

² D'après la comptabilité néoclassique de la croissance, la croissance de la productivité du travail se compose des contributions de l'intensité capitaliste, de la qualité du travail et de la PGF. L'intensité capitaliste se définit comme les services en capital tirés du stock d'actifs physiques et d'actifs de propriété intellectuelle, divisés par le nombre d'heures travaillées. La qualité (ou composition) du travail mesure l'incidence des modifications de la composition de la population active suivant l'âge, l'éducation et le sexe rapportée à l'efficacité des heures travaillées. La croissance de la PGF est mesurée par un résidu de Solow et rend compte de l'augmentation de l'efficacité (en particulier l'augmentation de l'efficacité et de l'intensité des facteurs utilisés dans la production) qui ne peut être attribuée directement aux deux facteurs de production mais s'explique par d'autres éléments comme les nouvelles technologies, l'accroissement de l'efficacité des procédures opérationnelles et les améliorations organisationnelles.

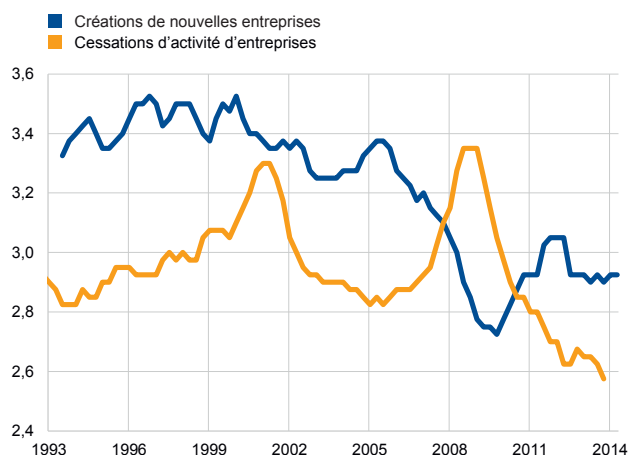
³ Cf. J. Fernald, *Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, n° 2012-18, 2012.

⁴ Les raisons essentielles d'une potentielle erreur de mesure incluent un arbitrage dans les investissements informatiques des biens produits localement vers des biens importés, se conjuguant à des efforts moins aboutis pour rendre compte de l'augmentation de la qualité des produits dans les importations, ainsi que l'incidence d'une modification par Intel de sa stratégie de tarification des unités de microprocesseurs, qui a entraîné des biais dans la méthodologie du modèle correspondant. Cf. D. Byrne et E. Pinto, *The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity*, FEDS Notes, 2015 et J. Hatzius et K. Dawsey, *Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0*, Goldman Sachs US Economics Analyst, Issue 15/30, 2015.

Graphique B

Le dynamisme économique mesuré par les taux de création et de cessation d'activité des entreprises

(en pourcentage du nombre moyen d'établissements l'année précédente et l'année en cours ; moyenne mobile sur quatre ans)



Source : Bureau de statistiques sur l'emploi (États-Unis).

la façon dont l'innovation se propage et est commercialisée dans le reste de l'économie ; le dynamisme des entreprises et du marché du travail, qui détermine à quelle vitesse les innovations sont adoptées ; la durée sur laquelle des entreprises non efficaces peuvent rester en activité et la facilité avec laquelle le facteur travail se déplace vers ses emplois les plus productifs ; ainsi que de possibles mauvaises allocations des ressources sous l'effet d'une envolée des prix des actifs et du crédit.

Le ralentissement de la croissance de la PGF peut être lié à une perte de dynamisme des entreprises, qui pourrait avoir réduit la vitesse et l'ampleur de la propagation de l'innovation dans l'économie.

Les dépenses de recherche et développement et le nombre de dépôts de brevets s'étant bien tenus ces dernières années, une baisse des ressources consacrées à l'innovation n'est probablement pas l'une des principales explications du ralentissement

de la croissance de la PGF. Ce constat est renforcé par un nombre croissant d'avancées technologiques dans des domaines scientifiques comme la robotique et l'impression 3D. En revanche, si l'économie américaine est connue pour son dynamisme, en termes de facilité de création et de fermeture d'entreprises et s'agissant de la flexibilité du marché du travail, certains éléments montrent que ce dynamisme s'est atténué au cours des dernières années. En particulier, le taux de création de nouvelles entreprises a fortement reculé au cours de la dernière récession et ne s'est pas redressé depuis lors (cf. graphique B), ce qui peut être lié en partie à des conditions de crédit plus restrictives pour les petites entreprises et à une moindre appétence pour la prise de risque. Le taux de défaillance et de faillite d'entreprises a également diminué. Le recul des taux de création et de cessation d'activité des entreprises peut indiquer qu'il existe actuellement des obstacles empêchant les ressources d'aller là où elles sont le plus productives.

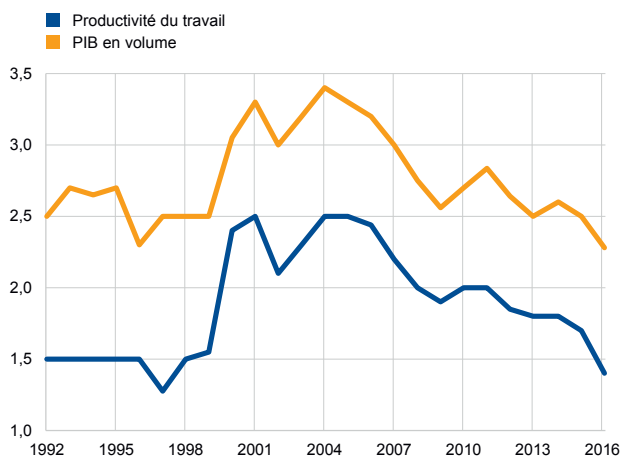
De plus, l'accumulation excessive de dettes par les ménages durant le boom de l'immobilier qui a précédé la crise financière pourrait avoir pesé sur la croissance de la PGF lors de la reprise en raison d'une mauvaise allocation des ressources. L'endettement des ménages a été excessif aux États-Unis sur l'essentiel de la période après 2003, donnant lieu à une période prolongée de désendettement des ménages⁵. Durant cette période d'endettement excessif des ménages, le secteur de l'immobilier a pu attirer trop de ressources et ralentir la croissance de la PGF.

⁵ Cf. B. Albuquerque, U. Baumann et G. Krustev, *US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt*, The B.E. Journal of Macroeconomics Vol. 15, Issue 1, 2014.

Graphique C

Prévisions médianes de croissance de la productivité du travail et du PIB en volume à dix ans

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Enquête auprès des prévisionnistes professionnels, *Federal Reserve Bank of Philadelphia*.

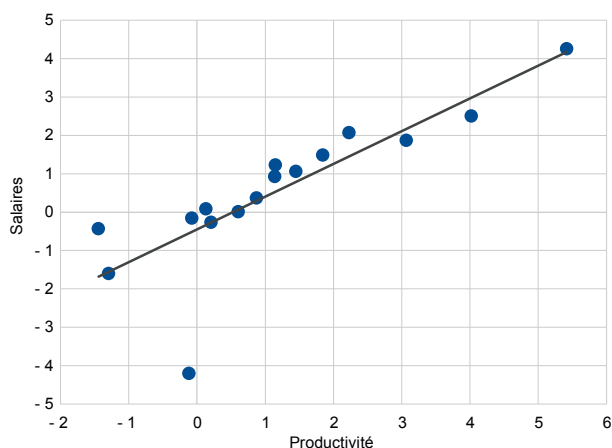
Incidences sur la production potentielle et la progression des salaires

Même si les prévisionnistes ont successivement révisé à la baisse leurs estimations de croissance de la productivité du travail à dix ans, les estimations demeurent supérieures aux très faibles niveaux actuels, laissant présager un certain redressement. Les prévisions médianes à long terme de croissance du PIB en volume et de croissance de la productivité du travail ressortant de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels ont été révisées à la baisse depuis 2004, les dernières estimations s'établissant à, respectivement, 2,3 % et 1,4 % (cf. graphique C), par rapport au rythme de croissance de 0,5 % de la productivité effective du travail depuis 2011. Cette évolution est conforme à l'interprétation selon laquelle, si certains aspects du ralentissement de la croissance de la productivité, comme le dynamisme des entreprises, peuvent s'avérer quelque peu persistants et ne se redresser que progressivement, les facteurs conjoncturels, notamment ceux liés à l'investissement en capital, devraient s'inverser plus rapidement.

Graphique D

Salaires réels et croissance de la productivité dans les différents secteurs

(variations annuelles en pourcentage ; moyenne sur la période : 1999-2014)



Sources : Bureau d'analyse économique (États-Unis) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique couvre 16 secteurs, tirés des classifications NAICS. Les salaires réels sont calculés à l'aide d'un déflateur de la valeur ajoutée.

Conformément au ralentissement attendu de la croissance de la productivité par rapport aux moyennes historiques, les salaires réels pourraient également progresser légèrement plus lentement que par le passé. À long terme, s'il n'y a pas de modifications dans la part du facteur travail, les salaires réels devraient progresser globalement au même rythme que la productivité du travail⁶. Dans les différents secteurs aux États-Unis, une corrélation positive entre la variation du salaire réel par tête et la croissance moyenne de la productivité du travail apparaît nettement sur la période 1999-2014 (cf. graphique D), les salaires réels progressant dans la plupart des secteurs à un rythme plus lent ou comparable à celui de la productivité du travail. Plus récemment, au cours de la période 2011-2014, la croissance des salaires réels et celle de la productivité du travail ont été atones.

⁶ Cf. également L. Barro et J. Faberman, *Wage Growth, Inflation and the Labor Share*, Chicago Fed Letter, n° 349, 2015.

Encadré 2

Les tendances actuelles des prix du pétrole

Les prix du pétrole ont reculé de 70 % depuis juillet 2014. Dans une perspective de plus long terme, cette chute peut s'expliquer par les investissements importants réalisés antérieurement et des innovations technologiques ayant entraîné une forte hausse de la production de pétrole à un moment où la croissance ralentissait. Les avancées technologiques ont déclenché la révolution du pétrole de schiste aux États-Unis et, dans le même temps, plusieurs années de prix du pétrole élevés dans un contexte de croissance soutenue dans les économies de marché émergentes ont

encouragé des investissements à grande échelle dans le secteur pétrolier. En raison d'un important décalage entre investissement et production, l'offre en résultant est entrée sur le marché à un moment où la demande ne progressait plus. Bien que l'offre de pétrole de schiste ait commencé à augmenter et la croissance de la demande mondiale à se ralentir dès 2010 (en Chine par exemple), des perturbations de l'offre en provenance des principaux pays producteurs de pétrole (Libye, Iran, Russie et Irak) liées aux tensions géopolitiques ont soutenu les prix durant plusieurs années, avant qu'ils ne chutent au cours de l'été 2014. La décision stratégique prise par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) lors de sa réunion de novembre 2014 de ne pas réduire la production pour répondre à la chute des cours s'est traduite par une poursuite de la baisse des prix.

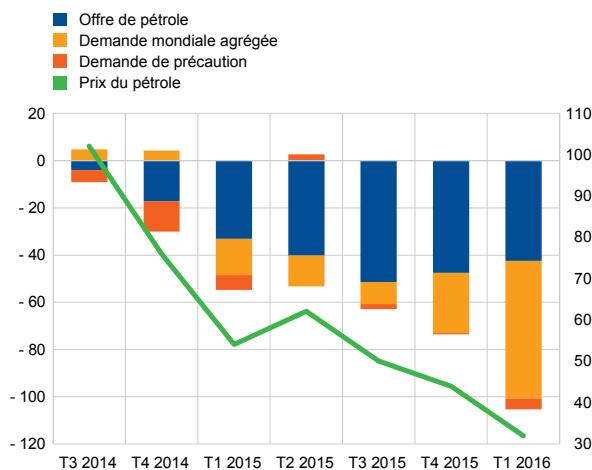
Si la chute des prix du pétrole depuis 2014 est à relier à la fois à des facteurs d'offre et à des facteurs de demande, les résultats fondés sur des modèles indiquent cependant que le recul initial s'explique essentiellement par des hausses de l'offre. Plus récemment, toutefois, la demande a constitué le facteur principal à l'origine du recul des cours (cf. graphique A). D'après les calculs des services de la BCE, les facteurs d'offre sont à l'origine d'environ 60 % du recul enregistré en 2014. Après un rebond au cours des deux premiers trimestres 2015, les prix du

pétrole se sont de nouveau inscrits en baisse, les facteurs de demande jouant un rôle de plus en plus important. Cette évolution reflète largement le ralentissement de la demande agrégée, tandis que la baisse des anticipations relatives aux prix liée à la croissance sur les marchés émergents et la décision de l'OPEP de ne pas réduire l'offre (reflétée dans le choc de demande de précaution) ont également contribué au

Graphique A

Ventilation des prix du pétrole établie à partir d'un modèle

(échelle de gauche : contributions cumulées des différents chocs pétroliers en points de pourcentage, juillet 2014 = 0 ; échelle de droite : prix nominaux du pétrole en dollars par baril)



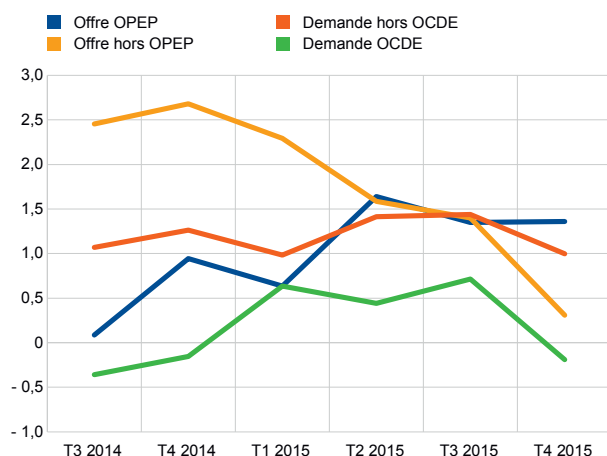
Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à janvier 2016. Les ventilations historiques ont été normalisées pour débiter à zéro en juillet 2014, quand les prix du *Brent* ont commencé à baisser. Une diminution de la contribution indique qu'un « choc pétrolier » spécifique a contribué à la baisse des prix du pétrole et inversement. Le « choc d'offre de pétrole » appréhende les évolutions exogènes de la production de pétrole, le « choc de demande agrégée mondiale » rend compte des variations des prix du pétrole causées de façon endogène par les évolutions de la croissance économique mondiale et le « choc de demande de pétrole à titre de précaution » correspond aux évolutions des anticipations relatives à l'équilibre entre l'offre et la demande de pétrole dans le futur, comme le dénotent les stocks de pétrole. La ventilation est tirée de L. Kilian et D. P. Murphy, *The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil*, *Journal of Applied Econometrics*, 29(3), 2004, pp. 454-78, et effectuée sur la base de données relatives aux prix du pétrole, à la production mondiale de pétrole et à partir d'une approximation des stocks de pétrole mondiaux et de l'activité économique mondiale.

Graphique B

Offre et demande de pétrole au plan mondial

(millions de barils par jour ; variations annuelles)



Source : Agence internationale de l'énergie.

en 2014-2015 s'est traduite par des stocks de pétrole brut historiquement élevés dans les pays de l'OCDE (cf. graphique C) ¹.

Un rééquilibrage devrait néanmoins s'opérer avec le temps. Il existe en théorie un prix plancher pour le pétrole, lié au niveau du coût marginal de production du

récent fléchissement. L'offre de l'OPEP est orientée à la hausse depuis mi-2014 et la demande de pétrole en provenance des pays hors OCDE est demeurée forte en 2015. La demande de pétrole en provenance des pays de l'OCDE a, quant à elle, diminué fin 2015, en raison principalement de la clémence de l'hiver aux États-Unis et en Europe, et de la morosité du climat des affaires dans les grands pays émergents (cf. graphique B).

Il faudra un certain temps avant que la surproduction actuelle puisse être absorbée.

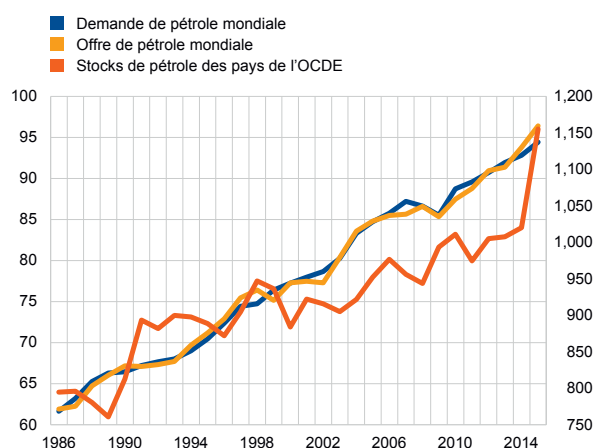
L'arrivée du pétrole de schiste américain et, plus généralement, l'exploration de sources non conventionnelles constituent une mutation structurelle de l'offre qui pourrait se traduire par des prix plus bas plus longtemps. Une offre excédentaire de près de 1,4 million de barils par jour en moyenne

pétrole de schiste américain, qui est estimé à 35 dollars le baril en moyenne ².

Graphique C

Demande, offre et stocks de pétrole

(échelle de gauche : offre et demande mondiales de pétrole en millions de barils par jour – flux ; échelle de droite : stocks de pétrole brut de l'OCDE en millions de barils – encours)



Source : Agence internationale de l'énergie.

Note : Données annuelles, la dernière observation se rapporte à 2015.

Cependant, plusieurs types de production, tels que le pétrole de schiste américain, ont continué de se développer au cours de l'année passée et ce, malgré des prix du pétrole inférieurs à leurs coûts marginaux estimés respectifs. De fait, d'autres facteurs que ces coûts marginaux spécifiques au type de production jouent également un rôle. Premièrement, les coûts marginaux diffèrent fortement selon le type de pétrole et le gisement spécifique, ces moyennes ne constituant par conséquent qu'un indicateur approximatif du moment où la production devrait être affectée. Deuxièmement, il convient de tenir compte de la baisse des coûts ³ et de l'efficacité croissante de la production : en d'autres termes, les coûts marginaux peuvent baisser sous l'effet de l'amélioration de la productivité. Néanmoins, il y a lieu de penser que le

¹ En moyenne, la demande mondiale de pétrole est ressortie à environ 93,6 millions de barils par jour et l'offre mondiale à 95 millions de barils par jour en 2014-2015. L'offre excédentaire s'est élevée à 1,5 % environ de la demande mondiale de pétrole quotidienne.

² Arthur D. Little, *Where now for oil?*, Viewpoint, 2015.

³ La baisse des coûts est un fléchissement général des coûts de production du pétrole qui peut, par exemple, provenir de gains de productivité ou d'une baisse des coûts des services (comme une réduction des tarifs des entrepreneurs pour le forage des puits de pétrole ou pour les activités de soutien telles que la prospection, la cimentation, le tubage et le traitement des puits).

nombre de plateformes pétrolières a déjà diminué aux États-Unis, dénotant une baisse de l'offre à venir ⁴.

La courbe des contrats à terme actuels indique que les prix du pétrole devraient demeurer dans une fourchette comprise entre 30 et 45 dollars le baril au cours des deux prochaines années. Par rapport à cette projection, les risques à la baisse pesant sur les prix du pétrole du côté de l'offre sont liés à de nouvelles hausses de la production mondiale dues au retour plus important que prévu du pétrole iranien et à la poursuite d'une production soutenue hors OPEP, en particulier du pétrole de schiste américain. Du côté de la demande, un ralentissement plus prononcé que prévu des économies émergentes pourrait avoir une incidence négative sur la demande de pétrole. Les principaux risques à la hausse sont des reculs supérieurs aux prévisions de la production de pétrole liés aux tensions géopolitiques et des réductions volontaires plus importantes de l'offre si les prix du pétrole restent durablement faibles. À partir de 2017, malgré la persistance des principaux risques à la baisse, les risques sont de plus en plus orientés à la hausse, d'importantes réductions des dépenses en capital étant susceptibles de se traduire par un resserrement de l'équilibre entre offre et demande plus rapide qu'actuellement reflété dans la courbe des contrats à terme lorsque l'activité économique se redressera.

⁴ Hughes Baker, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

Encadré 3

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 28 octobre 2015 au 26 janvier 2016

Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2015, comprises entre le 28 octobre et le 8 décembre 2015 et entre le 9 décembre 2015 et le 26 janvier 2016, respectivement. Durant cette période, les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal sont demeurés inchangés à 0,05 % et 0,30 %, respectivement. En revanche, le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, passant de – 0,20 % à – 0,30 % à partir du 9 décembre 2015¹. Le 16 décembre est intervenu le règlement de la sixième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) pour un montant de 18,3 milliards d'euros, contre 15,5 milliards lors de la précédente opération en septembre, portant l'allocation totale des six premières TLTRO à 417,9 milliards d'euros². En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP), qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 60 milliards d'euros. En décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre l'horizon de l'APP : les achats mensuels devraient désormais se poursuivre jusqu'à fin mars 2017 ou jusqu'à un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation vers l'objectif à moyen terme de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres acquis dans le cadre de l'APP et ce, aussi longtemps que nécessaire³.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 706,5 milliards d'euros, soit une hausse de 60,1 milliards par rapport à la précédente période sous

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 été maintenue 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 fixé à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée respective des opérations de refinancement à plus long terme. Les TLTRO ont continué d'être conduites sous la forme d'appels d'offre à taux fixe, avec un taux d'intérêt égal à celui des opérations principales de refinancement.

² Pour des informations sur les montants alloués lors des TLTRO, cf. les encadrés similaires à celui-ci dans les précédents numéros du *Bulletin économique* ainsi que le site internet de la BCE : www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html

³ Des informations détaillées concernant l'APP étendu sont disponibles sur le site internet de la BCE : www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html

revue (couvrant les cinquième et sixième périodes de constitution de l'année).

Cette hausse est presque exclusivement due à l'augmentation du montant moyen des facteurs autonomes, qui a progressé de 59,9 milliards d'euros pour s'établir à 593,3 milliards (cf. tableau).

L'accroissement du montant moyen des facteurs autonomes résulte principalement d'une hausse du montant moyen des facteurs d'absorption de la liquidité, c'est-à-dire les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques et les autres facteurs autonomes.

Les autres facteurs autonomes sont ressortis en moyenne à 563,0 milliards d'euros, soit une hausse de 20,5 milliards par rapport à la précédente période de référence, reflétant principalement une progression des comptes de réévaluation trimestriels. Les billets en circulation ont augmenté, notamment durant la période des vacances d'hiver, suivant ainsi leur profil saisonnier habituel. Ils se sont établis en moyenne à 1 065,3 milliards d'euros, soit une hausse de 11,4 milliards par rapport à la précédente période sous revue. De plus, les dépôts moyens des administrations publiques ont également contribué à l'augmentation des besoins de refinancement, s'inscrivant en hausse de 8,3 milliards d'euros en moyenne pour s'établir à 87,6 milliards. Le léger accroissement des dépôts des administrations publiques indique que, si certains Trésors sont prêts à accepter des taux moins élevés sur le marché, la plupart d'entre eux continuent cependant de ne disposer que de peu de possibilités lorsqu'ils cherchent à placer des fonds sur le marché. La nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt, à - 0,30 %, a entraîné une hausse du coût du placement des dépôts auprès de l'Eurosystème. Par ailleurs, un excédent de liquidité accru tend à rapprocher encore plus les taux du marché monétaire de celui de la facilité de dépôt.

Les facteurs d'élargissement de la liquidité ont décliné au cours de la période, sous l'effet d'une diminution des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros.

La baisse de 11,4 milliards d'euros des réserves nettes de change a principalement résulté de l'effet des dévaluations des troisième et quatrième trimestres 2015, observé en fin de trimestre. Cette dévaluation des réserves nettes de change a essentiellement été déterminée par une baisse de la valeur de l'or exprimée en dollars, seulement partiellement contrebalancée par une dépréciation de l'euro au quatrième trimestre. En outre, les actifs nets libellés en euros sont ressortis en moyenne à 511,0 milliards d'euros, soit une baisse de 8,3 milliards par rapport à la précédente période sous revue. Les actifs nets libellés en euros ont diminué en raison de la baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et de la légère augmentation des engagements détenus par des établissements étrangers auprès des banques centrales nationales. Les institutions étrangères ont accru leurs avoirs et ce, malgré la nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt, qui a augmenté le coût des dépôts auprès des banques centrales nationales. Cette évolution peut refléter les possibilités plus restreintes de trouver des alternatives intéressantes sur le marché.

La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée durant la période sous revue. Une telle volatilité reflète essentiellement les importantes fluctuations des dépôts des administrations publiques et la réévaluation trimestrielle des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros. La volatilité est demeurée

globalement inchangée par rapport à la précédente période de référence, tandis que le niveau des facteurs autonomes est resté orienté à la hausse.

L'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes s'est accrue de 0,8 milliard d'euros, ressortant à 7,2 milliards au cours de la période sous revue, et résulte principalement d'erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques. En présence d'excédents de liquidité en hausse et de taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de plus en plus négatifs, il est devenu plus difficile d'anticiper les activités d'investissement des Trésors.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

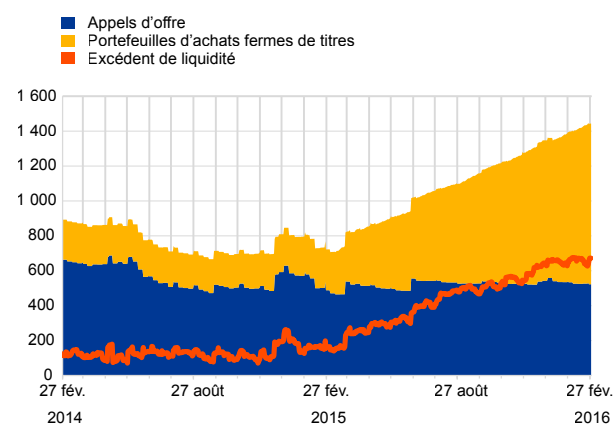
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (appels d'offres et achats fermes d'actifs) a augmenté de 176,5 milliards d'euros pour s'établir à 1 306,9 milliards (cf. graphique).

Cette hausse résulte exclusivement d'achats fermes à des fins de politique monétaire, pour l'essentiel dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public, tandis que les opérations d'appels d'offres sont demeurées globalement inchangées durant la période sous revue.

Graphique

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

La liquidité moyenne fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a diminué de 0,9 milliard d'euros durant la période sous revue, pour s'établir à 532,5 milliards. Une hausse de la liquidité moyenne fournie par les TLTRO a été largement contrebalancée par une réduction des opérations régulières. Plus précisément, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois ont fléchi de 2,2 milliards d'euros et 18,3 milliards d'euros, respectivement. L'encours moyen des TLTRO a progressé de 19,6 milliards d'euros au cours de la période sous revue, la huitième période de constitution ayant été le principal contributeur à cette hausse, reflétant l'adjudication de TLTRO intervenue en décembre 2015.

La liquidité moyenne fournie par le biais des portefeuilles d'achats fermes de titres a augmenté de 177,4 milliards d'euros pour s'établir à 774,4 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public. La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées et par le programme d'achats de titres adossés à des actifs a augmenté de 156,5 milliards d'euros, 25,2 milliards et 3,3 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour

les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées s'est élevé à 7,8 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite de la hausse de la liquidité évoquée précédemment, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 116,4 milliards d'euros, pour s'établir à 600,3 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique). L'essentiel de la hausse a été enregistrée lors de la huitième période de constitution, au cours de laquelle l'excédent de liquidité moyen a progressé de 86,5 milliards d'euros en

Tableau
Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 28 octobre 2015 au 26 janvier 2016		Du 22 juillet au 27 octobre 2015		Huitième période de constitution de réserves		Septième période de constitution de réserves	
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)								
Facteurs autonomes de la liquidité	1,715.8	(+40.1)	1,675.7	1,720.1	(+9.3)	1,710.8	(+18.0)	
Billets en circulation	1,065.3	(+11.4)	1,053.9	1,072.8	(+16.3)	1,056.5	(+4.1)	
Dépôts des administrations publiques	87.6	(+8.3)	79.3	82.5	(-11.1)	93.5	(-1.6)	
Autres facteurs autonomes	563.0	(+20.5)	542.5	564.8	(+4.0)	560.8	(+15.6)	
Instruments de politique monétaire								
Comptes courants	527.9	(+81.0)	446.9	557.1	(+63.3)	493.8	(+28.5)	
Réserves obligatoires	113.2	(+0.2)	113.0	113.3	(+0.2)	113.1	(-0.2)	
Facilité de dépôt	185.7	(+35.3)	150.4	196.6	(+23.5)	173.1	(+20.3)	
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	1,122.9	(-19.6)	1,142.5	1,123.7	(+1.9)	1,121.9	(-13.9)	
Réserves nettes de change	611.9	(-11.4)	623.2	611.6	(-0.6)	612.2	(-6.9)	
Actifs nets libellés en euros	511.0	(-8.3)	519.3	512.1	(+2.5)	509.7	(-7.0)	
Instruments de politique monétaire								
Opérations d'open market	1,306.9	(+176.5)	1,130.4	1,350.3	(+94.2)	1,256.1	(+80.6)	
Opérations d'appels d'offres	532.5	(-0.9)	533.4	538.5	(+13.1)	525.4	(-6.9)	
Opérations principales de refinancement	69.1	(-2.2)	71.3	71.6	(+5.5)	66.1	(-4.1)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	55.3	(-18.3)	73.6	51.6	(-8.0)	59.7	(-9.5)	
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	408.1	(+19.6)	388.5	415.3	(+15.7)	399.6	(+6.7)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres	774.4	(+177.4)	597.0	811.8	(+81.0)	730.7	(+87.6)	
1er programme d'achats d'obligations sécurisées	20.6	(-1.6)	22.2	20.5	(-0.3)	20.8	(-1.1)	
2e programme d'achats d'obligations sécurisées	9.8	(-0.8)	10.5	9.6	(-0.3)	9.9	(-0.4)	
3e programme d'achats d'obligations sécurisées	140.2	(+25.2)	114.9	144.4	(+9.2)	135.2	(+12.9)	
Programme pour les marchés de titres	123.1	(-5.4)	128.5	122.9	(-0.5)	123.3	(-3.8)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	15.2	(+3.3)	11.9	15.5	(+0.5)	15.0	(+1.8)	
Programme d'achats de titres du secteur public	465.5	(+156.5)	308.9	498.8	(+72.3)	426.5	(+78.3)	
Facilité de prêt marginal	0.1	(-0.2)	0.4	0.2	(+0.1)	0.1	(-0.0)	
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)								
Besoin global de refinancement	706.5	(+60.1)	646.5	710.1	(+7.7)	702.4	(+31.7)	
Facteurs autonomes*	593.3	(+59.9)	533.5	596.8	(+7.5)	589.3	(+31.8)	
Excédent de liquidité	600.3	(+116.4)	483.9	640.2	(+86.5)	553.7	(+49.0)	
Evolution des taux d'intérêt (en pourcentage)								
Opérations principales de refinancement	0.05	(+0.00)	0.05	0.05	(+0.00)	0.05	(+0.00)	
Facilité de prêt marginal	0.30	(+0.00)	0.30	0.30	(+0.00)	0.30	(+0.00)	
Facilité de dépôt	-0.25	(-0.05)	-0.20	-0.30	(-0.10)	-0.20	(+0.00)	
Moyenne de l'Eonia	-0.184	(-0.055)	-0.130	-0.227	(-0.091)	-0.135	(+0.003)	

Source: BCE.

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

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).

raison d'une poursuite des achats d'actifs et d'une légère progression seulement des facteurs autonomes. Au cours de la septième période de constitution, l'excédent de liquidité moyen a augmenté moins fortement, enregistrant une hausse de 49,0 milliards d'euros. Cette augmentation relativement faible est principalement attribuable à l'accroissement des facteurs autonomes, qui a partiellement absorbé le renforcement de l'APP.

L'augmentation de l'excédent de liquidité s'est surtout reflétée dans la progression des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont accrus de 81,0 milliards d'euros pour s'établir à 527,9 milliards au cours de la période sous revue. Cette hausse a été moins prononcée pour la septième période de constitution, avec une moyenne de 28,5 milliards d'euros, contre 63,3 milliards lors de la huitième période de constitution. Le recours moyen à la facilité de dépôt a également progressé, mais dans une moindre mesure (35,3 milliards d'euros), pour s'établir à 185,7 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, les taux du marché monétaire ont encore diminué sous l'effet de la baisse du taux de la facilité de dépôt à – 0,30 %.

Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia s'est établi en moyenne à – 0,184 %, en baisse par rapport à une moyenne de – 0,130 % lors de la précédente période de référence. Tandis que l'Eonia a affiché un profil presque plat lors de la septième période de constitution, la réduction de 0,10 point de pourcentage du taux de la facilité de dépôt à partir de la septième période de constitution s'est répercutée presque entièrement sur l'Eonia, qui a fléchi de 0,091 point de pourcentage. Dans un contexte de hausse continue de l'excédent de liquidité, la transmission aux taux du marché s'est faite sans heurt. De plus, les taux au jour le jour des prêts garantis ont diminué pour s'établir à des niveaux encore plus proches du taux de la facilité de dépôt. Les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling ⁴ ont fléchi à – 0,246 % et à – 0,238 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,059 et 0,055 point de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue.

⁴ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plate-forme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

Encadré 4

Les facteurs à l'origine de la relative vigueur de l'activité dans les services de la zone euro

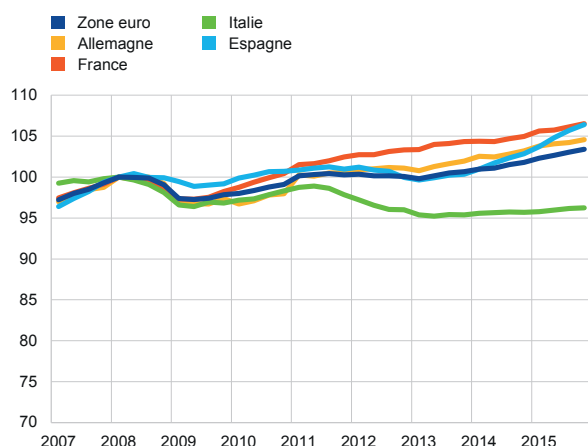
Le secteur des services constitue un moteur de la reprise de la zone euro depuis le premier trimestre 2013 : quels facteurs en particulier expliquent cette activité relativement forte ¹ ?

L'ensemble du secteur des services (marchands et non marchands) représente trois-quarts environ de la valeur ajoutée totale de la zone euro. La valeur ajoutée totale des services a régulièrement augmenté, en termes de volume, depuis le point bas observé au premier trimestre 2013 et a enregistré des records historiques (cf. graphique A). Depuis le premier trimestre 2013, les services marchands représentent près de 90 % de la croissance totale de la valeur ajoutée des services de la zone euro. En 2015, en revanche, la valeur ajoutée du secteur industriel (y compris la construction) de la zone euro était encore inférieure de près de 10 % à son pic de début 2008 (cf. graphique B). Si l'on examine les plus grands pays de la zone euro, la situation est comparable, les principales exceptions étant la relative faiblesse de la valeur ajoutée totale des services en Italie et les records historiques observés pour la valeur ajoutée industrielle en Allemagne au cours des derniers trimestres.

Graphique A

Valeur ajoutée totale des services dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(T1 2008 = 100 ; volumes chaînés corrigés des effets de calendrier et des variations saisonnières)

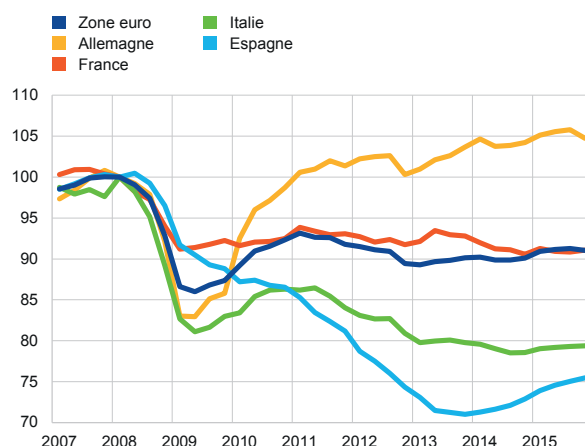


Source : Eurostat.

Graphique B

Valeur ajoutée de l'industrie dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(T1 2008 = 100 ; volumes chaînés corrigés des effets de calendrier et des variations saisonnières)



Source : Eurostat.

¹ Pour une description plus détaillée des évolutions de la zone euro selon les secteurs, cf. l'article intitulé *L'activité sectorielle dans la zone euro depuis 2008*, *Bulletin mensuel*, mai 2014.

L'enquête trimestrielle de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise du secteur des services de la zone euro permet de cerner les facteurs qui stimulent ou qui entravent l'activité des services marchands.

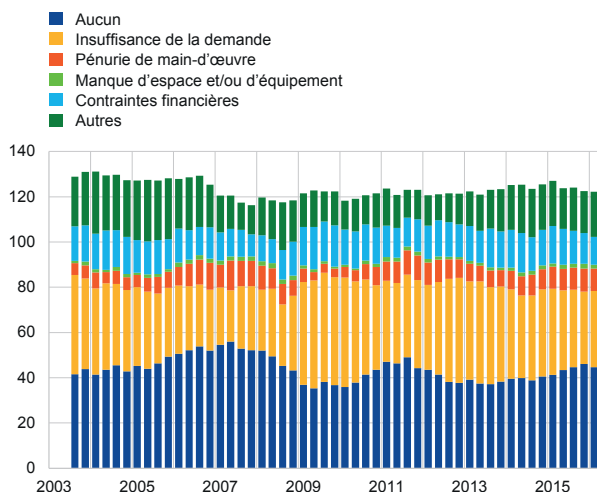
L'enquête comprend la question : « Quels sont les principaux facteurs qui limitent

actuellement votre activité ? » et propose le choix entre les réponses suivantes : « aucun », « insuffisance de la demande », « pénurie de main-d'œuvre », « manque d'espace et/ou d'équipement », « contraintes financières » et « autres facteurs », les personnes interrogées pouvant donner plusieurs réponses si nécessaire. Les facteurs sont déclarés en pourcentage du nombre total des participants.

Graphique C

Facteurs limitant l'activité des services dans la zone euro

(en pourcentage du total des participants)



Source : Commission européenne.

Note : Le total représente plus de 100 %, les entreprises pouvant déclarer plus d'un facteur limitant l'activité.

Bien qu'elle ait progressé, la demande reste le principal facteur freinant l'activité d'après les entreprises des services marchands de la zone euro, tandis qu'un assouplissement des contraintes financières est également manifeste par rapport à la même période de l'année dernière.

Dans la phase de reprise actuelle, près de la moitié des entreprises de services déclarent ne pas subir de contraintes sur leur activité, comme le suggère l'indicateur sur l'absence de facteurs limitant l'activité, qui ressortait à 45 % en janvier 2016 (cf. graphique C). Au demeurant, cet indicateur augmente régulièrement depuis le quatrième trimestre 2012. Ce résultat reflète

les évolutions du taux d'utilisation des capacités du secteur des services, qui a également progressé de manière continue depuis le quatrième trimestre 2012.

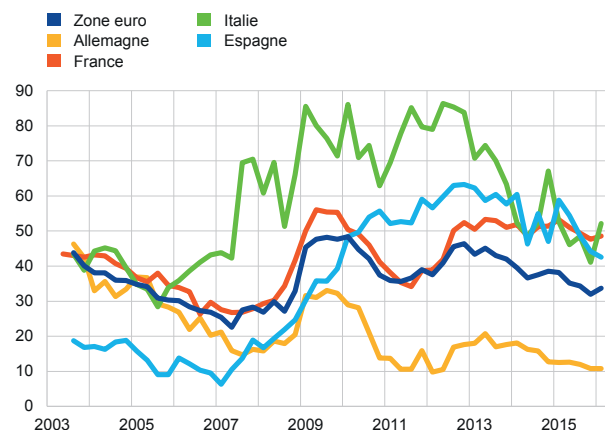
En janvier 2016, un tiers des entreprises interrogées ont mentionné l'indicateur

« insuffisance de la demande ». La faiblesse de la demande reste donc, de loin, l'obstacle le plus important à l'activité des services marchands, même si ce facteur s'est atténué au cours de l'année écoulée. Les catégories « aucun » et « insuffisance de la demande » ont été de loin les deux réponses les plus fréquemment données par les entreprises de services (comme c'est généralement le cas et comme cela est également valable pour les entreprises de l'industrie et de la construction). En janvier 2016, la troisième réponse, avec 20 %, correspondait à la catégorie « autres facteurs », qui a été citée plus fréquemment que lors de la récession de 2011-2013. Les entreprises de services ont bénéficié de l'amélioration des conditions financières, puisque 12 % ont mentionné en janvier que les « contraintes financières » étaient un facteur limitant leur activité, contre 16 % un an auparavant. Cette amélioration de 4 points de pourcentage est d'une ampleur

Graphique D

Indicateur d'insuffisance de la demande pour les services dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(en pourcentage du total des participants)



Source : Commission européenne.

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

comparable à l'amélioration de l'indicateur de la demande sur la même période. Enfin, la « pénurie de main-d'œuvre » a été mentionnée par 10 % des entreprises de services, tandis que le facteur « manque d'espace et/ou d'équipement » n'a été déclaré que par 2 % environ de ces entreprises.

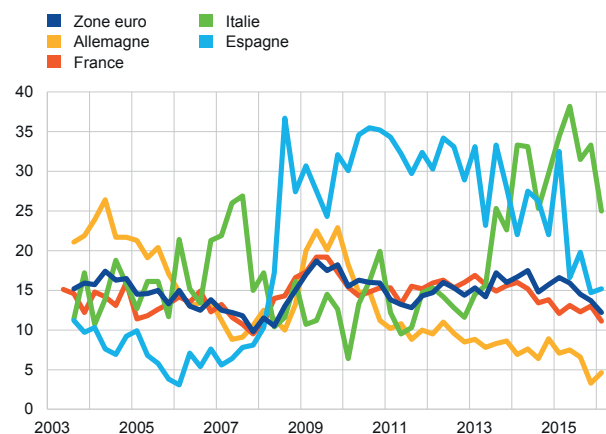
Les facteurs limitant l'activité des services qui sont déclarés pour la zone euro dans son ensemble masquent des différences importantes selon les pays.

Parmi les quatre principaux pays de la zone euro, l'« insuffisance de la demande » joue un rôle très limité en Allemagne, mais un rôle plus important dans les trois autres pays, où la moitié des entreprises de services environ ont fait état de la faiblesse de la demande (cf. graphique D). Les « contraintes financières » ont été plus ou moins absentes en Allemagne en janvier de cette année, tandis qu'un quart des entreprises de services italiennes ont déclaré que les conditions financières continuaient de freiner l'activité (cf. graphique E). Les « contraintes financières » diminuent en Espagne depuis janvier 2015, date à laquelle elles ressortaient à un niveau comparable à celui de l'Italie. En revanche, la « pénurie de main-d'œuvre » a été mentionnée comme un facteur limitant l'activité dans un cinquième des entreprises de services allemandes, tandis que cet indicateur reste faible en Italie et en Espagne (cf. graphique F).

Graphique E

Indicateur de contraintes financières pour les services dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(en pourcentage du total des participants)

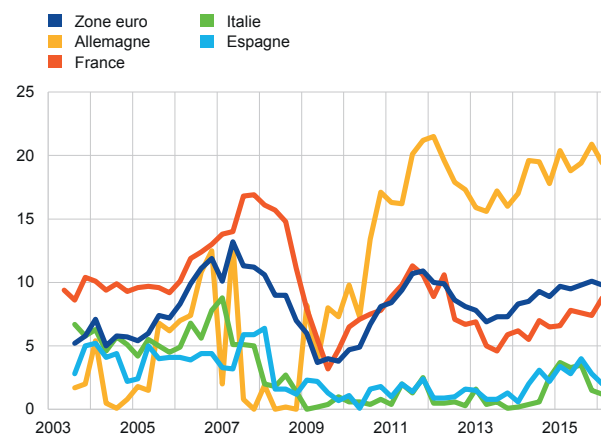


Source : Commission européenne.

Graphique F

Indicateur de pénurie de main-d'œuvre pour les services dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone euro

(en pourcentage du total des participants)

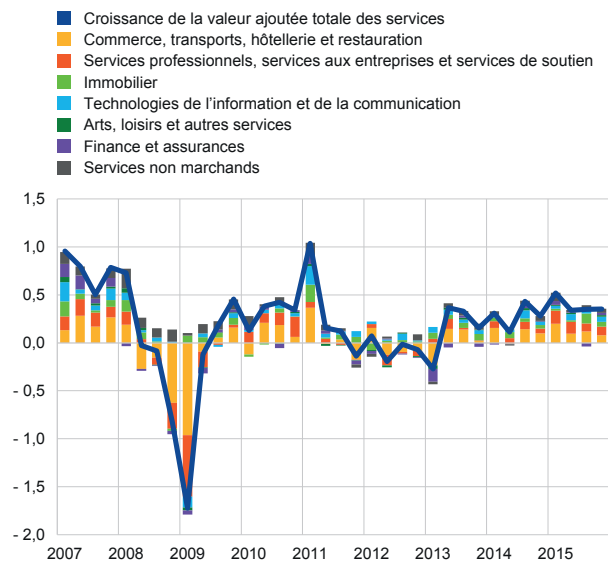


Source : Commission européenne.

Graphique G

Contributions à la croissance de la valeur ajoutée totale des services dans la zone euro

(croissance trimestrielle en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Source : Eurostat.

Il existe également des différences sensibles dans le secteur des services à un niveau plus désagré.

Lors des derniers trimestres, l'absence de facteurs limitant l'activité a été déclarée par près de la moitié des entreprises des secteurs suivants : les activités d'entreposage et les services auxiliaires des transports, les activités immobilières et la programmation informatique, les activités de consultant et les activités annexes. Ce résultat laisse penser que ces secteurs des services marchands en particulier sont à l'origine de la reprise en cours. Un tiers de la croissance de la valeur ajoutée totale des services de la zone euro depuis le premier trimestre 2013 provient effectivement du commerce, des transports, de l'hôtellerie et de la restauration, et près d'un quart provient des services professionnels, des services aux entreprises et des services de soutien (cf. graphique G). Les activités immobilières et les technologies de l'information et de la communication contribuent par une progression à deux chiffres à la croissance de la valeur ajoutée totale des services de la zone euro depuis le premier trimestre 2013. En janvier, les contraintes

financières ont été citées comme étant un problème particulier pour les entreprises de télécommunications (une entreprise sur cinq) et la pénurie de main-d'œuvre pour les entreprises ayant des activités liées à l'emploi (à hauteur de 40 %, niveau le plus élevé depuis le début des déclarations au troisième trimestre 2003, ces activités concernant les entreprises de placement et les agences de travail intérimaire, ainsi que la mise à disposition de ressources humaines).

Dans l'ensemble, l'insuffisance de la demande demeure, de loin, le facteur le plus important limitant l'activité des services au niveau de la zone euro, mais d'autres facteurs jouent un rôle au niveau des pays et des sous-secteurs.

C'est ainsi que, parmi les facteurs limitant l'activité qui sont déclarés assez souvent par les entreprises des services marchands, on trouve les contraintes financières en Italie et la pénurie de main-d'œuvre en Allemagne.

Encadré 5

L'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro

Le présent encadré décrit l'impact de la récente baisse des prix du pétrole sur le solde des comptes des transactions courantes de la zone euro et des différents pays de la zone ¹.

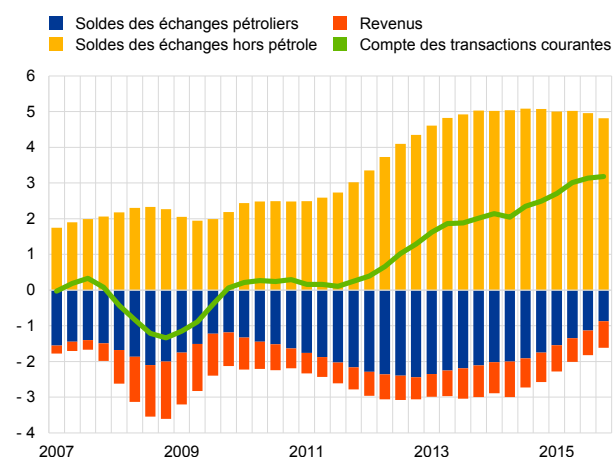
La baisse des prix du pétrole a débuté progressivement en 2012, avant de s'accélérer nettement au second semestre 2014. Entre mi-2014 et fin 2015, le prix du pétrole a diminué de 55 % environ en dollars, et de 45 % en euros. La zone euro étant importatrice nette de pétrole, un recul des prix du pétrole entraîne une amélioration des termes de l'échange. En outre, compte tenu de la relative inélasticité de la demande de pétrole aux prix, une baisse des prix du pétrole s'accompagne en général d'une amélioration du solde des échanges pétroliers et du solde du compte des transactions courantes de la zone euro. Il en va de même pour les différents pays de la zone, qui sont tous importateurs nets de pétrole actuellement ². L'effet direct d'une baisse des prix du pétrole sur le compte

des transactions courantes n'est en général que partiellement contrebalancé par des effets indirects, tels qu'une hausse de la demande d'importations hors pétrole sous l'effet d'un renforcement de l'activité économique domestique et une diminution des exportations de biens et de services de la zone euro vers les pays exportateurs de pétrole.

Graphique A

Ventilation du solde du compte des transactions courantes de la zone euro

(en pourcentage du PIB, moyennes sur quatre trimestres, données brutes)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : La décomposition des exportations et des importations en composantes pétrolières et non pétrolières est établie à partir des statistiques d'Eurostat relatives au commerce extérieur. Les échanges commerciaux hors pétrole recouvrent les services. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

Le solde des échanges pétroliers de la zone euro a connu une amélioration de presque 1 % du PIB depuis mi-2014. Cette évolution explique l'augmentation de l'excédent du compte des transactions courantes, de 2 % du PIB environ à un peu plus de 3 % du PIB (cf. graphique A).

La diminution de la facture pétrolière reflète globalement l'effet mécanique de la baisse observée des prix du pétrole, à volume net d'importations inchangé. Parmi les autres composantes du compte des transactions courantes, le solde cumulé des revenus n'a que légèrement progressé au cours de cette période, tandis que celui des échanges commerciaux hors

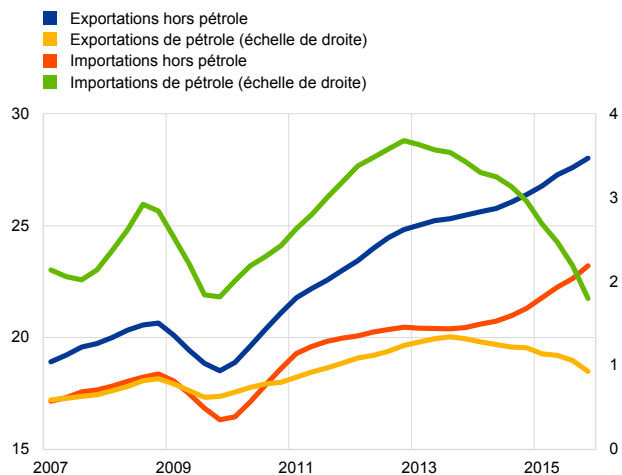
¹ Concernant l'incidence de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation et sur l'activité économique, cf. l'encadré intitulé *La récente baisse des cours du pétrole et les perspectives économiques de la zone euro* du *Bulletin économique*, n° 1, 2015.

² Dans cet encadré, le solde des échanges pétroliers correspond aux échanges nets inscrits à la division 33, intitulée « pétrole, produits dérivés du pétrole et produits connexes », de la Classification type pour le commerce international (CTCI). Certains pays dotés d'une industrie de raffinage du pétrole, comme la Grèce et les Pays-Bas, enregistrent simultanément d'importantes importations et exportations brutes dans cette rubrique.

Graphique B

Ventilation des importations et des exportations de la zone euro

(en pourcentage du PIB, moyennes sur quatre trimestres, données brutes)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : La décomposition des exportations et des importations en composantes pétrolières et non pétrolières est établie à partir des statistiques d'Eurostat relatives au commerce extérieur. Les échanges commerciaux hors pétrole recouvrent les services. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

pétrole a été relativement stable ³. En revanche, les améliorations du compte des transactions courantes constatées au cours des années passées reflètent essentiellement le redressement du solde des échanges commerciaux hors pétrole résultant du rééquilibrage externe de la zone euro. En effet, sur une perspective à plus long terme, l'ajustement du compte des transactions courantes, à hauteur de 4,5 % du PIB environ depuis 2008, s'explique pour l'essentiel par une hausse des exportations de la zone euro sous l'effet d'une augmentation de la demande mondiale et des gains de compétitivité, ainsi que par une contraction des importations durant les phases initiales.

Au cours de l'année passée, les importations hors pétrole de la zone euro se sont redressées, affichant une croissance légèrement plus rapide que les exportations hors pétrole (cf. graphique B).

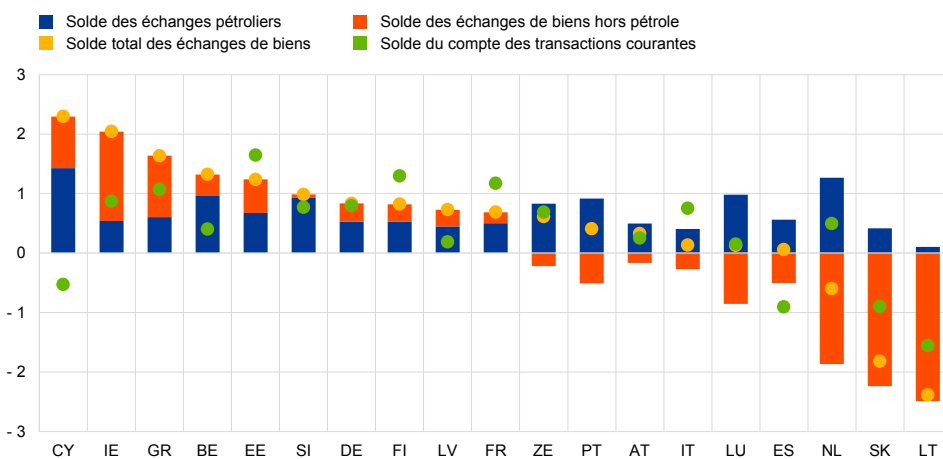
La valeur des importations de biens et de services hors pétrole de la zone euro a été dopée par la reprise en cours de la demande intérieure.

La récente baisse des prix du pétrole s'est également traduite par une amélioration significative du compte des transactions courantes de nombreux pays de la zone euro (cf. graphique C). Entre 2014 et 2015, tous les pays de la zone euro ont enregistré une diminution de leurs déficits au titre des échanges de

Graphique C

Ventilation de la variation du solde des échanges de biens et de la variation du solde du compte des transactions courantes entre 2014 et 2015.

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Le solde des échanges de biens est tiré des statistiques d'Eurostat relatives au commerce extérieur. Pour les pays de la zone euro, la variation mesurée se situe entre la moyenne sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre 2015 et le chiffre annuel pour 2014. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015 pour les pays de la zone euro et au quatrième trimestre 2015 pour la zone euro.

³ Le solde cumulé des revenus recouvre les revenus primaires (principalement les produits financiers nets) et les revenus secondaires (transferts nets).

pétrole, comprise entre 1,4 % du PIB dans le cas de Chypre et 0,1 % du PIB dans celui de la Lituanie. Pour de nombreux pays de la zone euro, l'amélioration du solde net des échanges pétroliers a été le principal facteur à l'origine de l'évolution du compte des transactions courantes observée en 2015. En particulier, l'augmentation de l'excédent du compte des transactions courantes de l'Allemagne au cours de cette période s'explique également pour l'essentiel par la réduction du déficit au titre des échanges de pétrole.

En résumé, la récente baisse des prix du pétrole a entraîné une progression à hauteur de presque 1 % du PIB de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro. La trajectoire induite par les marchés à terme va actuellement dans le sens d'un renchérissement progressif du pétrole au cours des prochaines années ⁴. Si celui-ci se matérialise, les améliorations du compte des transactions courantes de la zone euro liées au pétrole pourraient s'inverser en partie à moyen terme (cf. encadré 2).

⁴ Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2016 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, disponible à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

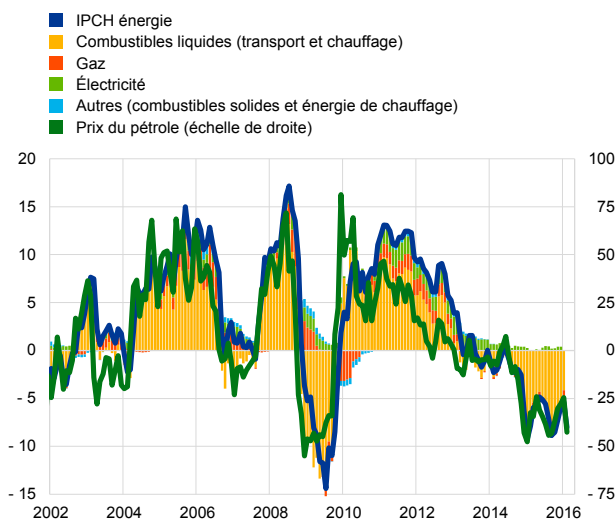
Encadré 6

Cours du pétrole et prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro

L'incidence très négative exercée actuellement par les prix de l'énergie sur la hausse de l'IPCH total reflète principalement les effets des variations des prix du pétrole en euros (cf. graphique A). Toutefois, malgré une grande similitude, il n'y a pas de relation directe stricte entre les évolutions des cours du brut et celles des prix à la consommation de l'énergie. En particulier, la corrélation est variable

Graphique A
Cours du pétrole et composantes énergétiques de l'IPCH

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



Sources : Eurostat, Bloomberg, BRI et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2016 (estimation rapide pour l'IPCH ; aucune ventilation disponible).

en termes d'intensité et de chronologie selon les principales composantes énergétiques ¹. Dans le contexte des fortes baisses récentes des prix du pétrole, le présent encadré analyse quelques facteurs pertinents susceptibles d'influencer la corrélation, en termes de degré d'automatisme, d'ampleur et de chronologie, entre les cours du pétrole et les prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro. Ces facteurs pouvant être différents selon les sous-composantes des prix de l'énergie, ils sont évalués séparément pour les combustibles liquides, le gaz et l'électricité.

Les variations des prix à la consommation des combustibles liquides reflètent une répercussion directe, complète et rapide des prix du pétrole brut.

Cette répercussion peut généralement s'effectuer en quelques semaines ². À très court terme, les coûts et les marges de raffinage et de distribution ont tendance à amortir légèrement les variations des prix du pétrole brut, mais ils évoluent de façon plus stable et indépendante à plus longue échéance. Par exemple,

les coûts et les marges de raffinage et de distribution de l'essence ont légèrement augmenté depuis le second semestre 2015, mais ces évolutions ont été occultées par les très fortes variations des prix du pétrole brut (cf. graphique B). La fiscalité indirecte représente une part significative du prix à la consommation finale des combustibles liquides. Les droits d'accise sont fixés en centimes d'euro par litre et n'ont aucune corrélation avec les cours du pétrole. Les taxes sur la valeur ajoutée

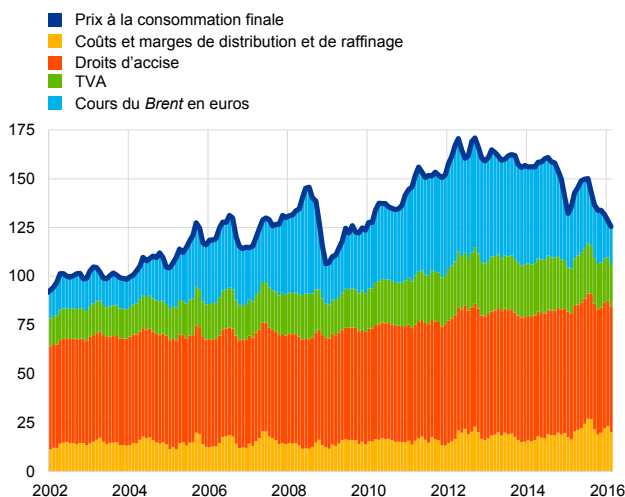
¹ Cf. le rapport 2010 de la BCE sur les questions structurelles consacré aux marchés de l'énergie et à la macroéconomie de la zone euro intitulé *Energy markets and the euro area macroeconomy* (également publié dans la série *ECB Occasional Paper Series*, n° 113), notamment la section 3.2 intitulée *Direct first-round effects*.

² En moyenne dans la zone euro, la répercussion est réalisée à 75 % environ au bout de trois semaines et à plus de 90 % en cinq semaines. Cf. A. Meyler, *The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices*, *Energy Economics*, vol. 31, numéro 6, novembre 2009, p. 867-881.

Graphique B

Ventilation des prix à la consommation de l'essence

(en centimes d'euros par litre)

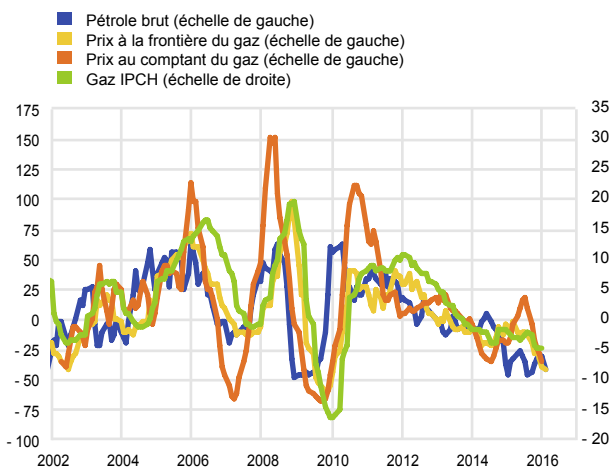


Sources : BRI, Bloomberg, Bulletin pétrolier de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Graphique C

Prix du pétrole brut, prix du gaz sur les marchés de gros et prix à la consommation du gaz

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Bloomberg, BRI, Haver Analytics et calculs de la BCE.

sont perçues en pourcentage du prix, droits d'accise inclus, et sont donc corrélées aux cours du pétrole. Globalement, la baisse des prix à la consommation des combustibles liquides dans la zone euro, qui s'établit à quelque 25 % depuis juillet 2014, reflète la répercussion plus ou moins complète de la forte baisse (plus de 60 %) des cours du pétrole brut exprimés en euros ³.

Les prix à la consommation du gaz sont largement déterminés par les prix du gaz sur les marchés de gros, qui ne sont pas nécessairement corrélés aux cours du pétrole. Traditionnellement en Europe, les prix du gaz sur les marchés de gros, notamment les prix contractuels du gaz à la frontière, étaient liés aux cours du pétrole par des contrats à long terme avec un décalage approximatif de trois à six mois. Toutefois, les marchés au comptant s'étant développés en Europe, ce lien a perdu de son importance, entraînant un affaiblissement de la relation entre les évolutions des prix à la consommation du gaz et les cours du pétrole brut. Sur les marchés de gros du gaz, la part de la tarification liée au pétrole est revenue de 80 % en 2005 à 30 % en 2014 ⁴. Malgré l'affaiblissement de ce lien, les prix du gaz sur le marché de gros ont baissé parallèlement aux cours du pétrole brut ces dernières années (cf. graphique C). Toutefois, cela reflète davantage l'équilibre entre offre et demande de gaz en Europe qu'un lien automatique avec les variations des cours du pétrole ⁵. Les coûts et les marges du réseau et de la distribution de gaz, ainsi que la fiscalité, creusent un écart entre les prix de gros du gaz et ses prix à la consommation, comme pour les prix des combustibles liquides ⁶. Les variations des prix du gaz sur les marchés de gros sont généralement répercutées avec un léger décalage de trois à six mois. Cette répercussion décalée signifie également que les coûts et les marges de

³ La forte proportion de droits d'accise implique que l'élasticité des prix à la consommation aux cours du pétrole (à savoir le pourcentage de variation du prix à la consommation en réponse à un pourcentage donné de variation du prix du pétrole) est relativement faible lorsque les cours du pétrole sont bas, et relativement élevée lorsque les cours sont élevés.

⁴ Cf. l'enquête de l'Union internationale de l'industrie du gaz, *Wholesale Gas Price Survey* - édition 2015. Cf. également le rapport trimestriel de la Commission européenne sur les marchés européens du gaz, *Quarterly Report on European Gas Markets*, volume 8, numéro 3, troisième trimestre 2015.

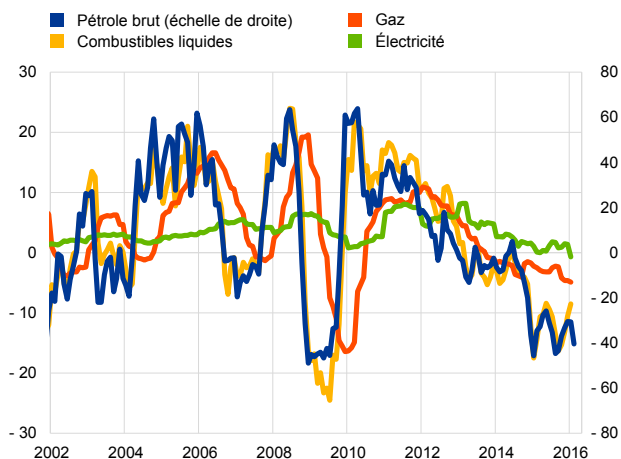
⁵ En raison des coûts de transport du gaz (nécessitant des installations de liquéfaction et de regazéification), les opportunités d'arbitrage international (par exemple avec du gaz extrait aux États-Unis) sont relativement limitées et ne sont avantageuses que si les différences de prix sont très importantes.

⁶ En moyenne, en 2014 et 2015, les prix du gaz sur les marchés de gros ont représenté 40 % des prix à la consommation du gaz, 33 % environ correspondant aux coûts et marges de distribution, et à peine plus de 25 % aux taxes et prélèvements, selon les calculs des services de la BCE à partir des données d'Eurostat et de Haver Analytics.

Graphique D

Prix du pétrole et composantes prix à la consommation de l'énergie

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Bloomberg, BRI et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2016 (pétrole brut) et à janvier 2016 (composantes énergétiques de l'IPCH).

distribution ont d'abord tendance à baisser lorsque les prix de gros augmentent et vice-versa, mais à s'inverser ensuite. Depuis juillet 2014, les prix de gros du gaz dans la zone euro ont diminué de 33 % et les prix à la consommation de 5 % environ ⁷.

Les prix à la consommation de l'électricité ont peu de liens directs avec les variations des cours du pétrole, reflétant le grand nombre de modes de production d'électricité différents. Les principaux modes de production d'électricité dans la zone euro sont l'usage des combustibles fossiles (comme le gaz, le charbon ou le lignite), l'exploitation de sources d'énergie renouvelable (hydrauliques, solaires ou éoliennes), et la fission nucléaire. Le pétrole est rarement utilisé pour produire de l'électricité, cependant, en raison de la corrélation entre gaz et pétrole, il existe une certaine corrélation avec les prix de l'électricité, quoique beaucoup plus faible et avec un plus grand décalage que pour les combustibles liquides et le

gaz (cf. graphique D). En outre, on l'observe principalement dans les pays où le gaz représente une proportion relativement importante de l'électricité produite. En moyenne dans la zone euro en 2014 (année la plus récente de disponibilité des données d'Eurostat), près de 40 % du prix à la consommation de l'électricité correspondait aux coûts de l'énergie et de l'approvisionnement, 25 % environ aux coûts du réseau, et le reste (à peu près 33 %) aux taxes et prélèvements. Depuis juillet 2014, les prix à la consommation de l'électricité dans la zone euro ont augmenté (de 1 % environ), mais ont diminué légèrement en rythme annuel début 2016.

Globalement, la variation actuellement négative des prix à la consommation de l'énergie reflète l'incidence des baisses des prix du pétrole, principalement via les prix à la consommation des combustibles liquides. Les prix à la consommation des combustibles liquides (transport et chauffage), qui représentent environ la moitié de la composante énergie, ont le lien le plus direct, le plus fort et le plus rapide avec les cours du pétrole. Les prix à la consommation du gaz et, surtout, ceux de l'électricité ont tendance à avoir un lien moins direct et plus faible, et leur délai de réaction est plus long. Sur la base des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité, ainsi que des marchés à terme, les prix à la consommation de l'énergie (non seulement les combustibles liquides, mais aussi le gaz) sont susceptibles de continuer d'exercer une incidence négative sur l'inflation en 2016, tandis que les prix à la consommation de l'électricité devraient rester modérés.

⁷ Les prix à la consommation du gaz ont diminué dans tous les pays de la zone euro, mais avec certaines différences quant à l'ampleur, reflétant en partie des modifications réglementaires propres à chaque pays.

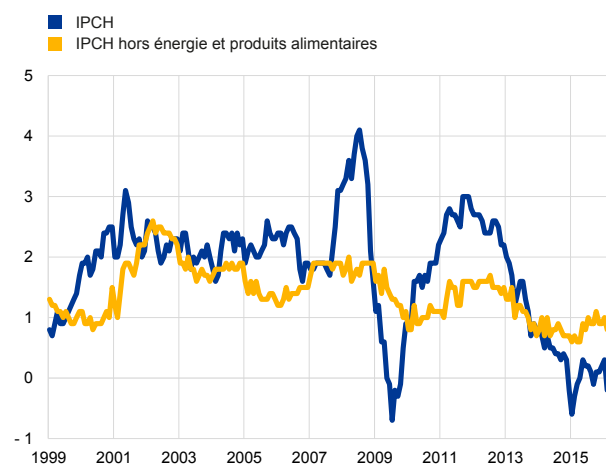
Encadré 7

La relation entre l'IPCH et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

Graphique A

IPCH et IPCH hors énergie et produits alimentaires de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



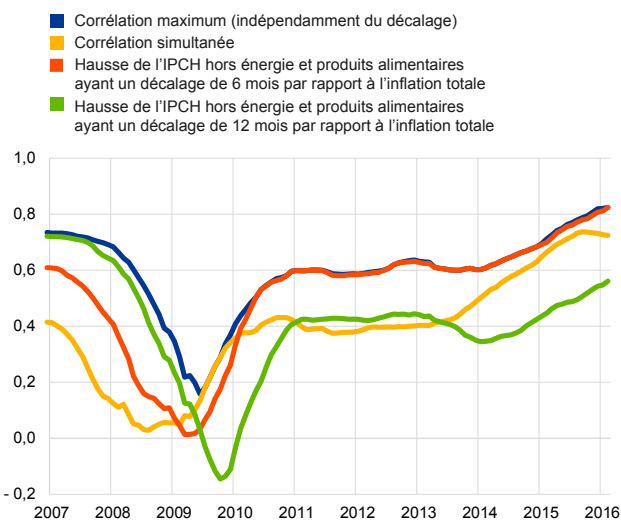
Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2016.

Graphique B

Corrélations et structure du décalage entre l'inflation totale et la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

(coefficient de corrélation)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les corrélations sont calculées sur une période mobile de huit années ; les résultats sont qualitativement comparables lorsqu'on examine d'autres horizons, comme une période mobile de cinq années.

Tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro est très faible ou même négative depuis fin 2014, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a oscillé à des niveaux proches de 1 % sur la même période

(cf. graphique A). L'existence d'une différence importante entre l'inflation totale et la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires n'est pas sans précédent, même si le scénario inverse (caractérisé par une inflation totale plus élevée) a été plus souvent observé dans le passé. L'inflation totale ressortant à un niveau inférieur à la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires depuis 2014, l'intérêt porté à la relation entre ces deux mesures de l'inflation et au rôle de cette deuxième mesure dans l'analyse économique de la stratégie de politique monétaire de la BCE s'est ravivé.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et l'inflation totale évoluent généralement de façon relativement proche, avec un retard de la première sur la deuxième.

Le décalage avec lequel la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est corrélée le plus étroitement avec l'inflation totale s'est réduit depuis la crise financière. À titre d'illustration, le graphique B montre qu'après la crise, la corrélation avec un décalage de six mois (ligne rouge) est devenue plus forte que la corrélation avec un décalage de douze mois (ligne verte). Le fait que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires soit décalée à court terme par rapport à l'inflation totale s'explique essentiellement par les différences de vitesse de transmission des chocs sur les prix des matières premières aux différentes composantes de l'IPCH. Par exemple, un choc pétrolier se transmet presque immédiatement à la composante énergie de l'IPCH, et donc à l'inflation totale, mais se transmet avec un certain retard aux autres composantes de l'IPCH via des effets indirects et, éventuellement, des effets de second tour. La diminution du décalage avec lequel la

corrélation maximum s'est produite ces dernières années peut indiquer une certaine accélération de la transmission, mais peut aussi simplement rendre compte de la simultanéité du calendrier et de la direction des chocs pétroliers et d'autres chocs affectant les composantes hors énergie de l'IPCH.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est un indicateur médiocre des évolutions de l'inflation totale sur des horizons courts, mais elle peut donner davantage d'informations que l'inflation totale elle-même pour les tendances inflationnistes à moyen terme. Cette plus mauvaise performance de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires comme indicateur à court terme s'explique par son retard par rapport à l'inflation totale. Le tableau montre l'erreur type (racine carrée de l'erreur quadratique moyenne) pour les prévisions de l'inflation totale sur des horizons de 3, 6, 12 et 24 mois établie à partir de l'inflation totale et de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Sur les horizons les plus courts, à 3 et 6 mois, l'inflation totale actuelle fournit des prévisions plus exactes que la hausse actuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, tandis que cette dernière permet de mieux prévoir l'inflation totale sur les horizons de 12 et 24 mois. Ce résultat est cohérent avec une situation dans laquelle les chocs ponctuels sur le niveau des prix résultant d'une variation des cours des matières premières affectent le taux d'inflation totale uniquement sur les douze mois suivants, mais pas sur un horizon plus étendu. Ce résultat statistique selon lequel la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a un meilleur pouvoir prédictif pour les tensions inflationnistes à moyen terme découle du fait qu'elle est moins « bruitée » que l'inflation totale, comme le confirment toutes les mesures de la volatilité présentées dans le tableau. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est donc utile pour regarder au-delà des chocs à court terme.

Tableau

Moyenne, volatilité et pouvoir prédictif pour l'inflation totale, janvier 1999 - février 2016

	Moyenne	Volatilité			Pouvoir prédictif pour l'inflation totale sur différents horizons			
	Taux moyen d'inflation	Écart type	Coefficient de variation	Variation absolue moyenne	Erreur type à 3 mois	Erreur type à 6 mois	Erreur type à 12 mois	Erreur type à 24 mois
Inflation totale	1,79	0,95	0,53	0,18	0,50	0,75	1,18	1,36
Hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires	1,43	0,46	0,32	0,11	0,91	0,95	1,02	1,14

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le coefficient de variation correspond à l'écart type divisé par la moyenne. La variation absolue moyenne correspond à la moyenne de la valeur absolue de la première différence mensuelle de chaque mesure de l'inflation. L'erreur type est la racine carrée de l'écart quadratique moyen par rapport au futur taux d'inflation totale à 3, 6, 12 et 24 mois. Les statistiques sont calculées sur la base des taux de croissance annuels.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires n'est pas une mesure « idéale » de l'inflation sous-jacente ¹. Il n'existe pas de définition largement admise de l'inflation sous-jacente, mais en pratique une telle mesure devrait rendre compte des composantes les plus persistantes de l'inflation et donc suivre ses tendances. Cependant, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires peut à tout moment être affecté par des facteurs temporaires qui n'ont pas d'implications pour le moyen terme (par exemple, les effets indirects des variations de prix des matières premières, les variations des prix administrés, la fiscalité indirecte ou les

¹ Pour une analyse plus détaillée de ce sujet, cf. l'encadré intitulé *Les sous-indices de l'IPCH sont-ils des mesures de l'inflation sous-jacente ?* du *Bulletin mensuel* de décembre 2013.

effets de calendrier). En outre, les composantes énergie et produits alimentaires qui sont exclues peuvent elles-mêmes avoir une dynamique plus persistante, en raison par exemple des tendances des prix des matières premières, comme cela a été observé au début des années deux mille. Elles pourraient avoir des implications pour l'inflation à moyen terme et devraient donc être prises en compte par une mesure de l'inflation sous-jacente. La possibilité d'une composante persistante dans les prix des produits alimentaires et de l'énergie se reflète dans le fait que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est un indicateur biaisé de l'inflation totale à moyen terme, sa moyenne à long terme étant inférieure à celle de l'inflation totale. Les prix de l'énergie ont augmenté à un taux annuel moyen légèrement inférieur à 4 % depuis 1999, creusant un écart entre l'inflation totale moyenne et la hausse moyenne de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

La BCE a formulé son objectif de stabilité des prix en termes d'inflation totale en raison essentiellement de sa pertinence pour mesurer le pouvoir d'achat des citoyens. Le maintien du pouvoir d'achat de la monnaie, mesuré par l'indice des prix le plus représentatif, incluant l'énergie et les produits alimentaires (qui représentent environ 30 % du panier de consommation) est ce qui importe pour les consommateurs. De plus, toute mesure de l'inflation qui exclut certains des articles du panier de consommation souffre d'une certaine part d'arbitraire, qui pourrait compromettre la crédibilité de l'objectif de la politique monétaire.

L'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE garantit que l'on n'accorde pas une importance injustifiée aux évolutions de l'inflation à court terme. Le niveau de contrôle très imparfait que les banques centrales peuvent exercer sur toute mesure de l'inflation à court terme est une raison fondamentale pour laquelle la stratégie de politique monétaire de la BCE a été articulée en termes de stabilisation de l'inflation à moyen terme. L'orientation à moyen terme de la politique monétaire permet de regarder au-delà des évolutions transitoires et de se concentrer sur les tendances sous-jacentes de l'inflation. Même si, dans certaines circonstances, la banque centrale peut prolonger la durée de l'horizon à moyen terme sur lequel elle s'est engagée à ramener l'inflation à un niveau conforme à son objectif, cet horizon ne peut pas être étiré au point que les citoyens ne puissent plus vérifier de façon pertinente si l'objectif de la banque centrale a été atteint ou non.

En ligne avec ces considérations, toutes les banques centrales des principales économies industrialisées s'attachent à l'inflation totale lorsqu'elles formulent leurs objectifs de stabilité des prix. Toutefois, de nombreuses banques centrales, dont la BCE, suivent une large gamme de mesures de l'inflation sous-jacente, faisant abstraction de la volatilité à court terme, pour évaluer les tendances inflationnistes. Outre l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la BCE surveille différentes mesures de l'inflation fondées sur l'exclusion et basées sur des modèles, ainsi que les évolutions des anticipations d'inflation à long terme ².

² Cf. l'encadré intitulé *L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?* du *Bulletin économique* de juillet 2015 et l'article intitulé *Les anticipations d'inflation dans la zone euro : examen des évolutions récentes* du *Bulletin mensuel* de février 2011.

Encadré 8

La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015

En 2016, ce sera la cinquième fois que l'outil de surveillance macroéconomique que constitue la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) est appliqué depuis son instauration en novembre 2011. Cette procédure vise à éviter l'émergence de déséquilibres macroéconomiques préjudiciables dans les pays de l'UE et à corriger ceux-ci lorsqu'ils sont excessifs. À la suite de la détection initiale reposant sur une série d'indicateurs qu'elle a menée à l'automne, la Commission européenne réalise un bilan approfondi pour une sélection de pays (dans le cadre des rapports par pays annuels), en vue d'évaluer la gravité de ces éventuels déséquilibres. Si des déséquilibres sont avérés, le Conseil de l'Union européenne adresse des recommandations politiques aux États membres concernés (lesquelles reposent sur les recommandations formulées par la Commission) dans le cadre du volet préventif de la procédure. Toutefois, si les déséquilibres se révèlent excessifs, la procédure concernant les déséquilibres excessifs (PDE) est censée être mise en œuvre, sur recommandation de la Commission ¹. Dans le cadre du volet correctif de la procédure, un plan de mesures correctives doit être présenté, qui explique comment ces déséquilibres excessifs seront abordés. S'ils soumettent à plusieurs reprises des plans insuffisants ou s'ils ne respectent pas des plans qui ont été approuvés, le Conseil peut infliger des sanctions financières aux pays de la zone euro concernés.

Résultats de l'évaluation de la PDM pour 2016 par la Commission européenne

Le 8 mars, la Commission européenne a identifié cinq pays présentant des déséquilibres excessifs (Bulgarie, France, Croatie, Italie et Portugal ; cf. tableau A). Des déséquilibres excessifs avaient déjà été détectés dans ces cinq pays l'année dernière. La Commission a par ailleurs décelé des déséquilibres en Allemagne, en Irlande, en Espagne, aux Pays-Bas, en Slovaquie, en Finlande et en Suède. Pour ces pays, il n'est pas possible de procéder à une comparaison directe avec les évaluations effectuées par la Commission en 2015, étant donné que trois des catégories d'évaluation utilisées l'an passé ont été fusionnées cette année ². Cette nouvelle catégorie recouvre tous les déséquilibres qui ne sont pas

¹ Cf. considérant 22 du règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

² Trois anciennes catégories (« Déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures », « Déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures décisives » et « Déséquilibres nécessitant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives ») ont été fusionnées pour former une seule catégorie : « Déséquilibres ».

Tableau A

Conclusions de la Commission européenne à propos de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016

(1) Pas de déséquilibres		(2) Déséquilibres				(3) Déséquilibres excessifs		(4) Déséquilibres excessifs et application du volet correctif (PDE)	
2015	2016	2015			2016	2015	2016	2015	2016
		(i) Adoption de mesures	(ii) Adoption de mesures décisives	(iii) Surveillance particulière et adoption de mesures décisives	Divers degrés de la surveillance particulière	Surveillance particulière			
CZ	BE*	BE	DE	IE	DE	BG	BG		
DK	CZ	NL	HU	ES	IE	FR**	FR		
EE	DK	RO		SI	ES	HR**	HR**		
LV	EE*	FI			NL	IT	IT		
LT	LV	SE			SI	PT	PT**		
LU	LT	UK			FI				
MT	LU				SE				
AT	HU*								
PL	MT								
SK	AT*								
	PL								
	RO*								
	SK								
	UK*								

Source : Commission européenne.

Notes : En 2015, les déséquilibres affichés par les pays ont été divisés en trois catégories : (1) les déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures, (2) les déséquilibres nécessitant une surveillance et l'adoption de mesures décisives, et (3) les déséquilibres nécessitant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives. En 2016, ces trois catégories ont été fusionnées pour ne plus en former qu'une. La Commission européenne prévoit à présent de soumettre à une surveillance particulière (à des degrés divers) tous les pays présentant des déséquilibres et des déséquilibres excessifs. * Des pays ont fait l'objet d'un bilan approfondi en 2016. Il a été jugé que les autres pays figurant dans cette colonne ne présentaient pas de déséquilibres dès la première phase de la PDM - le rapport sur le mécanisme d'alerte. ** Pour la Croatie et le Portugal, la Commission va tout particulièrement vérifier si leurs programmes nationaux de réforme contiennent des mesures suffisamment ambitieuses. Elle n'invoquera pas le volet correctif que si tel est effectivement le cas. Ce même principe a été appliqué à la France et à la Croatie en 2015.

suffisamment graves pour être qualifiés d'«excessifs». Une autre nouvelle évolution introduite cette année est la décision de la Commission de soumettre tous les pays repris dans cette nouvelle catégorie à une « surveillance particulière ». Ce processus de surveillance, qui n'a été appliqué l'an dernier qu'aux pays présentant de graves déséquilibres, variera cependant d'un pays à l'autre en fonction de la gravité de la situation. En outre, la Commission a clôturé les procédures pendantes à l'encontre de la Belgique, de la Hongrie, de la Roumanie et du Royaume-Uni après avoir conclu que les déséquilibres identifiés l'année passée avaient disparu. Il est également apparu que l'Estonie et l'Autriche, qui devaient elles aussi faire l'objet d'un bilan approfondi cette année, ne présentaient elles non plus pas de déséquilibres. Dès lors, le nombre de pays n'affichant pas de déséquilibres a globalement augmenté depuis l'an dernier. Ce constat semble néanmoins s'expliquer plus par le regain d'attention accordé aux pays présentant de graves déséquilibres que par l'adoption de mesures couronnées de succès, la mise en œuvre de réformes ayant dans l'ensemble été assez limitée (cf. tableau B).

Même si elle a détecté des déséquilibres excessifs dans cinq pays, la Commission européenne ne propose pas d'activer la procédure concernant les déséquilibres excessifs (c'est-à-dire le volet correctif de la procédure). Elle a ainsi une fois de plus décidé de ne pas recourir pleinement à toutes les mesures disponibles. Il a toutefois été demandé aux pays présentant des déséquilibres excessifs de proposer des mesures ambitieuses dans leurs programmes nationaux de réforme (qui doivent avoir été soumis pour avril). Dans les cas de la Croatie et du Portugal, la Commission a expressément fait part de son intention d'examiner ces programmes avec minutie, et, s'ils ne contiennent pas les mesures nécessaires, elle envisagera d'ouvrir des procédures concernant les déficits excessifs à l'encontre de ces deux pays en mai 2016.

Afin de garantir la crédibilité et l'efficacité de la PDM, il est essentiel de vérifier ex post que les autorités nationales mettent effectivement en œuvre les réformes qu'elles se sont engagées à mener. Dans ce contexte, la Commission procède à une évaluation annuelle, dans le cadre de laquelle elle examine dans quelle mesure les pays respectent les recommandations spécifiques qui leur ont été adressées. S'agissant des recommandations par pays formulées en 2015, l'analyse de celles-ci figure dans les rapports par pays que la Commission a publiés le 26 février 2016.

Évaluation de la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015

Dans l'ensemble, les États membres de l'UE n'en ont pas encore fait suffisamment pour mettre en œuvre des réformes à la suite des recommandations par pays (RPP) pour 2015 (cf. tableau B). La Commission estime que la mise en œuvre de l'écrasante majorité des recommandations de réformes (plus de 90 %) n'a enregistré que « certains » progrès ou des progrès « limités », tandis que seules quelques-unes de ces réformes ont été « substantiellement » ou « parfaitement » mises en œuvre. La faiblesse du rythme des réformes contraste fortement avec la conclusion de l'année dernière qu'un nombre croissant de pays présentaient des déficits excessifs. En dépit de leur plus grande vulnérabilité, les cinq pays identifiés l'année dernière comme affichant des déficits excessifs n'ont, en moyenne, pas enregistré des taux de mise en œuvre significativement plus élevés que les États membres moyens de l'UE. Comme il l'a été mentionné ci-dessus, cela est inquiétant dans la mesure où ces pays se sont engagés à mettre en œuvre un agenda de réformes ambitieux en 2015, convainquant ainsi la Commission de ne pas appliquer la PDE. Cette situation jette le doute sur la fiabilité des annonces de réformes ex ante au moment de décider s'il faut ou non appliquer la procédure concernant les déficits excessifs.

Tableau B

Évaluation de la Commission européenne de la mise en œuvre des recommandations 2015 par pays

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
RPP1																											Pas évalué
RPP2																											Parfaitement suivi
RPP3																											Progrès substantiels
RPP4																											Certains progrès
RPP5																											Progrès limités
RPP6																											Aucun progrès
catégorie PDM 2016	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	

Source : Commission européenne.

Notes : « Aucun progrès » signifie que l'État membre n'a ni annoncé ni adopté de mesures visant à mettre en œuvre les RPP. Cette catégorie s'applique également si un État membre a chargé un groupe d'étude d'examiner des mesures potentielles. « Progrès limités » signifie que l'État membre a annoncé des mesures pour mettre en œuvre les RPP, mais que celles-ci paraissent insuffisantes et/ou que leur adoption/mise en œuvre est compromise. « Certains progrès » signifie que l'État membre a annoncé ou adopté des mesures pour mettre en œuvre les RPP. Ces mesures sont prometteuses mais elles n'ont pas toutes été mises en œuvre, et cette mise en œuvre n'est pas acquise dans tous les cas. « Progrès substantiels » signifie que l'État membre a adopté des mesures, dont la plupart ont été mises en œuvre, contribuant dans une large mesure au suivi des RPP. « Parfaitement suivi » signifie que l'État membre a adopté et mis en œuvre des mesures appropriées visant à suivre parfaitement les RPP. « Pas évalué » s'applique à des cas où les RPP concernent en grande partie ou exclusivement le Pacte de stabilité et de croissance, dont le respect sera évalué par la Commission européenne au printemps 2016. Pour les catégories de la PDM pour 2016, cf. tableau A.

En fait, les efforts de réformes se sont même encore relâchés, en dépit d'un nombre moins élevé de recommandations par pays. L'année dernière, la Commission a conclu que la plupart des pays n'avaient fait que « certains » progrès ou des progrès « limités » dans la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2014. Cette année, le nombre de cas où des progrès « substantiels » ont été accomplis ou ceux où les recommandations par pays RPP ont été « parfaitement suivies » a même reculé (4 %, contre 7 % en 2014). Le fait que la Commission ait significativement réduit le nombre de recommandations par pays (en les diminuant d'un tiers, soit de 157 en 2014 à 102 en 2015) pour permettre aux États membres de se centrer sur des priorités essentielles d'intérêts macroéconomique et social rend d'autant plus préoccupante cette nouvelle perte de dynamisme des réformes.

Globalement, les États membres ont mis en œuvre proportionnellement moins de recommandations concernant les politiques des marchés de produits que concernant le marché du travail. Selon l'évaluation de la Commission, environ 70 % des recommandations par pays appelant à des réformes des marchés de produits n'ont enregistré « aucun progrès », ou alors seulement des « progrès limités ». Le taux de mise en œuvre des réformes du marché du travail est significativement plus élevé, puisqu'il atteint environ 50 % des recommandations par pays concernées. Des exemples de recommandations par pays liées aux marchés de produits incluent des appels aux États membres (a) à réduire les barrières empêchant de nouvelles sociétés de s'implanter dans les industries de réseau (énergie, transport, communication, etc.), (b) à ouvrir des professions fermées, et (c) à améliorer leurs cadres réglementaires afin de favoriser la concurrence et, de manière plus générale, d'encourager des conditions favorables aux entreprises. Des améliorations dans tous ces domaines sont primordiales pour gonfler la croissance de la productivité.

Les politiques favorisant les investissements n'ont pas non plus été particulièrement mises en avant. Les réformes susceptibles d'encourager la croissance des investissements en Europe couvrent un large éventail de domaines politiques. Outre les réglementations spécifiques par secteur et la qualité des réglementations (dans le domaine des réformes des marchés de produits), le travail et l'enseignement, la taxation, la recherche et l'innovation, l'administration publique, les cadres d'insolvabilité et l'environnement des affaires en général jouent également un rôle majeur. Étant donné l'importance spécifique que les États membres accordent à cette question ³, ainsi que le plan d'investissement de la Commission sur la relance des investissements, le taux de mise en œuvre de ces réformes aurait pu être plus élevé. Selon la Commission, les États membres n'ont enregistré que « certains » progrès ou des progrès « limités » pour quasiment toutes les recommandations par pays liées aux investissements.

Une utilisation complète et efficace de tous les instruments disponibles dans le cadre de la PDM – y compris le volet correctif – pourrait contribuer à accélérer le rythme des réformes. Le nouveau ralentissement observé dans la mise en œuvre des réformes contraste fortement avec la nécessité de remédier

³ Comme exprimé par exemple dans la première des grandes orientations de politique économique, approuvée par le Conseil les 18/19 juin 2015 et axée sur « l'encouragement des investissements ».

aux vulnérabilités majeures qui subsistent dans de nombreux pays de la zone euro et avec la nécessité d'augmenter la résilience. Les piètres résultats que des pays enregistrent à cet égard suggèrent que les engagements politiques pris par les États membres dans leurs programmes nationaux de réforme et les appels répétés à prendre des mesures décisives de la part de la Commission constituent des mécanismes d'exécution insuffisants. Les outils disponibles dans le cadre du volet correctif pourraient intensifier les efforts de réformes, accroissant ainsi la résistance des pays tout en améliorant le fonctionnement de l'UEM.

Articles

La transmission des chocs de production : le rôle des chaînes de production transfrontières

La mondialisation a entraîné une augmentation rapide du commerce de la zone euro et a facilité le développement de chaînes de production mondiales. Même si ces évolutions favorisent le bien-être en accroissant la division internationale du travail (qui entraîne croissance et productivité), elles posent également certaines difficultés. En fonction de la position de la zone euro et de ses partenaires commerciaux dans ces chaînes, les perturbations économiques provenant d'autres parties du monde peuvent se transmettre à la zone euro de façon si complexe que les statistiques traditionnelles relatives aux échanges ne peuvent en rendre compte. Le présent article décrit les chaînes de valeur mondiales auxquelles participe la zone euro et examine leur rôle dans la transmission des chocs économiques de production. Si l'on tient compte de la destination finale des exportations de la zone euro, on constate que la valeur ajoutée produite dans cette zone (y compris celle qui est de nouveau transformée et réexportée par les grands partenaires commerciaux) est largement absorbée par les économies avancées, notamment les États-Unis. Ainsi la zone euro, qui devrait être affectée de façon relativement forte par les évolutions de la demande aux États-Unis, devrait être moins touchée par les évolutions en Chine, par exemple, pays qui réexporte une partie des exportations de la zone euro.

1 Introduction

Le monde est devenu de plus en plus interconnecté après plusieurs décennies de mondialisation rapide, ce qui a facilité le développement de chaînes internationales de production. Cette évolution a permis aux entreprises de spécialiser leur production selon plusieurs étapes entre différents pays et de profiter d'une intensification de la division internationale du travail. Même si la multiplication des liens au sein de l'économie mondiale constitue une évolution positive (car elle favorise la croissance en réduisant les coûts de production et en transmettant le savoir-faire entre les pays et les régions), elle peut également modifier la façon dont les chocs extérieurs se transmettent à la zone euro.

Les chiffres bruts des échanges comptabilisent partiellement en double les flux commerciaux, car une partie des exportations consiste en produits intermédiaires importés et une partie de la production exportée est ensuite réimportée vers le pays d'origine ¹. Par conséquent, toute analyse fondée sur

¹ Cf. R. Koopman, Z. Wang et S. J. Wei, Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports, *American Economic Review*, Vol. 104, n° 2, 2014, pp. 459-94. et R. C. Johnson et G. Noguera, *Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added*, *Journal of International Economics*, Vol 86, n° 2, 2012, pp. 224-36.

les données commerciales brutes risque de surestimer l'importance de certains partenaires commerciaux et de sous-estimer celle de certains autres. Le présent article utilise des données tirées de la Base de données mondiale des Entrées-Sorties² pour calculer plusieurs mesures des liens commerciaux identifiés par la littérature sur les chaînes de valeur mondiales et sur la valeur ajoutée dans les échanges, et il examine le rôle des chaînes de production mondiales dans la transmission à la zone euro des chocs économiques de production. Afin de simplifier l'analyse, l'accent est mis sur les échanges avec quatre grands partenaires commerciaux de la zone euro, les États-Unis, la Chine, le Royaume-Uni et la Russie, qui sont également intéressants à examiner en raison de leur importance pour différents types de commerce. La section 1 fournit une vue d'ensemble des tendances du commerce de la zone euro, en se concentrant sur la participation de la zone aux chaînes de valeur mondiales et en présentant différentes mesures des échanges utilisées dans l'analyse qui suit. La section 2 étudie l'importance accrue des évolutions extérieures pour la zone euro en suivant sa valeur ajoutée à travers les chaînes de valeur mondiales jusqu'à sa destination finale. La section 3 évalue la façon dont les chocs de production se transmettent en se fondant sur différentes mesures des échanges et la section 4 apporte quelques éléments de conclusion.

2 Caractéristiques du commerce et de la participation de la zone euro aux chaînes de valeur mondiales

Au cours des décennies écoulées, le commerce mondial a été favorisé par les évolutions technologiques et politiques, le commerce intra-zone euro bénéficiant de la création de l'Union économique et monétaire. Le commerce mondial a considérablement progressé ces dernières décennies en raison des avancées technologiques, qui ont diminué les coûts de transport et de communication. En outre, les politiques économiques de nombreux pays ont été généralement orientées vers la suppression des barrières commerciales et la conclusion d'accords commerciaux. De grands pays relativement fermés auparavant comme la Chine ont ouvert leurs économies et sont devenus des acteurs importants du commerce international. La poursuite de l'intégration de l'Union européenne, avec la mise en place de l'Union économique et monétaire en 1999, a renforcé le marché intérieur pour les exportateurs de la zone euro et a facilité les transactions transfrontières.

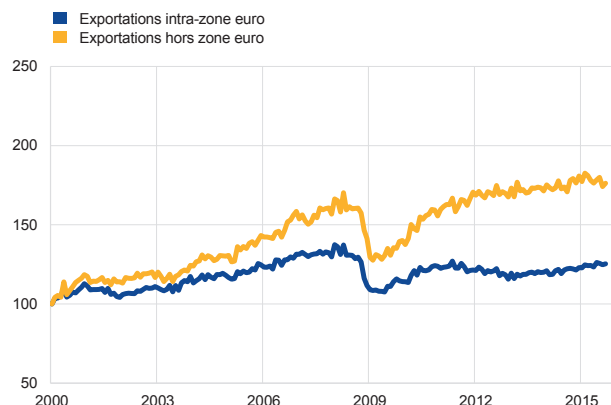
Les échanges au sein de la zone euro et le commerce extérieur de la zone se sont tous deux développés, ce qui a rendu cette zone de plus en plus dépendante des évolutions économiques à l'étranger. Entre 2000 et fin 2015, les exportations de biens intra-zone euro ont augmenté de 25 % environ, tandis que les exportations de biens hors de la zone euro ont progressé de près de 75 % (cf. graphique 1). Au cours de cette période, la zone euro est également devenue de plus en plus dépendante des évolutions économiques à l'étranger, ce qui reflète

² La Base de données mondiale des Entrées-Sorties est le résultat d'un projet financé par la Commission européenne et mené à bien par un grand nombre d'instituts de recherche. Pour des informations plus détaillées sur cette base de données, cf. M. P. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer et G. J. de Vries, *An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production*, *Review of International Economics*, Vol 23, 2015, pp. 575-605.

Graphique 1

Exportations de biens de la zone euro

(indice : janvier 2000 = 100)

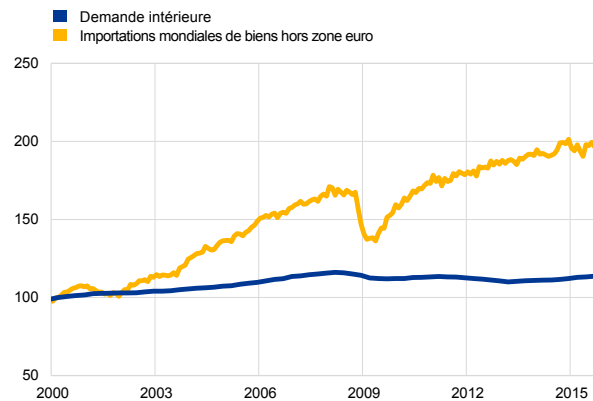


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les exportations sont en volume.

Graphique 2

Importations mondiales et demande intérieure de la zone euro

(indice : 1^{er} trimestre 2000 = 100)



Sources : Eurostat, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique et calculs de la BCE.
Note : La demande intérieure comprend l'investissement total, la consommation privée et la consommation publique.

une croissance plus forte des importations mondiales de biens que de la demande intérieure de la zone euro (cf. graphique 2).

Les progrès technologiques et les accords commerciaux ont également stimulé le développement de chaînes internationales de production.

La transformation des chaînes de valeur mondiales en moyen important d'organiser la production constitue une des principales caractéristiques de la mondialisation³. Tandis que la production mondiale a toujours fait partie du commerce international, l'intégration rapide des entreprises dans les chaînes de valeur mondiales observée ces dernières décennies est un phénomène entièrement nouveau. Auparavant, le commerce mondial impliquait en général simplement la localisation dans deux endroits distincts de la production et de la consommation du produit final. Dans les chaînes de valeur mondiales, les différentes parties d'un processus de production peuvent également être réparties entre différentes régions du monde, permettant ainsi de bénéficier des avantages liés à une spécialisation plus grande des tâches.

Dans la plupart des pays de la zone euro, la participation à la chaîne de valeur mondiale augmente depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

Cette évolution reflète essentiellement la spécialisation verticale croissante des pays de la zone euro, c'est-à-dire la hausse du contenu en importations de leurs exportations (cf. encadré 1). Tandis que la participation des pays de la zone euro aux chaînes de valeur mondiales a généralement augmenté, les exportations des plus grands pays de cette zone contiennent souvent moins de valeur ajoutée étrangère. Cela s'explique en partie par la dimension de leurs marchés intérieurs, qui leur permet de produire davantage de produits intermédiaires en interne⁴.

³ Cf. par exemple J. Amador et S. Cabral, *Global value chains: surveying drivers and measures*, Working Paper Series, n° 1739, BCE, 2014, ou D. K. Elms et P. Low (eds.), *Global value chains in a changing world*, Organisation mondiale du commerce, Genève, 2013.

⁴ Il est important de noter que plusieurs facteurs expliquent l'ampleur de la participation d'un pays aux chaînes de valeur mondiales. Outre la taille du marché, ces facteurs comprennent le niveau de développement économique du pays, sa structure industrielle, ses politiques commerciales et la qualité de son infrastructure.

Encadré 1

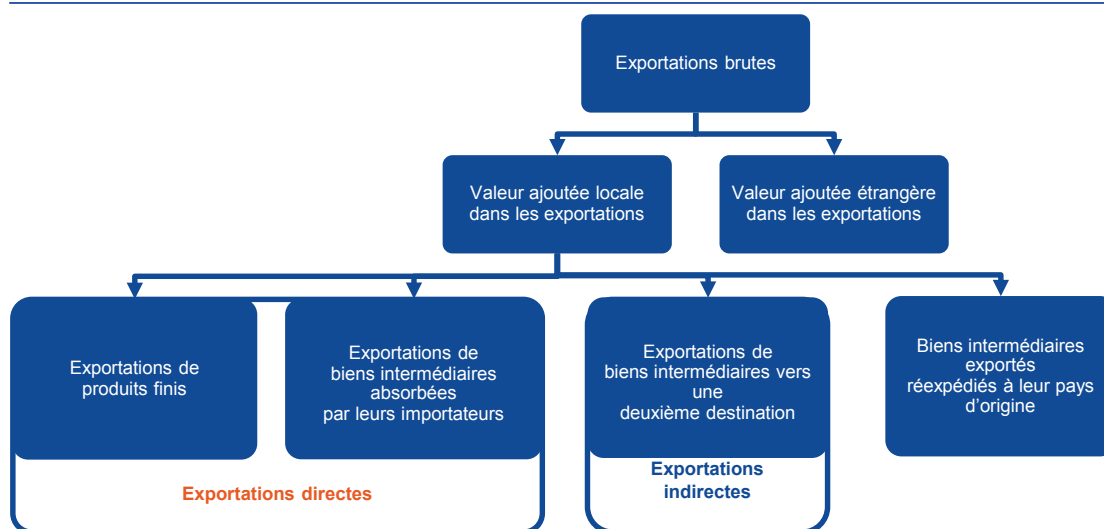
Différentes mesures du commerce bilatéral

Le présent encadré examine différentes mesures du commerce bilatéral qui peuvent donner des relations commerciales une vision plus claire que celle offerte par les seuls chiffres des exportations brutes. Il ressort de la littérature relative aux chaînes de valeur mondiales et à la valeur ajoutée dans le commerce que la compilation des données relatives aux échanges bruts entraîne un double comptage partiel des flux commerciaux. Les exportations se composent en partie de valeur ajoutée étrangère importée et de valeur ajoutée locale qui est ensuite réimportée dans le pays d'origine ou de nouveau exportée par un partenaire commercial. L'existence de ces composantes fait que les chiffres des exportations brutes surestiment les implications des liens commerciaux bilatéraux et ne rendent pas nécessairement compte de l'importance des exportations finales vers un pays effectuées pour un autre pays. Des efforts ont été récemment accomplis pour construire un cadre permettant de décomposer les exportations brutes en composantes de la valeur ajoutée, notamment par Koopman et al. (cf. note de bas de page 1).

Le graphique A illustre de manière simplifiée les exportations brutes et leur décomposition, à partir de Koopman et al. Dans le graphique A les exportations brutes sont scindées en valeur ajoutée locale et en valeur ajoutée étrangère, laquelle correspond à peu près au contenu en importation des exportations et reflète la façon dont un pays utilise les productions étrangères dans ses exportations. La valeur ajoutée locale des exportations représente la contribution aux exportations des facteurs de production nationaux que sont le travail (rémunération des salariés) et le capital (excédent brut d'exploitation). Elle se compose a) des exportations directes, c'est-à-dire des exportations de produits finis et de biens intermédiaires qui sont consommées dans le pays de destination ; b) des exportations indirectes, c'est-à-dire de la valeur ajoutée qui est exportée vers une destination (où un supplément de valeur est ajouté) et acheminée ensuite vers une deuxième destination (finale) ; et c) de la valeur ajoutée qui est ensuite réexpédiée au pays d'origine sous forme d'importations.

Graphique A

Schéma des exportations brutes décomposées en fonction de la valeur ajoutée



Source : À partir de Koopman, Wang et Wei, *Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports* (cf. note de bas de page 1).

À partir de cette décomposition, il est possible de construire des indicateurs de participation aux chaînes de valeur mondiales et de mettre en évidence différents types d'échanges commerciaux. Par exemple, les exportations directes et indirectes reflètent les différentes relations entre deux économies. Les exportations directes rendent compte de l'importance immédiate d'un partenaire commercial pour un autre, l'ensemble des produits finis et intermédiaires qui sont exportés étant absorbés et donc directement liés à la demande intérieure du pays importateur. Les exportations indirectes, quant à elles, ne sont pas directement reliées à l'économie intérieure du pays importateur mais à la demande finale d'un autre pays. Les deux concepts permettent ainsi d'appréhender la diversité des liens commerciaux, selon le rôle du pays partenaire dans la chaîne de valeur mondiale (importateur direct ou ré-exportateur)

Les concepts du graphique A sont importants pour mieux comprendre les liens commerciaux, mais les données correspondantes sont rarement disponibles via des sources traditionnelles et ces différents concepts nécessitent souvent la construction de grandes quantités de données. Pour remédier à ce problème, plusieurs initiatives de recherche ont été consacrées à la construction de tableaux mondiaux d'entrées-sorties ⁵. Dans le présent article, les concepts du graphique A sont déterminés à partir de tableaux mondiaux d'entrées-sorties accessibles au public ⁶.

Les tableaux nationaux des entrées-sorties montrent les transactions entre secteurs dans une économie, tandis que les tableaux mondiaux des entrées-sorties relient les tableaux nationaux au moyen des flux d'échanges internationaux. Grâce aux tableaux nationaux des entrées-sorties, il est possible d'évaluer l'importance d'un secteur intervenant comme fournisseur pour la production finale d'un autre secteur. En s'appuyant sur les tableaux nationaux des entrées-sorties, les tableaux mondiaux des entrées-sorties relient entre eux les pays et les secteurs au moyen des flux d'échanges internationaux, permettant ainsi de mesurer l'importance du secteur d'un pays dans l'approvisionnement du secteur d'un autre pays. Les tableaux couvrent 40 pays et 35 secteurs de 1995 à 2011 et quelque 85 % du PIB mondial, ce qui en fait un outil indispensable pour l'analyse du commerce bilatéral.

La valeur ajoutée étrangère dans les exportations et les exportations indirectes ont gagné en importance pour la plupart des grandes économies de la zone euro. L'évolution des composantes des exportations brutes illustrées au graphique A est présentée dans le graphique B, où elles sont calculées à l'aide des tableaux mondiaux des entrées-sorties jusqu'en 2011. Depuis 1995 la valeur ajoutée étrangère a progressé en proportion des exportations brutes dans les quatre principaux pays de la zone euro, reflétant la spécialisation verticale croissante des exportateurs de la zone euro vis-à-vis des autres pays de la zone euro et des pays hors zone euro ⁷. La part des exportations directes a diminué au fil du temps. Les exportations indirectes ont augmenté dans les années deux mille en proportion des exportations, même si elles ont été légèrement moins élevées en 2011 pour les principaux pays de la zone euro. Les exportations de biens intermédiaires faisant l'objet d'une réexpédition à la zone euro, qui

⁵ Par exemple, la base de données mondiale des Entrées-Sorties (World Input-Output Database - WIOD), la base de données OMC-OCDE sur le commerce en valeur ajoutée ou la base de données du Global Trade Analysis Project (GTAP).

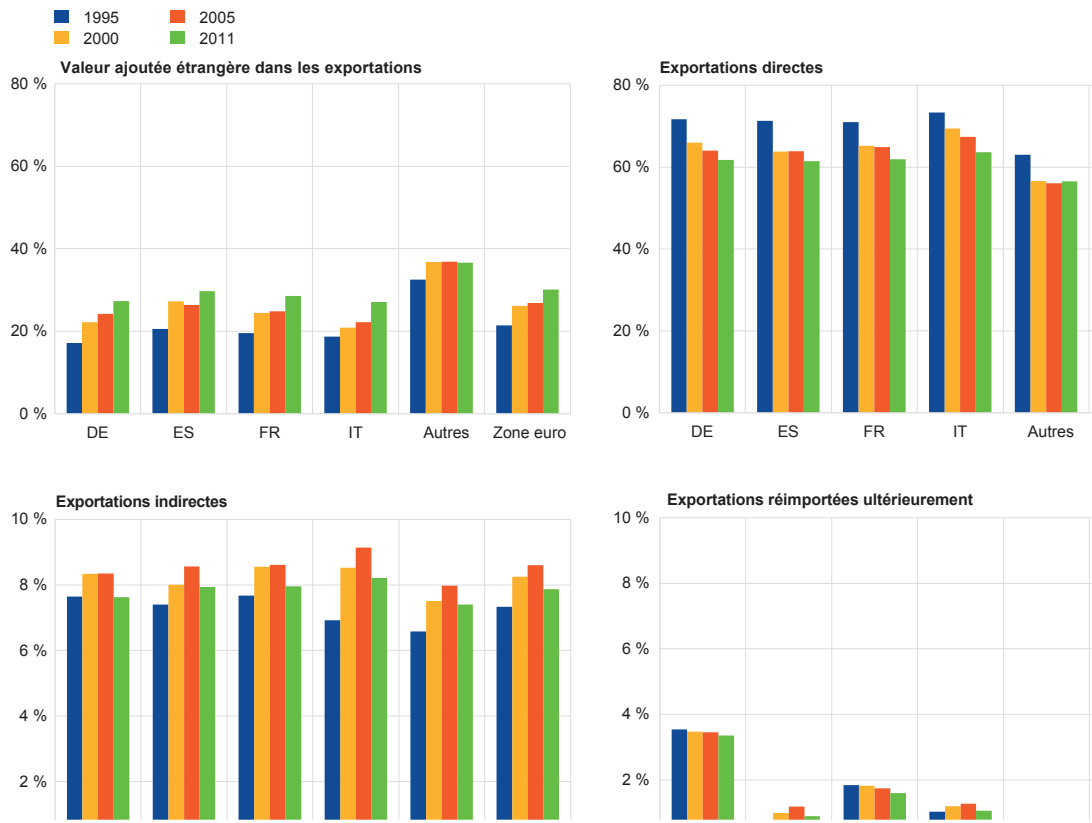
⁶ Cf. www.wiod.org.

⁷ Cf. par exemple J. Amador, R. Cappariello et R. Stehrer, *Global value chains: a view from the euro area, Working Paper Series*, n° 1761, BCE, 2015.

Graphique B

Décomposition des exportations brutes de la zone euro en fonction des composantes de la valeur ajoutée

(en pourcentage des exportations brutes)



Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et R. Stehrer, *Accounting Relations in Bilateral Value Added Trade*, wiiw Working Paper, n° 101, Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw), mai 2013.

Note : Les flux commerciaux intra-zone euro figurent dans le graphique.

Dernières données disponibles : 2011.

représentent une part relativement faible des exportations brutes dans la plupart des pays (à l'exception notable de l'Allemagne), ont diminué depuis 1995 en Allemagne et en France, tandis qu'elles ont progressé en Espagne et en Italie jusqu'en 2005 avant de fléchir de nouveau jusqu'en 2011.

3

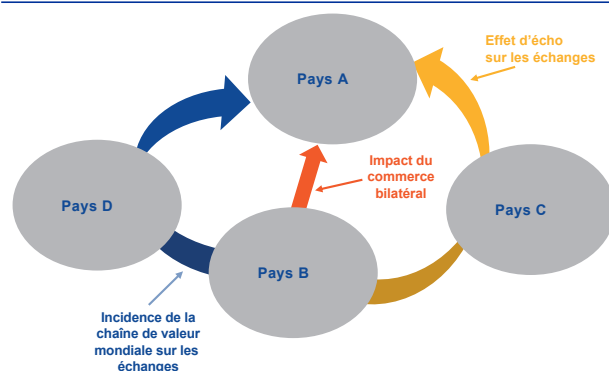
Relations commerciales directes et échanges par le biais des chaînes de valeur mondiales : comment retracer la valeur ajoutée de la zone euro ?

La participation aux chaînes de valeur mondiales affecte la façon dont les chocs de production sont transmis à la zone euro. Puisque, dans les chaînes de production mondiales, les signaux transfrontières concernant l'offre et la demande peuvent être transmis plus rapidement, l'ensemble du système de production risque d'être plus sensible à la transmission de chocs extérieurs, qui peuvent en outre

être amplifiés lors de leur passage dans le système. Un choc d'offre se propage normalement en aval du réseau de production, tandis qu'un choc de demande se transmet vers l'amont de la chaîne d'approvisionnement⁸. Si un secteur fournisseur de produits intermédiaires subit un choc d'offre (en cas de destruction d'une usine de production par une catastrophe naturelle, par exemple), les industries en aval en sont affectées, puisqu'elles dépendent des produits de ce premier secteur : c'est ce qui s'est passé après le tsunami qui a touché le Japon en 2011⁹. La façon dont l'effet se propage le long de la chaîne d'approvisionnement dépend en partie de la substituabilité des produits pour les entreprises acheteuses. Dans le cas d'un choc de demande, l'amplification de l'effet remontant le long de la chaîne d'approvisionnement peut s'expliquer par un effet « coup de fouet » (*Bullwhip effect*), qui incite les différentes entreprises à ajuster leurs stocks aux nouveaux niveaux attendus de la demande¹⁰. Même si la longueur de la chaîne de valeur a de l'importance pour l'amplification d'un choc, nous nous attachons ici à la position sur une chaîne mondiale de valeur. La zone euro est-elle plus vulnérable ou plus résistante aux chocs de production affectant un partenaire commercial ? La réponse dépend de son rôle dans les chaînes de valeur mondiales et du type de choc frappant l'économie.

Graphique 3

Une illustration de la transmission des chocs de demande par les échanges commerciaux



Source : BCE.

Note : Ce graphique illustre un choc de demande ayant pour origine le pays B et son impact, par les différents canaux d'échanges, sur le pays A.

Les chocs de demande extérieure sont transmis par différents canaux d'échanges en fonction de la nature des liens commerciaux. Le graphique 3 illustre ce processus en utilisant un exemple pour quatre pays et, dans un souci de simplification, n'examine que les effets partiels et de premier tour d'un choc de demande sur le commerce; les effets possibles sur l'équilibre général ne sont pas étudiés. Dans cet exemple stylisé, les pays A et C exportent directement vers B et le pays A exporte directement vers C. Le pays A exporte également de façon indirecte vers B via le pays D.

L'impact sur le pays A d'un choc de demande dans le pays B serait transmis par plusieurs canaux. Premièrement, l'impact du commerce bilatéral se traduirait par un changement de la demande

d'exportations du pays A vers le pays B (flèche orange). Deuxièmement, le pays A serait impacté par un effet d'« écho » (flèche jaune) provenant d'une variation de ses exportations vers le pays C, la demande de celui-ci pour les exportations du pays A ayant changé à la suite du choc dans le pays B¹¹. Troisièmement, le pays

⁸ Cf. D. Acemoglu, U. Akcigit et W. Kerr, *Networks and the Macroeconomy : An Empirical Exploration*, NBER Working Paper Series, n° 21344, 2015.

⁹ Cf., par exemple, *Interconnected Economies : Benefiting from Global Value Chains*, OCDE, 2013.

¹⁰ En résumé, le « coup de fouet » se produit lorsqu'un choc de demande finale entraîne de fortes variations de la demande de pièces et composants et incite les entreprises à ajuster leurs stocks aux nouveaux niveaux attendus de la demande tout au long de la chaîne d'approvisionnement. Pour des données empiriques de cet effet, cf., par exemple, G. Alessandria, J. P. Kaboski et V. Midrigan, *US Trade and Inventory Dynamics*, *American Economic Review*, Vol. 101(3), ou C. Altomonte, F. Di Mauro, G. Ottaviano, A. Rungi et V. Vicard, *Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect?*, Working Paper Series, n° 1412, BCE, 2012.

¹¹ Un « effet d'écho » est l'effet de contagion sur le pays touché par le biais d'autres partenaires commerciaux également affectés par le choc. Cf. S. Dées et I. Vansteenkiste, *The transmission of US cyclical developments to the rest of the world*, Working Paper Series, n° 798, BCE, 2007.

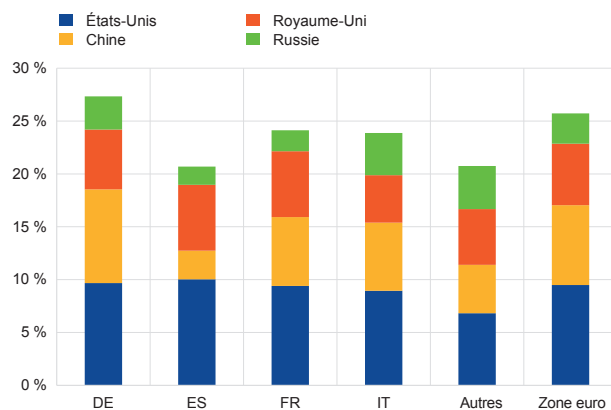
A serait encore affecté (flèche bleue) par le choc dans le pays B par le biais de sa participation aux chaînes de valeur mondiales avec le pays D, qui transforme de la valeur ajoutée du pays A et l'exporte ensuite vers B. Cet exemple montre qu'il est nécessaire d'étudier un certain nombre de liens commerciaux pour évaluer l'incidence possible d'un choc de demande extérieure sur l'activité de la zone euro. Les paragraphes suivants décrivent de façon plus détaillée les liens commerciaux de la zone euro, en précisant la nature des échanges et en identifiant certains de ses partenaires commerciaux les plus importants ¹². Par ailleurs, la valeur ajoutée de la zone euro est suivie par le biais des exportations de ses principaux partenaires commerciaux jusqu'à sa destination finale.

La zone euro effectue de nombreuses exportations directes vers les États-Unis, tandis que la Chine et le Royaume-Uni sont davantage concernés par les exportations indirectes réexportées vers d'autres destinations. Les graphiques 4 et 5 comparent les exportations de la zone euro vers quatre grands partenaires commerciaux (les États-Unis, la Chine, le Royaume-Uni et la Russie) en se fondant sur leurs parts respectives dans les exportations directes et dans les exportations indirectes. Les États-Unis sont la destination la plus importante pour les exportations directes, tandis que la Chine et le Royaume-Uni représentent une part plus grande des exportations indirectes. Cela laisse penser que la zone euro est liée de façon relativement étroite aux évolutions intérieures des États-Unis, tandis que la Chine et le Royaume-Uni agissent davantage comme des intermédiaires pour les exportations de la zone euro destinées à d'autres pays. En ce qui concerne la Russie, les exportations directes sont plus importantes que les exportations indirectes.

Graphique 4

Exportations directes de la zone euro

(en pourcentage des exportations directes)

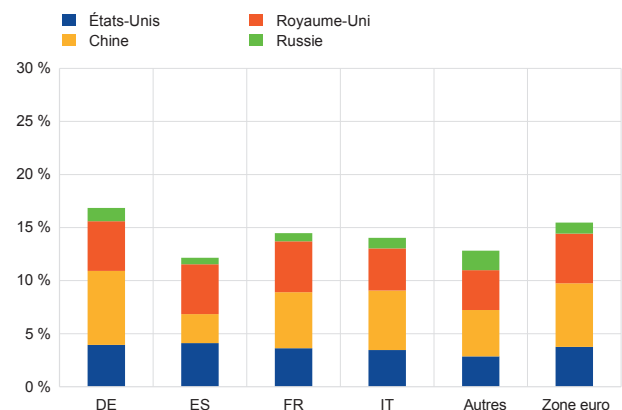


Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et calculs de la BCE.
Note : « Autres » est une moyenne des parts des autres pays de la zone euro.
Dernières données disponibles : 2011.

Graphique 5

Exportations indirectes de la zone euro

(en pourcentage des exportations indirectes)



Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et calculs de la BCE.
Note : « Autres » est une moyenne des parts des autres pays de la zone euro.
Dernières données disponibles : 2011.

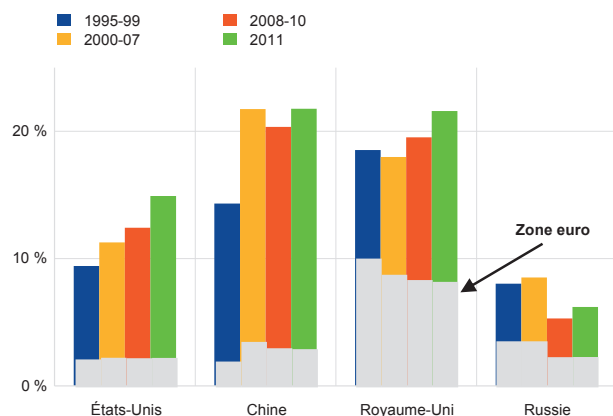
Plus d'un cinquième des exportations brutes de la Chine et du Royaume-Uni provient de l'extérieur. Le contenu en importations des exportations de la Chine a augmenté, passant de 14 % en moyenne dans la seconde moitié des

¹² Les quatre partenaires commerciaux (les États-Unis, le Royaume-Uni, la Chine et la Russie) sont parmi les plus importants pour la zone euro et sont également pertinents pour différents types de commerce (c'est-à-dire les exportations de produits finaux, les exportations de produits intermédiaires qui sont réexportés vers d'autres destinations ou les exportations qui sont transformées puis renvoyées vers la zone euro).

Graphique 6

Valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations d'importants partenaires commerciaux de la zone euro

(en pourcentage des exportations totales brutes)



Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et calculs de la BCE.
Note : Les barres grises se réfèrent aux parts respectives de la valeur ajoutée étrangère provenant de la zone euro. Dernières données disponibles : 2011.

années quatre-vingt-dix à 22 % au cours de la période précédant la récession de 2008-2009 (cf. graphique 6). Après avoir légèrement diminué lors des années de crise, la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations s'est redressée en 2011. Pour le Royaume-Uni comme pour les États-Unis, le contenu en importations des exportations a augmenté durant les années de crise ainsi qu'en 2011 par rapport à la période précédant la crise. En revanche, en Russie, la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations a diminué tout au long des années deux mille, pour ressortir à 6 % en 2011.

La valeur ajoutée provenant de la zone euro représente une part relativement importante des exportations brutes du Royaume-Uni, mais une part plus faible pour la Chine, la Russie et les États-Unis. Une part relativement importante des exportations du Royaume-Uni provient de la zone euro (cf. les barres grises du graphique 6). Cependant,

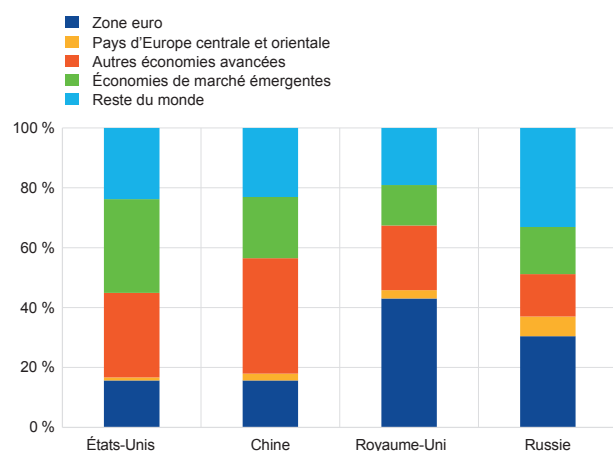
cette part s'est réduite au fil du temps et ne suit pas la tendance générale à l'augmentation de la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations. En revanche, en Chine, la valeur ajoutée de la zone euro a augmenté au cours de la période précédant la crise par rapport au milieu des années quatre-vingt-dix et a été globalement stable lors de la période d'après crise, à 3 % environ des exportations brutes. Aux États-Unis, la part de la valeur ajoutée de la zone euro contenue dans les exportations a été stable, à 2 % environ, sur toute la période couverte par les tableaux mondiaux des entrées-sorties. Pour la Russie, cette part a baissé, revenant

de près de 4 % dans les années quatre-vingt-dix et au cours de la période précédant la crise à 2 % par la suite.

Graphique 7

Destination finale de la valeur ajoutée provenant de la zone euro et réexportée ensuite par d'importants partenaires commerciaux

(en pourcentage de la valeur ajoutée étrangère totale dans les exportations)



Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et calculs de la BCE.
Note : Le « reste du monde » est un regroupement de l'ensemble des pays non explicitement identifiés dans les Tableaux mondiaux des entrées-sorties. Dernières données disponibles : 2011.

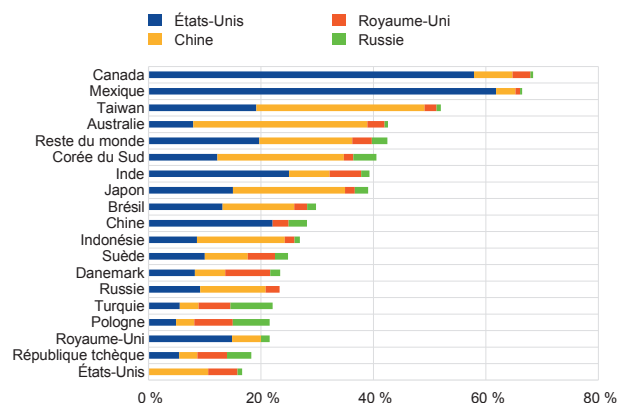
Pour bien rendre compte de l'ensemble des liens commerciaux de la zone euro, il est nécessaire de considérer également la destination finale de ses exportations indirectes via ses grands partenaires commerciaux. S'agissant de la Chine,

qui est un intermédiaire relativement important pour ces exportations, la plus grande part de la valeur ajoutée provenant de la zone euro est destinée à d'autres économies avancées (cf. les barres orange du graphique 7) comme les États-Unis et le Japon. En ce qui concerne le Royaume-Uni, 43 % environ de la valeur ajoutée provenant de la zone euro sont réexportés vers cette zone pour utilisation finale (barres bleu foncé du graphique 7) et dépendent donc de la demande intérieure de la zone euro. Par ailleurs, 22 % sont exportés vers d'autres économies avancées, dont les États-Unis représentent l'essentiel. Les destinations

Graphique 8

L'importance des grands partenaires commerciaux de la zone euro pour les pays n'appartenant pas à cette zone

(en pourcentage des exportations directes)



Sources : Tableaux mondiaux des entrées-sorties et calculs de la BCE.

Notes : Les pourcentages indiquent la part du total des exportations directes du pays concerné vers les États-Unis, le Royaume-Uni, la Chine et la Russie, qui sont de grands partenaires commerciaux de la zone euro. Le « reste du monde » est un regroupement de l'ensemble des pays non explicitement identifiés dans les Tableaux mondiaux des entrées-sorties.

Dernières données disponibles : 2011.

finales de la valeur ajoutée de la zone euro réexportée par les États-Unis se répartissent de façon relativement égale entre les économies avancées et les économies de marché émergentes du continent américain (telles que le Canada, le Mexique et le Brésil). En Russie, la valeur ajoutée provenant de la zone euro est essentiellement réexportée vers la zone euro ou vers le « reste du monde » (barres bleu foncé et bleu clair, respectivement, du graphique 7), une part plus réduite étant réexportée vers les autres économies avancées et vers les économies de marché émergentes.

Pour la zone euro, l'impact commercial d'une perturbation de la demande aux États-Unis serait probablement considérable à la fois par le biais des effets du commerce bilatéral et des effets d'écho, tandis que celui d'un choc similaire en Chine serait moindre. La demande provenant des États-Unis joue un rôle déterminant pour les exportations directes de nombreux pays (cf. graphique 8). Un grand nombre de ces économies (la Chine, le Royaume-Uni et le « reste

du monde ») sont également des destinations importantes pour les exportations directes de la zone euro. Par conséquent, l'impact commercial sur la zone euro d'une perturbation de la demande aux États-Unis serait considérable par le biais à la fois des effets du commerce bilatéral et des effets d'écho. De plus, la demande finale pour les exportations indirectes de la zone euro via d'autres pays serait également affectée. D'autre part, les perturbations de la demande en Chine exerceraient un impact plus faible sur l'activité de la zone euro, la Chine étant une destination importante pour les exportations indirectes de la zone euro. Une grande partie de ces exportations est ensuite réexportée vers les États-Unis et se trouve donc affectée par les évolutions de la demande dans ce pays. D'autres pays d'Asie (et l'Australie) effectuent des exportations directes importantes vers la Chine, mais ils ne représentent qu'une faible part des exportations directes de la zone euro.

4

La mesure des chaînes de valeur mondiales : les implications pour la transmission des chocs de production

La prise en compte de la destination finale des exportations de la zone euro fournit un tableau plus détaillé de la transmission mondiale des chocs.

En tenant compte des différents types de liens commerciaux et en identifiant la destination finale des exportations de la zone euro, il est possible d'évaluer et de quantifier chacun des différents canaux commerciaux et leur rôle potentiel dans la transmission des chocs (comme le montre le graphique 3).

L'utilisation des élasticités commerciales et des différentes mesures des échanges permet de rendre compte des relations entre les pays via l'impact du commerce bilatéral, de l'impact via les chaînes de valeur mondiales et

des effets d'écho via les autres partenaires commerciaux. Dans l'encadré 2, l'impact total sur les échanges d'un choc de production (non identifié) provenant d'un des plus grands partenaires commerciaux est d'abord quantifié en utilisant les flux commerciaux bruts traditionnels. Ensuite, seuls les canaux importants sont étudiés, c'est-à-dire l'incidence du commerce bilatéral, l'impact par le biais des chaînes de valeur mondiales et les effets d'écho *via* d'autres partenaires commerciaux. Les résultats suggèrent que l'impact total de chacun des quatre partenaires commerciaux considérés est légèrement plus faible que ne l'indiquent les flux commerciaux bruts traditionnels, ce qui confirme l'opinion selon laquelle les exportations brutes recouvrent des doubles comptabilisations.

Le type de perturbation de la production affecte également la façon dont les chocs se propagent. Par exemple, un choc de demande (tel que la modification des préférences des consommateurs ou la hausse des dépenses publiques) aux États-Unis aurait probablement une forte incidence sur la zone euro. Un choc d'offre (tel qu'une catastrophe naturelle perturbant la production) aurait des ramifications plus faibles, parce que les États-Unis sont une destination moins importante pour les exportations indirectes de la zone euro. Pour la Chine, la relation est inversée. Un choc de demande aurait probablement un impact plus faible, tandis qu'un choc d'offre aurait une importance plus grande pour la zone euro.

Encadré 2

La transmission des chocs de production à la zone euro *via* le commerce bilatéral, les chaînes de valeur mondiales et les effets d'écho

Cet encadré a pour objectif de quantifier l'effet d'un choc de production externe sur la zone euro en faisant une distinction entre l'impact sur le commerce bilatéral, l'impact qui s'exerce via les chaînes de valeur mondiales et l'effet d'écho au travers d'autres partenaires commerciaux. Les trois effets présentés dans le graphique 3 sont examinés, à savoir : 1) l'impact sur le commerce bilatéral d'un choc résultant d'une modification de la consommation d'exportations directes ; 2) l'impact *via* les exportations indirectes (par le biais d'un autre partenaire commercial) à destination du pays d'où provient le choc ; et 3) l'effet d'écho *via* d'autres partenaires commerciaux.

Cette approche met l'accent sur la valeur ajoutée de la zone euro qui est finalement consommée dans le pays partenaire commercial en question. À la différence des chiffres bruts du commerce extérieur, cette approche ne prend pas en considération la valeur ajoutée qui trouve son origine dans d'autres pays (valeur ajoutée étrangère) et les exportations qui reviennent en définitive vers la zone euro, mais elle tient compte des exportations indirectes qui sont finalement absorbées par le pays partenaire.

L'impact est calculé pour chacun des trois canaux. D'une part, l'effet sur les échanges commerciaux d'un choc dans un pays partenaire dépend de l'élasticité du PIB de la zone euro par rapport aux importations. D'autre part, l'impact varie en fonction de l'exposition de la zone euro vis-à-vis de ce pays et de l'élasticité des importations de la zone par rapport au PIB du pays. En outre, l'incidence résultant des liens commerciaux bilatéraux s'accompagne d'un effet d'écho, qui correspond à l'effet de contagion sur la zone euro qui s'exerce *via* d'autres partenaires

commerciaux également affectés par le choc. Les parts des importations et des exportations directes et indirectes brutes dans le PIB sont calculées comme la mesure correspondante divisée par le PIB. L'élasticité de la demande par rapport au PIB est supposée égale à 0,6 pour tous les pays et les valeurs utilisées dans l'étude de Déés et Vansteenkiste (cf. note de bas de page 11) sont attribuées aux élasticités des importations de chaque pays ¹³.

L'impact d'un choc sur le PIB est différent si l'on prend en compte les échanges

commerciaux directs et indirects au lieu des échanges bruts. Le tableau compare l'impact simultané total sur la zone euro d'un choc de 1 % sur le PIB dans chacun des quatre principaux partenaires commerciaux sur la base des échanges bruts et l'impact combiné des échanges commerciaux directs et indirects ¹⁴. La différence entre les deux impacts dépend de la contribution des différentes composantes des échanges commerciaux. Par exemple, dans le cas de la Chine et du Royaume-Uni, l'utilisation des échanges commerciaux bruts comme mesure des liens commerciaux conduirait à surestimer l'effet d'un choc sur le PIB comparé à la somme des échanges commerciaux directs et indirects. Cela peut s'expliquer par le fait qu'une grande part des exportations de la zone euro vers ces pays représente des exportations indirectes qui sont réexportées vers d'autres destinations et ne sont donc pas absorbées par la Chine et le Royaume-Uni. Par ailleurs, les États-Unis constituent une destination finale très importante pour les exportations indirectes de la zone euro qui sont réexportées par d'autres partenaires commerciaux. Par conséquent, l'impact global sur la zone euro d'un choc sur le PIB en Chine, au Royaume-Uni et en Russie diminue lorsque l'on prend en compte les échanges commerciaux directs et indirects au lieu des échanges bruts. Pour les États-Unis, la diminution est beaucoup moins importante (et l'incidence s'accroît même dans le cas de l'Allemagne).

Tableau

Comparaison des impacts sur les échanges commerciaux – échanges commerciaux bruts par rapport aux échanges directs et indirects

(réactions en pourcentage à un choc correspondant à 1 % du PIB)

	États-Unis		Chine		Royaume-Uni		Russie	
	Échanges bruts	Échanges directs et indirects	Échanges bruts	Échanges directs et indirects	Échanges bruts	Échanges directs et indirects	Échanges bruts	Échanges directs et indirects
Allemagne	0,34	0,36	0,15	0,12	0,12	0,10	0,04	0,04
France	0,24	0,22	0,09	0,06	0,09	0,07	0,03	0,02
Italie	0,23	0,22	0,10	0,06	0,08	0,06	0,04	0,03
Espagne	0,22	0,19	0,07	0,04	0,08	0,06	0,02	0,02
Zone euro	0,28	0,28	0,11	0,08	0,10	0,08	0,04	0,03

Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les données correspondent à l'impact total d'un choc de 1 % dans le pays indiqué dans le titre de la colonne concernée. Les impacts pour la zone euro sont des moyennes pondérées des incidences sur les pays membres, pondérées par le PIB en parité de pouvoir d'achat.

Le graphique présente la décomposition de l'impact sur les échanges commerciaux d'un choc correspondant à 1 % du PIB dans les quatre principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Un choc émanant des États-Unis affecte la zone euro principalement *via* les autres partenaires commerciaux (effet d'écho, barres jaunes) et par le biais des échanges bilatéraux

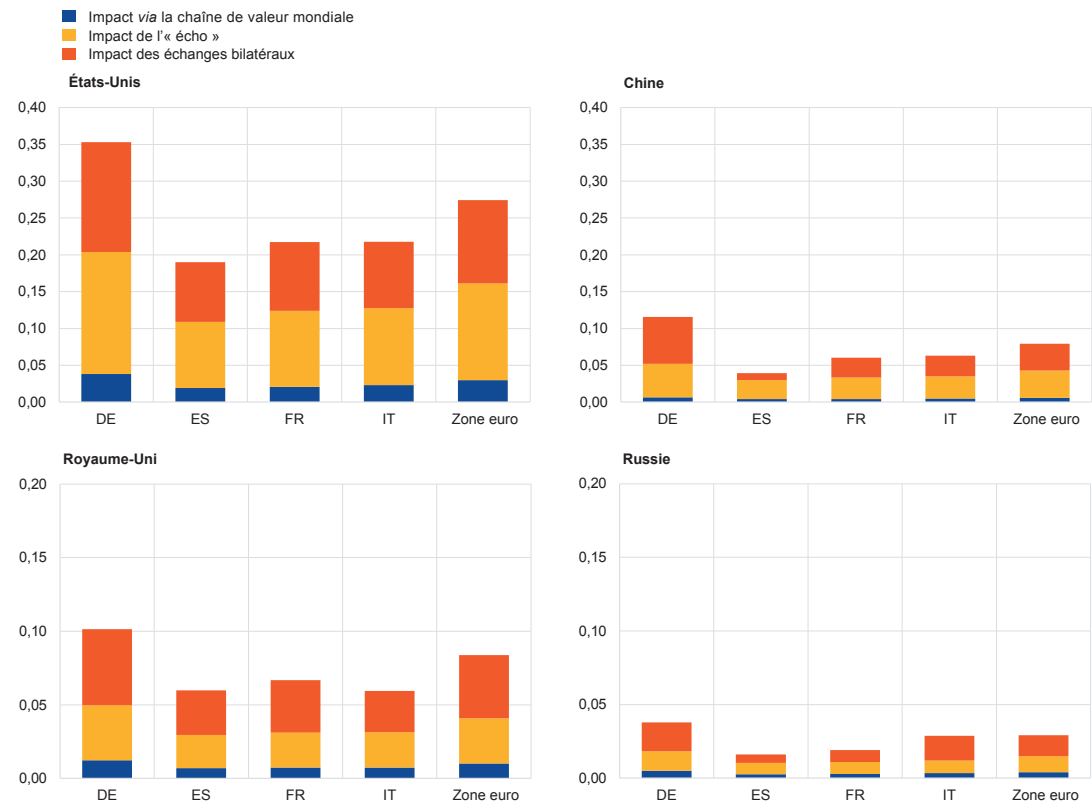
¹³ Les élasticités des importations des quelques économies non incluses dans l'échantillon analysé dans l'étude de Déés et Vansteenkiste (cf. note de bas de page 11) sont estimées approximativement en utilisant les valeurs pour les pays de l'échantillon de taille comparable dans la même région.

¹⁴ Ces estimations sont fondées sur l'impact simultané. L'impact estimé global pourrait être plus important si les effets dynamiques sont également pris en compte.

Graphique

Impact sur les échanges commerciaux d'un choc correspondant à 1 % du PIB en volume chez les principaux partenaires commerciaux

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le pays d'où émane le choc sur le PIB en volume est indiqué dans le titre de chaque volet du graphique. Les données pour la zone euro sont des moyennes des incidences sur les pays membres, pondérées par le PIB en parité de pouvoir d'achat.

(barres orange). Cela montre l'importance des États-Unis comme destination d'exportation pour la zone euro, mais également pour nombre des partenaires commerciaux de cette dernière. De plus, la zone euro serait également affectée par la modification de la demande pour ses exportations indirectes qui sont transmises aux États-Unis *via* des partenaires commerciaux (barres bleues). En Chine, les effets bilatéraux et les effets d'écho sont pratiquement de même ampleur, avec une légère incidence supplémentaire s'exerçant par le biais des chaînes de valeur mondiales et qui représente moins d'un dixième de l'impact total. Pour un choc émanant du Royaume-Uni ou de Russie, l'effet résulte pour légèrement plus de la moitié de l'impact sur les échanges bilatéraux et pour plus d'un tiers des effets d'écho, le reste étant imputable aux chaînes de valeur mondiales.

Des quatre principales économies de la zone euro, c'est l'Allemagne qui est la plus affectée par un choc sur le PIB dans l'un des quatre principaux partenaires commerciaux. Cela peut s'expliquer par la plus grande ouverture commerciale de l'Allemagne par rapport à d'autres pays européens. Les chocs transmis *via* les effets directs et indirects sur les échanges commerciaux sont plus importants pour l'Allemagne que pour la zone euro considérée dans son ensemble.

Même si cet exercice souligne qu'il est important de prendre en compte les différents liens commerciaux et la destination finale des exportations de la zone euro, il appelle également

certaines réserves. Premièrement, l'ampleur de l'impact dépend de l'élasticité sous-jacente des échanges commerciaux par rapport au PIB pour chaque pays. Récemment, les élasticités agrégées du commerce mondial se sont inscrites sur une tendance baissière ¹⁵. Si cette évolution résulte d'une diminution des élasticités chez différents partenaires commerciaux et non d'une modification de la composition des échanges commerciaux au sein de l'économie mondiale, cela réduirait l'impact estimé d'un choc de production sur la zone euro. Deuxièmement, il est possible que différents types d'échanges commerciaux aient des élasticités différentes, en fonction de la composition sectorielle et du degré de substituabilité des produits qui sont importés. Dans cet exemple, les mêmes élasticités sont utilisées pour tous les types d'échanges commerciaux. Troisièmement, les données qui sous-tendent cette analyse ne sont disponibles que jusqu'en 2011 et il est possible que la nature des échanges commerciaux ait évolué depuis, ce qui affecterait les liens représentés dans le graphique ¹⁶. De plus, cette analyse ne prend en considération que les chocs s'exerçant via les échanges commerciaux et ne tient pas compte des autres canaux de transmission, tels que le canal financier ou les effets de confiance au niveau des entreprises et des ménages. En dépit de ces réserves, l'exercice présenté dans cet encadré permet de montrer comment les échanges commerciaux bruts peuvent donner une image erronée de l'importance des partenaires commerciaux et de celle des différents canaux des échanges commerciaux.

5 Conclusion

L'intégration de la zone euro dans le commerce mondial et dans les chaînes transfrontières de production s'est renforcée.

La nature de ces liens commerciaux est différente selon ses principaux partenaires commerciaux. C'est ainsi que la zone euro a des relations commerciales directes très fortes avec les États-Unis, tandis que la Chine et le Royaume-Uni jouent davantage le rôle d'intermédiaires de ses exportations. L'activité de la zone euro serait donc affectée de façon relativement prononcée, *via* les échanges, par les évolutions de la demande intérieure aux États-Unis, et plus faiblement par les évolutions en Chine et au Royaume-Uni. Dans le cas de la Chine, la valeur ajoutée de la zone euro est essentiellement réexportée vers les États-Unis, mais également vers le Japon et la Corée du Sud. En ce qui concerne le Royaume-Uni et la Russie, leur rôle d'intermédiaires reflète essentiellement leur rôle dans la transformation de la valeur ajoutée de la zone euro qui est ensuite réexportée vers la zone euro, les autres économies avancées ou le « reste du monde » (cf. graphique 7).

Le rôle des partenaires commerciaux de la zone euro dans les chaînes de valeur mondiales affecte la façon dont les chocs de production se transmettent à la zone euro.

Premièrement, l'impact du commerce bilatéral sur la zone euro à la suite d'un choc de production étranger se produirait par le biais des exportations directes vers ce partenaire commercial. Deuxièmement, il y aurait un effet d'écho sur

¹⁵ Cf. l'article intitulé *Comprendre la faiblesse du commerce mondial*, *Bulletin économique* numéro 3, BCE, 2015.

¹⁶ Par exemple, les échanges de biens intermédiaires, qui peuvent être étroitement liés à l'accroissement de la spécialisation verticale, semblent s'être ralentis en 2012 et 2013. Cf. l'article cité dans la note de bas de page 15.

les échanges, qui dépendrait de la façon dont d'autres partenaires commerciaux sont affectés et modifient leur demande d'exportations de la zone euro. Troisièmement, il y aurait un impact supplémentaire *via* les échanges dans les chaînes de valeur mondiales, puisqu'une part des exportations de la zone euro est constituée d'exportations indirectes, par le biais d'un partenaire commercial, vers la destination finale. L'impact final d'un choc de production sur la zone euro dépendrait de l'effet combiné de ces différents canaux commerciaux.

La quantification de ces différents impacts suggère un effet légèrement plus faible que ne l'indiquent les chiffres bruts des échanges pour certains partenaires commerciaux.

Ce résultat s'explique par le fait que la valeur ajoutée provenant d'autres pays et les exportations retournant vers la zone euro ne sont pas prises en compte. Par ailleurs, il semble que le commerce bilatéral représente légèrement moins de la moitié de l'impact total provenant de la plupart des pays, tandis que l'effet d'écho est d'une ampleur comparable (c'est-à-dire la moitié environ). Les effets par le biais des chaînes de valeur mondiales semblent représenter un dixième environ de l'impact global, en fonction du partenaire commercial.

Compte tenu de la variation continuelle des structures transfrontières de production, il est nécessaire de suivre ces évolutions en permanence.

Les tableaux mondiaux des entrées-sorties constituent un outil indispensable pour analyser les évolutions de la chaîne mondiale de valeur de façon très détaillée. Cependant, à mesure que le temps passe, il sera nécessaire de disposer de données postérieures à 2011 afin d'évaluer correctement les implications des chaînes de valeur mondiales (et leur évolution) pour l'économie de la zone euro. Par conséquent, des initiatives encourageant l'expansion ou les actualisations régulières de bases de données telles que la Base de données mondiale des entrées-sorties (ou l'utilisation de données tirées d'enquêtes ou des chiffres des entreprises) seront de plus en plus indispensables à l'avenir.

L'investissement public en Europe

Depuis la crise, l'investissement a reculé dans un certain nombre de pays européens, notamment ceux qui ont été soumis à des pressions des marchés ¹. De faibles niveaux d'investissement public, s'ils sont maintenus sur une période prolongée, peuvent entraîner une détérioration du capital public et réduire la production à long terme. La baisse de l'investissement public et le contexte de bas niveau des taux d'intérêt ont suscité des appels à stimuler les dépenses publiques d'investissement afin d'accroître la demande à court terme et de renforcer la production potentielle. Dans l'Union européenne (UE), cela a conduit à l'adoption du Plan d'investissement pour l'Europe (2015). La situation budgétaire reste cependant précaire dans de nombreux pays de l'UE, et les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance exigent que l'assainissement budgétaire soit poursuivi dans un grand nombre d'entre eux. À l'aide d'une analyse fondée sur un modèle, le présent article examine les circonstances dans lesquelles des investissements publics supplémentaires stimuleraient le mieux la croissance économique et quelle serait leur incidence sur les finances publiques.

1 Introduction

En raison de son recul observé en Europe ces dernières années, des appels à stimuler l'investissement public ont été formulés dans le contexte actuel de bas niveau des taux d'intérêt. Tandis que dans l'ensemble de l'UE, le ratio d'investissement public rapporté au PIB reste au même niveau qu'avant la crise, il a légèrement baissé dans la zone euro. Ces dernières années, le ratio a diminué en particulier dans les pays qui ont subi un ajustement budgétaire de grande ampleur sous la pression des marchés. Le recul de l'investissement public et la faiblesse persistante de la croissance après la crise ont suscité un débat sur le caractère souhaitable d'un accroissement de l'investissement en infrastructures publiques. Dans ce débat, il a été avancé que l'investissement public serait particulièrement efficace dans un environnement de faibles coûts d'emprunt pour l'État, dans lequel les taux d'intérêt de la politique monétaire sont proches de zéro ². Cela s'est traduit par des initiatives visant à stimuler l'investissement public tant au niveau national qu'au niveau international (cf. l'encadré 1 qui traite du Plan d'investissement pour l'Europe).

Cet article évalue l'incidence d'investissements publics supplémentaires en termes d'efficacité économique, de croissance à long terme et de finances publiques. La section 2 fournit une vue d'ensemble des évolutions récentes de l'investissement public en Europe et présente une comparaison avec les États-Unis

¹ Dans cet article, les investissements publics sont mesurés par la formation brute de capital fixe des administrations publiques, ce qui permet d'utiliser des données disponibles comparables pour un grand nombre de pays.
Cf. l'encadré 2 pour plus d'informations sur les limites de ces données et des problèmes de mesure.

² Cf. par exemple, Le moment est-il propice à une relance des infrastructures ? Les effets macroéconomiques de l'investissement public, Perspectives de l'économie mondiale, FMI, 2014.

et le Japon. La section 3 fournit un aperçu de divers courants de la littérature relative à la contribution de l'investissement public à la croissance de la production. La section 4 est consacrée à des simulations basées sur un modèle et analyse l'effet des investissements publics supplémentaires dans la zone euro. La section 5 présente des éléments de conclusion.

Encadré 1

Le Plan d'investissement pour l'Europe – « le Plan Juncker »

Le Plan d'investissement pour l'Europe, également appelé Plan Juncker, du nom de l'actuel président de la Commission européenne, est un ensemble de mesures présenté par la Commission européenne fin 2014, avec pour objectif de débloquer l'investissement public et privé dans l'économie réelle, en mobilisant au moins 315 milliards d'euros (soit environ 2 % du PIB de l'UE en 2015) sur la période 2015-2017 ³. Le plan s'appuie sur trois piliers : a) créer un Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) afin de mobiliser les investissements privés ; b) aider les investisseurs à trouver et à lancer de nouveaux projets d'investissement en créant une Plateforme européenne de conseil en investissement et un Portail européen de projets d'investissement ; et c) améliorer les conditions générales pour l'investissement par des réformes structurelles aux niveaux européen et national.

S'agissant du premier pilier, le règlement EFSI a été approuvé en juin 2015, soit moins de cinq mois après la présentation de la proposition législative par la Commission, et le Fonds a débuté ses premières opérations en octobre de la même année. D'un point de vue opérationnel, une garantie de 16 milliards d'euros a été mise en place dans le cadre du budget de l'UE, qui sera utilisée pour constituer les garanties publiques de l'EFSI. La Banque européenne d'investissement (BEI) s'est engagée sur un montant supplémentaire de 5 milliards d'euros. Le montant initial d'argent public confèrera à l'EFSI une capacité d'absorption des risques de 21 milliards d'euros, qui devrait être renforcée par 294 milliards de financements privés, soit un facteur multiplicateur de 15 (d'après les expériences passées). Ces fonds seront utilisés au travers de deux « volets » : le volet Infrastructure et innovation (qui sera déployé par la BEI et devrait financer 75 % environ de l'objectif final de 315 milliards d'euros) et le volet PME (qui sera déployé par le Fonds européen d'investissement - FEI).

Les opérations de prêt de l'EFSI sont conçues pour aller au-delà des activités classiques de la BEI et du FEI. Les opérations de l'EFSI doivent être conçues pour financer, à des taux « soutenables », les projets qui ne peuvent être financés ni par le marché ni par les instruments classiques BEI/FEI, en raison de la taille de l'entreprise, du risque élevé impliqué par les nouvelles technologies ou des délais exigés. À cet égard, l'EFSI devrait générer des projets d'investissement « supplémentaires », parallèlement à la réserve actuelle de projets BEI/EIF ⁴.

³ Cf. la Communication de la Commission européenne intitulé Un plan d'investissement pour l'Europe, disponible à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0903&from=FR>

⁴ Pour une description complète de cette exigence, cf. l'Annexe II qui présente l'extrait pertinent du règlement (UE) n° 2015/1017 du Parlement européen et du Conseil du 25 juin 2015 sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques.

Jusqu'à présent, neuf États membres (la Bulgarie, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, la Pologne, la Slovaquie et le Royaume-Uni) se sont engagés à verser environ 43 milliards d'euros pour cofinancer les projets de l'EFSI, mais aucun n'a contribué directement au capital de l'EFSI. En dépit du traitement favorable prévu dans le Pacte de stabilité et de croissance pour les contributions à l'EFSI sous forme de garanties ou d'espèces, les contributions annoncées par les États membres susmentionnés ne se feront qu'au niveau des différents projets et des plateformes d'investissement nationales ⁵. Ainsi, ces États membres ne participeront qu'à des projets d'investissement dans leur propre pays. Cela montre la difficulté à surmonter le principe du « juste retour » souvent mentionné lors des débats sur le budget de l'UE, à savoir la préoccupation majeure de chaque État membre de s'assurer que sa contribution aux ressources financières de l'UE est réinjectée dans l'économie nationale. Pour les projets financés par l'EFSI, les fonds ne seront pas attribués en fonction des clés de répartition nationales mais seulement selon les qualités du projet.

Le deuxième pilier du Plan d'investissement est essentiel pour éliminer un certain nombre d'inefficacités liées aux procédures ou aux informations lorsqu'il s'agit de faire concorder les projets d'investissement et les financements publics et privés. La Plateforme européenne de conseil en investissement, créée au sein de la BEI et financée conjointement par cette dernière et par la Commission, a pour objectif : a) de proposer des conseils et une expertise en matière d'investissement ; b) d'offrir une plateforme pour les échanges de savoir-faire ; et c) de coordonner l'assistance technique existante. Par ailleurs, le Portail européen de projets d'investissement aidera les investisseurs à trouver des opportunités d'investissement en répertoriant les projets qui soutiennent les objectifs de l'UE et sont prévus pour débiter dans un délai de trois ans, avec ou sans financements de l'EFSI.

Pour renforcer les travaux dans le cadre du troisième pilier du Plan d'investissement, l'amélioration du climat pour les investissements au niveau des États membres est devenue partie intégrante du processus du Semestre européen 2016. À cet effet, l'examen annuel de la croissance 2016 a été accompagné d'un document de travail des services de la Commission sur les défis posés à l'environnement des investissements dans les États membres ⁶. Le document résume le profil d'investissement de chaque pays et recense les principaux défis en matière d'investissement au niveau national dans les domaines suivants : a) administration publique/environnement des entreprises ; b) marché du travail/éducation ; c) secteur financier/fiscalité ; d) recherche, développement et innovation ; e) réglementation sectorielle. Les principaux défis identifiés au stade actuel devraient être analysés plus en détails dans le cadre du processus du Semestre européen, en particulier dans les rapports par pays, et lors de discussions thématiques au sein du Conseil et de ses Comités. Ces défis pourraient également conduire à adresser des recommandations par pays aux différents États membres.

⁵ En janvier 2015, la Commission a précisé que les contributions en espèces utilisées pour créer l'EFSI ne seraient pas prises en compte lors de la définition de l'ajustement budgétaire dans le cadre des volets préventif ou correctif du Pacte de stabilité et de croissance. Si le déficit budgétaire d'un pays dépasse 3 % du PIB, la Commission n'engagera pas de procédure de déficit excessif si le dépassement est dû à une contribution à l'EFSI, à condition que l'écart soit limité et qu'il soit prévu qu'il reste temporaire. Les contributions à l'EFSI ne seront pas prises en compte même lors de l'évaluation du respect du critère de dette.

⁶ Cf. le document de travail des services de la Commission intitulé Challenges to Member States' Investment Environments, disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_challenges_ms_investment_environments_en.pdf.

Un programme de l'UE viendra compléter les mesures prises par les États membres pour supprimer les obstacles à l'investissement. S'agissant des mesures à prendre au niveau européen, la Commission a précisé que les progrès vers un « Marché unique numérique », une « Union de l'énergie » et une « Union des marchés de capitaux » sont essentiels pour améliorer l'environnement des entreprises et les conditions de financement dans l'UE.

Les 16 actions ciblées définies dans la stratégie pour un Marché unique numérique devraient être menées à bien d'ici fin 2016, tandis que les 15 actions annoncées pour l'Union de l'énergie seront mises en œuvre en 2016-2017. Le plan d'action pour l'Union des marchés de capitaux a été publié par la Commission le 30 septembre 2015⁷. Le document analyse l'EFSI et les autres piliers du Plan d'investissement et annonce l'intention de la Commission de présenter des calibrages révisés dans la réglementation prudentielle de l'UE pour le secteur des assurances (Directive Solvabilité II) afin de garantir que les sociétés d'assurance soient soumises à un régime réglementaire susceptible de stimuler davantage l'investissement à long terme.

De nouveaux progrès dans le cadre du troisième pilier du Plan d'investissement sont essentiels pour sa réussite. Pour déclencher des investissements en utilisant des fonds publics, il est nécessaire d'étudier attentivement comment ces ressources peuvent être employées le plus efficacement ; cela exige parallèlement une mise en œuvre efficace de politiques publiques spécifiques, notamment des réformes structurelles, afin d'améliorer le climat pour les investissements. Pour cette raison, le Plan comprend tout un ensemble de mesures couvrant différents domaines de la politique économique. L'année 2015 a été marquée par des progrès rapides dans le cadre du premier pilier : l'examen annuel de la croissance 2016 indique qu'à fin 2015, l'EFSI devrait avoir mobilisé quelque 50 milliards d'euros d'investissements en Europe, soit 15 % environ de l'objectif global convenu pour la période 2015-2017. Au cours des deux années qui restent, des mesures concrètes et efficaces seront nécessaires dans le cadre des deux autres piliers afin de compléter les financements de l'EFSI et de garantir que ces fonds supplémentaires peuvent être effectivement déployés et dirigés vers l'économie européenne. Plus spécifiquement, dans le cadre du troisième pilier, la mise en œuvre de réformes ciblant les frictions qui freinent la demande d'investissements (telles que la réduction des charges administratives pesant sur les jeunes entreprises ou l'accélération des procédures d'insolvabilité) pourrait permettre d'accroître le coût d'opportunité de l'investissement dès à présent et permettre aux financements d'affluer rapidement vers les nouvelles opportunités d'investissement créées par ces réformes⁸.

2 Les évolutions récentes de l'investissement public

L'investissement tant public que privé a reculé au cours des années qui ont suivi la crise financière et de la dette souveraine. Après être resté stable à quelque 3 % du PIB pendant plus de dix ans, l'investissement public dans la zone euro a commencé à progresser en 2005, pour atteindre 3,6 % du PIB en 2009

⁷ Cf. la Communication de la Commission européenne intitulée Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_fr.pdf.

⁸ Cf. le discours d'ouverture du président de la BCE lors du Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale, Sintra, 22 mai 2015, disponible à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150522.fr.htm>

(cf. graphique 1). Au cours des années qui ont suivi la crise, le ratio d'investissement public est revenu à un niveau inférieur à sa moyenne d'avant la crise de 3 % du PIB. Pour l'ensemble de l'UE, le ratio d'investissement public suit une trajectoire similaire, avec un recul moins prononcé après la crise. Les évolutions de l'investissement public en Europe reflètent celles observées aux États Unis, mais à un niveau moindre. En revanche, au Japon, le ratio d'investissement public rapporté au PIB s'est inscrit sur une tendance baissière à long terme après avoir enregistré des niveaux élevés au milieu des années quatre vingt dix, mais il a commencé à se redresser dernièrement. L'investissement dans le secteur privé en Europe a baissé pendant et après la crise, et ne s'est pas encore rétabli, ce qui contraste avec les évolutions observées aux États Unis et au Japon (cf. graphique 2). Tandis que les données relatives à l'investissement public sont sujettes à diverses limites, en particulier à des problèmes de mesure (cf. encadré 2), les évolutions récemment observées de l'investissement public peuvent difficilement être attribuées à ces limites. Par exemple, bien que le recours accru aux partenariats public privé et aux privatisations ait en partie substitué des investissements privés aux investissements précédemment publics depuis les années soixante dix, le recul de l'investissement public dans l'UE dans le sillage de la crise s'est accompagné d'une baisse, et non d'une hausse, de l'investissement privé (cf. graphiques 1 et 2).

Les évolutions de l'investissement public sont très hétérogènes d'un pays à l'autre dans l'UE.

En comparant l'investissement public d'avant la crise, en pourcentage du PIB, avec la moyenne de ces trois dernières années, on peut distinguer trois groupes de pays (cf. graphique 3). Premièrement, de fortes réductions de l'investissement ont été opérées dans les pays ayant des besoins d'assainissement budgétaire importants. Les ratios d'investissement public ont le plus fortement baissé dans les pays caractérisés par des taux d'investissement initialement élevés des administrations publiques, qui étaient parfois liés à des phases d'expansion antérieures à la crise, et dans les pays soumis aux pressions des marchés. En particulier, les ratios d'investissement public rapporté au PIB ont baissé en Croatie, au Portugal, en Grèce, en Espagne, à Chypre et en Irlande. Deuxièmement, dans les pays où les niveaux d'investissement des administrations publiques étaient relativement bas au cours des années qui ont précédé la crise, l'investissement public n'a guère baissé ni augmenté (Belgique, Allemagne et Autriche). Troisièmement, l'investissement public a augmenté dans plusieurs pays d'Europe orientale appartenant à l'UE, en particulier ceux qui avaient bénéficié d'un recours accru aux fonds de cohésion après leur adhésion à l'UE (Lettonie, Pologne, Roumanie et Bulgarie).

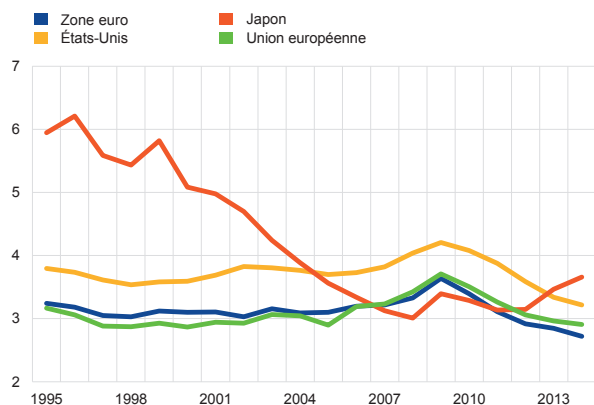
En tant que ratio de dépenses publiques, les évolutions de l'investissement public ont été encore plus hétérogènes dans les différents pays de l'UE.

Mesuré en pourcentage du PIB (cf. graphique 3), le ratio d'investissement est influencé par l'effet négatif de la crise sur la croissance de la production. En part des dépenses publiques totales (cf. graphique 4), le recul de l'investissement dans les pays soumis aux pressions des marchés reflète l'utilisation plus intensive de la dépense publique que des autres composantes de la dépense en tant qu'instrument d'assainissement.

Graphique 1

Investissement public

(en pourcentage du PIB)

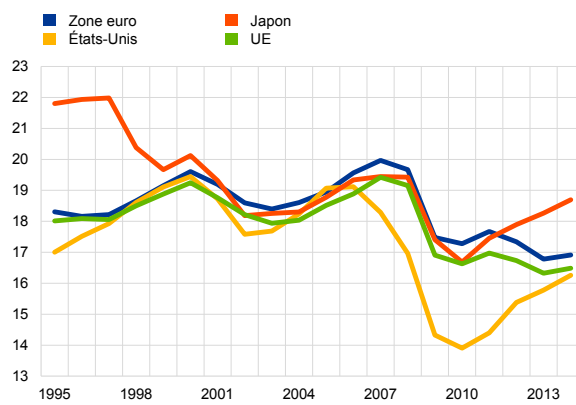


Source : Commission européenne.

Graphique 2

Investissement privé

(en pourcentage du PIB)

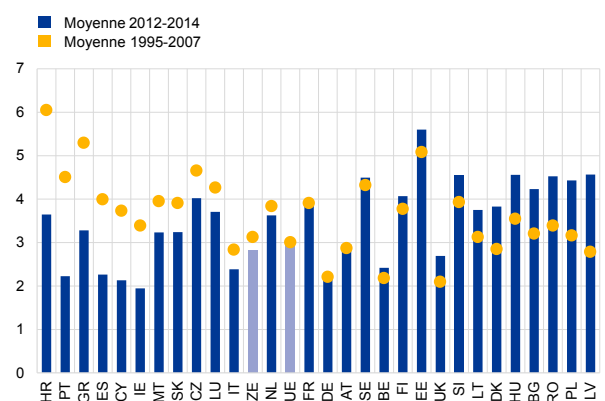


Source : Commission européenne.

Graphique 3

Ratio investissement public/PIB

(en pourcentage du PIB)



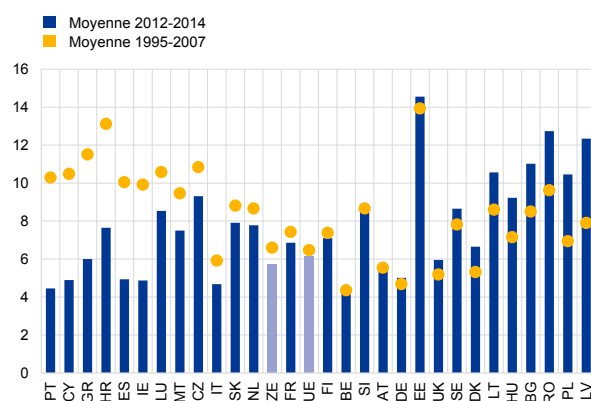
Source : Commission européenne.

Note : Pays ordonnés selon la variation de l'investissement sur la période 2012-2014 par rapport à 1995-2007.

Graphique 4

Ratio investissement public/dépenses publiques

(en pourcentage des dépenses publiques)



Source : Commission européenne.

Note : Pays ordonnés selon la variation de l'investissement sur la période 2012-2014 par rapport à 1995-2007.

Encadré 2

Investissement et capital publics : les problèmes de données et de mesure

Le présent encadré examine les limites aux données relatives à l'investissement et au capital publics, qui doivent être prises en compte lors de l'interprétation des comparaisons entre pays et dans le temps. Au moins quatre points spécifiques méritent d'être mentionnés. Premièrement, la distinction entre investissement et autres dépenses publiques n'est pas toujours claire s'agissant de leur incidence sur la capacité de production de l'économie. Dans les comptes nationaux, la FBCF correspond aux acquisitions moins les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles, notamment les machines et équipements, les véhicules, les logements et autres constructions, effectuées par les producteurs résidents. Toutefois, si les dépenses d'éducation et de santé contribuent au renforcement du stock de capital humain (privé), ce qui favorise le côté « offre » de l'économie et contribue à la croissance, elles sont considérées le plus souvent comme des dépenses de fonctionnement plutôt que d'investissement. En outre, l'investissement public recouvre également les dépenses relatives aux stades de sport et aux équipements

militaires, qui ont des effets discutables sur la capacité de production de l'économie. La distinction entre dépenses d'investissement et de consommation a également évolué au fil du temps. Par exemple, d'après la norme statistique actuelle, le SEC 2010, les dépenses de recherche et développement et les équipements purement militaires (sans aucune utilisation civile possible) sont traités comme des dépenses d'investissement, alors qu'elles étaient considérées comme des dépenses de consommation d'après la précédente norme statistique (SEC 95) ⁹. Deuxièmement, la distinction entre investissement public et investissement privé n'est pas toujours claire en pratique, par exemple lorsque des parties privées participent à des projets d'infrastructure au travers de partenariats public privé, ce qui s'accompagne de risques budgétaires pour l'État liés aux garanties (explicites ou implicites). Troisièmement, la délimitation entre secteur public et secteur privé diffère également d'un pays à l'autre, ce qui explique en partie les différences observées entre les pays membres. Enfin, les données relatives au stock de capital public sont non pas observées mais construites, à partir de données relatives aux flux d'investissement, de taux d'amortissement et d'une estimation des stocks de capital public initiaux.

D'autres mesures de l'investissement public, c'est à dire des mesures physiques, comme la pénétration du haut débit, les kilomètres de routes et de rail ou le nombre de lignes de téléphonie fixe, permettent seulement en partie de contourner partiellement certaines limites des données relatives à l'investissement (ou au stock de capital). Parmi les limites importantes, il y a le fait que la qualité des infrastructures n'est pas toujours mesurée correctement, et notamment la question des valorisations, et que les données comparables entre les pays sont peu nombreuses et hétérogènes.

En gardant ces réserves à l'esprit, le présent article, comme la majorité de la littérature, utilise la mesure traditionnelle de l'investissement public telle qu'elle est définie dans les comptes nationaux.

3 La contribution de l'investissement public à la croissance

Une hausse de l'investissement public peut agir positivement sur la croissance économique de deux manières. Premièrement, une augmentation de l'investissement public a des effets positifs sur la demande agrégée. De plus, un investissement public efficient peut contribuer à la capacité productive de l'économie en accroissant le stock de capital public. Toutefois, il est important d'examiner soigneusement le coût et le bénéfice associés au capital public supplémentaire, en tenant compte des autres possibilités de financement et de leurs effets sur la production et sur les finances publiques.

Il existe une très grande incertitude quant à la taille des multiplicateurs budgétaires à court terme. L'investissement public est généralement considéré comme une catégorie de dépense assortie d'un multiplicateur à court terme relativement élevé, mais il existe une incertitude considérable quant à la taille des multiplicateurs spécifiques au pays, à la période et à l'épisode ¹⁰. Ils sont, par

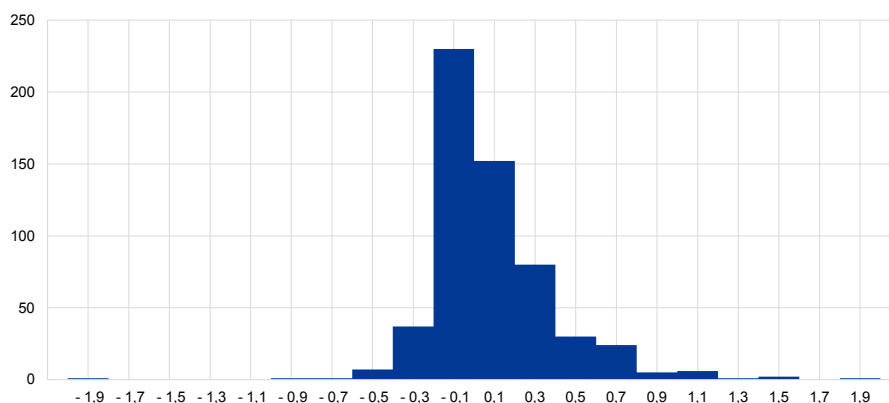
⁹ Pour plus de précisions, cf. Nouvelles normes internationales en matière de statistiques – Améliorations de la méthodologie et de la disponibilité des données, Bulletin mensuel, BCE, août 2014.

¹⁰ Pour une vue d'ensemble, cf. l'article Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire du Bulletin mensuel d'avril 2014.

Graphique 5

Estimations par une fonction de production de l'élasticité du capital public à la production

(fréquence des estimations)



Source : P. R. D. Bom et J. E. Ligthart, *What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?*, Journal of Economic Surveys, vol. 28, n° 5, 2014, p. 889-916.

exemple, plus grands pendant les récessions, mais se révèlent moindres en cas de faiblesse des finances publiques, en particulier s'il y a un risque pour la soutenabilité de la dette. En outre, les multiplicateurs dépendent du mode de financement de la dépense, selon qu'il s'opère par recours à l'endettement, augmentations des recettes ou coupes dans d'autres catégories de dépenses.

Les estimations empiriques de l'effet des augmentations du capital public sur la production semblent positives mais hétérogènes.

Les estimations réalisées à partir de fonctions de production ou de coûts concluent généralement à un (faible) effet positif, mais avec une variation très importante selon la période de temps, le pays, la mesure du capital et la méthode d'estimation (cf. graphique 5). Les estimations de l'élasticité du capital public à la production tirées de 68 études publiées entre 1983 et 2008 donnent une élasticité moyenne vis à vis de la production de 0,106, après correction d'un biais potentiel de publication ¹¹. La conclusion générale de ce courant de littérature est que le capital public soutient le niveau du PIB potentiel, en particulier l'investissement dans les infrastructures de base, par exemple les routes, les voies ferrées et les télécommunications. La contribution positive des augmentations du capital public à la croissance s'amenuise au fil du temps. Cela pourrait être lié à la tendance baissière de la productivité marginale du capital public dans la plupart des pays développés, en raison de l'achèvement des infrastructures de réseaux, comme les routes ou les voies ferrées, ce qui réduit les bénéfices des investissements supplémentaires par rapport au passé ¹².

¹¹ Cf., par exemple, P. R. D. Bom et J. E. Ligthart, *What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?*, Journal of Economic Surveys, vol. 28, n° 5, 2014, p. 889-916.

¹² Cf., par exemple, A. M. Pereira et J. M. Andraz, *On the economic effects of public infrastructure investment: a survey of the international evidence*, Journal of Economic Development, vol. 38, n° 4, 2013, p. 1-37.

Des estimations de l'incidence de l'investissement public tenant également compte de l'impact sur les finances publiques produisent des résultats moins positifs. Les approches par les fonctions de production et de coûts mentionnées plus haut soulignent uniquement les bénéfices de l'investissement public ou du capital public. Toutefois, un gouvernement confronté à la décision d'investir davantage ou de ne pas le faire doit arbitrer pour cet investissement supplémentaire entre une réduction des dépenses publiques de consommation, un relèvement de la fiscalité ou une augmentation du niveau d'endettement. Des recherches s'appuyant sur des modèles VAR, qui intègrent l'arbitrage entre l'investissement supplémentaire et son financement, concluent souvent à un effet du capital public sur la croissance de la production moins positif que des estimations fondées sur des fonctions de production et, dans quelques cas, à un effet négatif ou neutre ¹³.

Les modèles structurels peuvent apporter davantage d'informations sur les déterminants de l'efficacité d'un investissement supplémentaire et sur les conditions qui rendent l'investissement plus ou moins productif. Par exemple, en période d'expansion budgétaire, l'effet sur la production sera plus important si l'autorité en charge de la politique monétaire ne réagit pas en relevant son taux directeur. En outre, des études tenant compte des retards de réalisation de l'investissement ne concluent qu'à des réactions légèrement positives ou même potentiellement négatives de la production et de l'emploi à court terme ¹⁴. Toutefois, les modèles structurels riches ont pour inconvénient d'imposer des limitations aux données, l'investissement public étant souvent supposé productif (et les éventuelles modifications de la productivité dans le temps n'étant pas intégrées). Par exemple, les simulations reposant sur un modèle sont souvent conditionnées par le choix d'une élasticité positive du capital public par rapport à la production ; par hypothèse, l'effet de l'investissement public sur la production est alors supérieur à celui de la consommation publique ¹⁵.

4 Les simulations réalisées à partir de modèles : quels sont les éléments qui déterminent l'efficacité de l'investissement public ?

Étant donné la très grande incertitude qui entoure les estimations passées de l'incidence de l'investissement public sur la croissance, il convient d'adopter une approche globale pour évaluer les implications macroéconomiques et budgétaires d'un accroissement de l'investissement public. À cette fin, le présent article utilise le modèle EAGLE (*Euro Area and Global Economy*) ¹⁶, calibré

¹³ Cf., par exemple, C. Kamps, *The Dynamic Effects of Public Capital: VAR Evidence for 22 OECD Countries*, International Tax and Public Finance, vol. 12, numéro 4, 2005, p. 533-558.

¹⁴ E. M. Leeper, T. B. Walker et S-C. S. Yang, *Government investment and fiscal stimulus*, Journal of Monetary Economics, vol. 57, numéro 8, 2010, p. 1000-1012.

¹⁵ Un exemple rare d'estimation non limitée dans un modèle d'équilibre général, est donné par V. Ercolani et J. Valle e Azevedo, *The effects of public spending externalities*, Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 46, numéro C, 2014, p. 173-199, dont la conclusion est que l'investissement public est improductif.

¹⁶ S. Gomes, P. Jacquinot et M. Pisani, *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, Working Paper Series, BCE, n° 1195, 2010.

pour l'Allemagne, pour le reste de la zone euro, pour les États-Unis et pour le reste du monde (cf. l'encadré 3 pour une brève description du bloc budgétaire du modèle). À titre d'illustration, la présente section prend l'exemple d'une hausse temporaire de l'investissement public dans un grand pays de la zone euro (Allemagne)¹⁷. Plus précisément, l'investissement public est augmenté de 1 % du PIB initial pendant vingt trimestres, avant d'être ramené progressivement au niveau de référence par la suite¹⁸. L'investissement supplémentaire est financé par la dette, et la règle budgétaire, établie à partir de l'ajustement des impôts qui ne sont pas source de distorsions, demeure inactive durant les dix premières années de la période de simulation. Dans la mesure où l'État, par hypothèse, finance sa dette à un taux sans risque, ces simulations ne tiennent pas compte des effets possibles en termes de risque de crédit d'une détérioration de la dette publique. En outre, le risque potentiel lié à une augmentation de la dette publique n'est pas reporté au bilan des secteurs économiques détenteurs de la dette. Il s'agit là d'une lacune importante dont il faut tenir compte pour l'interprétation des résultats, notamment en ce qui concerne les pays pour lesquels la soutenabilité de la dette souveraine ne peut être tenue pour acquise et où les institutions financières nationales détiennent d'importants portefeuilles d'obligations d'État. Dans la simulation de référence, il n'y a pas de relèvement du taux d'intérêt de la politique monétaire unique en réponse aux modifications attendues des évolutions macroéconomiques dans la zone euro (jusqu'à huit trimestres suivant le choc). Précision importante, l'orientation de la politique monétaire est totalement anticipée par les ménages et par les entreprises.

Encadré 3

Le bloc budgétaire du modèle EAGLE

La représentation du secteur des administrations publiques dans le modèle EAGLE est, à quelques exceptions près, une représentation assez courante parmi les modèles macroéconomiques d'équilibre général. Contrairement au comportement dans le secteur privé, la politique budgétaire dans le modèle EAGLE ne dépend pas de décisions optimales explicites. Les autorités budgétaires déterminent un montant de dépenses publiques proportionnel à la production nominale et conforme aux ratios de PIB à long terme pertinents qui ressortent des données. De la même manière, du côté des recettes, les impôts sont calculés sur la base d'assiettes fiscales appropriées, à l'aide de taux d'imposition exogènes. La dette publique peut ne pas être égale à zéro et en situation d'équilibre. La stabilité de la dette publique dépend de la réaction endogène des impôts qui ne sont pas source de distorsions aux écarts du ratio de dette publique/PIB par rapport à sa valeur-cible (la règle budgétaire). Avec la récente amélioration du bloc budgétaire, conformément à Leeper et al. (2010)¹⁹, la consommation et l'investissement publics ont une plus grande incidence sur la prise de décisions optimales dans le secteur privé.

Plus précisément, on prend comme hypothèse que le stock de capital public est un important facteur de production ; par conséquent, une variation de l'investissement public

¹⁷ Bien que le modèle soit calibré pour l'Allemagne, les simulations doivent être considérées comme une illustration des canaux économiques à l'œuvre, et non comme un exemple propre à un pays.

¹⁸ Les niveaux de référence correspondent à l'état stationnaire (équilibre à long terme) du modèle.

¹⁹ E. M. Leeper, T. B. Walker et S-C. S. Yang, Government investment and fiscal stimulus, *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, numéro 8, 2010, p. 1000-1012.

est susceptible d'avoir des effets significatifs et persistants sur l'offre. La technologie de production des biens intermédiaires est formellement définie comme suit :

$$Y_t = z_t (K_{P,t})^\alpha (K_{G,t})^\beta (N_t)^{(1-\alpha-\beta)},$$

où Y_t désigne la production, z_t la productivité totale des facteurs, $K_{P,t}$ et $K_{G,t}$ le stock, respectivement, de capital privé et de capital public, N_t le nombre d'heures travaillées, et α et β les paramètres d'élasticité à la production du stock, respectivement, de capital privé et de capital public. L'évolution du capital public repose sur l'accumulation d'investissement public après amortissement :

$$K_{G,t} = (1 - \delta_G) K_{G,t-1} + I_{G,t} \varepsilon_t,$$

où δ_G correspond au taux d'amortissement du stock de capital public et ε_t au choc d'efficience de l'investissement public. La valeur de l'élasticité à la production du stock de capital public détermine la productivité du capital public (lorsque $\beta = 0$, l'investissement public ne fait apparaître aucun effet direct sur l'offre, la totalité du stock de capital public étant non productive). La variation du choc d'efficience de l'investissement permet de vérifier dans quelle mesure les dépenses consacrées à l'investissement nouveau contribuent à l'infrastructure publique productive. Les valeurs spécifiques des paramètres, utilisées dans les simulations de référence réalisées à partir de modèles, sont analogues à celles utilisées dans Leeper et al. (2010) : $\alpha = 0,30$, $\beta = 0,10$, $\delta_G = 0,025$.

En outre, on prend comme hypothèse que les biens de consommation privés et publics sont complémentaires ; ainsi, une variation de la consommation publique peut avoir des effets durables sur la consommation privée. On suppose que la consommation d'un bien composite recouvrant des biens de consommation privés et publics procure une utilité aux ménages :

$$CC_t = \left(v^{\frac{1}{\mu}} C_{P,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} + (1-v)^{\frac{1}{\mu}} C_{G,t}^{\frac{\mu-1}{\mu}} \right)^{\frac{\mu}{\mu-1}},$$

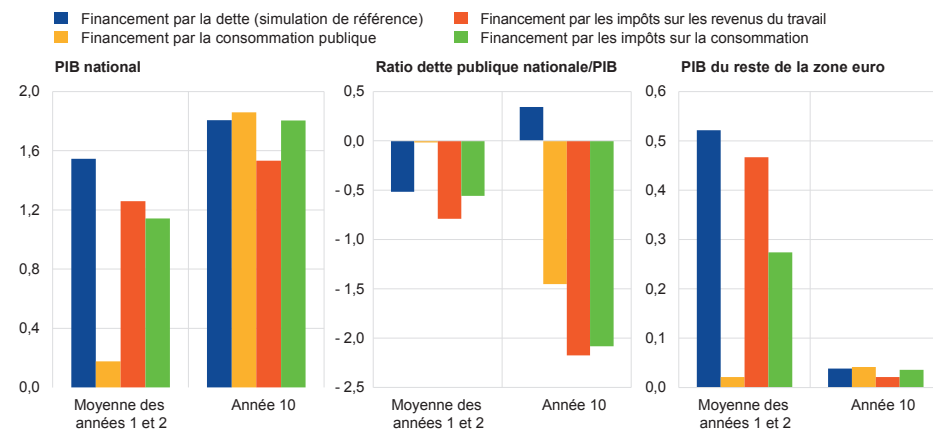
où CC_t est un bien de consommation composite, $C_{P,t}$ et $C_{G,t}$ des biens de consommation privés et publics, respectivement, v la part de biens privés dans le panier de consommation (lorsque $v = 1$, la consommation publique ne procure aucune utilité aux ménages) et μ l'élasticité de substitution entre consommation publique et consommation privée ($\mu \rightarrow 0$ signifie que les biens publics et privés sont de parfaits compléments ; et $\mu \rightarrow \infty$ qu'ils sont de parfaits substituts). Les valeurs spécifiques des paramètres, utilisées dans les simulations de référence réalisées à partir de modèles, sont conformes aux estimations pour la zone euro figurant dans Coenen et al. (2013)²⁰. $v = 0,75$ et $\mu = 0,50$.

²⁰ G. Coenen, R. Straub M. Trabandt, Gauging the effects of a fiscal stimulus package in the euro area, Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 37, numéro 2, 2013, p. 367-386.

Graphique 6

Simulations fondées sur des modèles selon différentes options de financement pour accroître l'investissement public

(écart par rapport à la valeur de référence ; en pourcentage)



Source : calculs des services de la BCE.

La hausse de l'investissement a un impact positif à court et à long terme sur l'économie nationale, mais elle n'est pas autofinancée, dans la mesure où elle se traduit à plus long terme par une augmentation du ratio dette publique/PIB.

Le choc d'investissement a une forte incidence positive sur le PIB national, même à court terme (cf. graphique 6). L'inflation nationale commence par augmenter, en liaison avec une progression de la demande et l'absence de réaction de la politique monétaire. Le taux d'intérêt réel implicite diminue temporairement, ce qui renforce l'effet de stimulation sur la demande privée à court terme. À moyen terme, les effets positifs du choc sur les capacités de production se renforcent, et la hausse de la production atteint un niveau supérieur de 1,8 % environ à sa valeur de référence. Sur le plan budgétaire, les tensions inflationnistes à court terme et l'augmentation de la demande nationale entraînent une hausse conjoncturelle des recettes fiscales. Cette évolution contrebalance en partie la détérioration du déficit public induite par l'accroissement des dépenses d'investissement. En conséquence, le ratio dette publique/PIB diminue à court terme. Toutefois, comme le déficit demeure plus élevé tant que l'investissement public supplémentaire est maintenu, en l'absence d'ajustements budgétaires additionnels, le ratio de dette publique augmente, quoique de façon modérée, à moyen terme.

Les simulations font ressortir un effet positif à court terme sur la production dans le reste de la zone euro.

Le choc d'investissement public dans l'économie nationale a des répercussions positives sur le reste de l'économie de la zone euro, essentiellement en raison des liens commerciaux entre les pays. Une plus forte demande d'importations de la part du secteur privé et l'augmentation des prix relatifs des biens nationaux dans l'économie nationale contribuent au renforcement des exportations dans le reste de la zone euro.

Le financement de l'investissement par un relèvement de la fiscalité ou par une réduction des dépenses atténue l'effet à court terme sur la production mais améliore la viabilité des finances publiques.

Si l'augmentation de l'investissement public est financée par une réduction équivalente (*ex ante*) de la consommation

publique (1 % du PIB), les effets positifs sur la demande du choc d'investissement public sont largement neutralisés à court terme. Lorsque l'augmentation de l'investissement public est financée par un relèvement équivalent (*ex ante*) des impôts sur les revenus du travail ou des impôts sur la consommation, les effets positifs sur la demande du choc d'investissement public sont légèrement plus faibles, d'après les estimations, que les résultats de référence avec le financement par la dette. Le relèvement des impôts sur les revenus du travail nuit aux exportations nationales du fait de la détérioration de la compétitivité-prix à l'échelle internationale. L'augmentation des impôts sur la consommation a une incidence négative essentiellement sur la consommation privée *via* le canal du revenu disponible réel en baisse. De plus, les effets de distorsion qu'exerce un relèvement des impôts frappant les revenus du travail sur l'utilisation du facteur travail ont d'importantes conséquences négatives sur la production à long terme. S'agissant des finances publiques, le recours aux instruments fiscaux pour financer une augmentation des dépenses d'investissement public se traduit par une dynamique plus favorable du déficit public à court terme et entraîne une baisse sur le long terme de la trajectoire de la dette publique. Ces résultats se fondent sur l'hypothèse que les dépenses publiques, autres que celles consacrées à l'investissement public, sont maintenues à un niveau conforme au niveau de référence initial, et que les recettes augmentent avec le renforcement de la croissance du PIB. En d'autres termes, les recettes fiscales supplémentaires tirées de la hausse de l'activité économique due au choc d'investissement ne servent pas au financement de dépenses supplémentaires mais à la réduction de la dette publique.

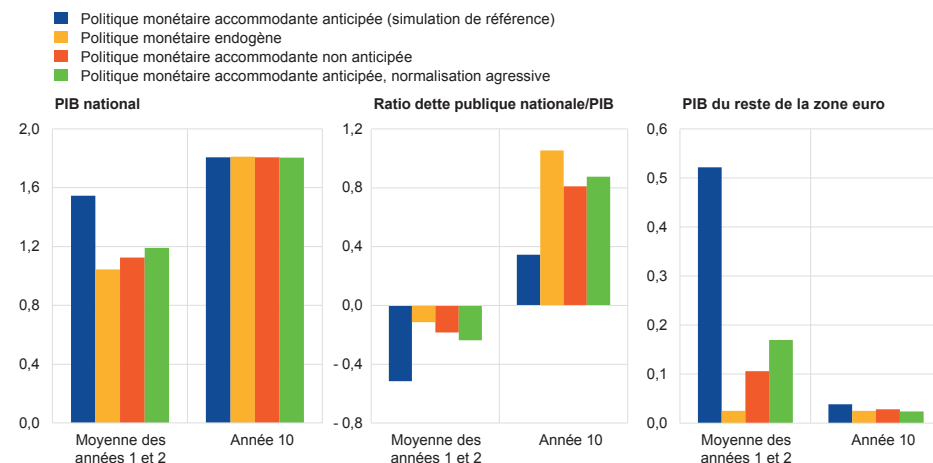
La réponse de la politique monétaire joue un rôle primordial dans les effets macroéconomiques d'une hausse de l'investissement public, notamment du point de vue des répercussions sur le reste de la zone euro. Si, contrairement à la simulation de référence caractérisée par l'absence de réaction de la politique monétaire, il y a un relèvement des taux d'intérêt pour faire face aux risques d'inflation accrus en raison de la hausse à court terme de la demande, le rebond de la consommation et de l'investissement privés devient plus modéré, ce qui limite les gains de production à court terme (cf. graphique 7). Dans ce scénario, l'évolution de la dette publique sera moins favorable sur l'intégralité de l'horizon de simulation. En outre, une réaction endogène de la politique monétaire neutralise pratiquement les répercussions positives du choc sur le reste de la zone euro, les effets positifs du commerce extérieur étant contrebalancés par la hausse des taux d'intérêt réels. De même, lorsque la politique de taux d'intérêt constant n'est pas anticipée par le secteur privé (politique monétaire accommodante non anticipée), la réponse macroéconomique sera probablement plus progressive que dans le scénario de référence. De plus, lorsque la réaction de la politique monétaire met davantage l'accent sur la stabilisation de l'inflation et de la production que sur le lissage des taux d'intérêt, c'est-à-dire lorsqu'elle retourne plus rapidement d'une politique de taux d'intérêt fixe à un cadre normal (« normalisation agressive »), les effets nationaux et les répercussions sur le reste de la zone euro sont beaucoup moins importants, selon les estimations.

La moindre efficacité de l'investissement et la baisse de productivité du capital public atténuent l'incidence positive de l'investissement public supplémentaire. Dans la simulation de référence, on part de l'hypothèse que

Graphique 7

Simulations fondées sur des modèles selon différentes réponses de la politique monétaire

(écart par rapport à la valeur de référence ; en pourcentage)



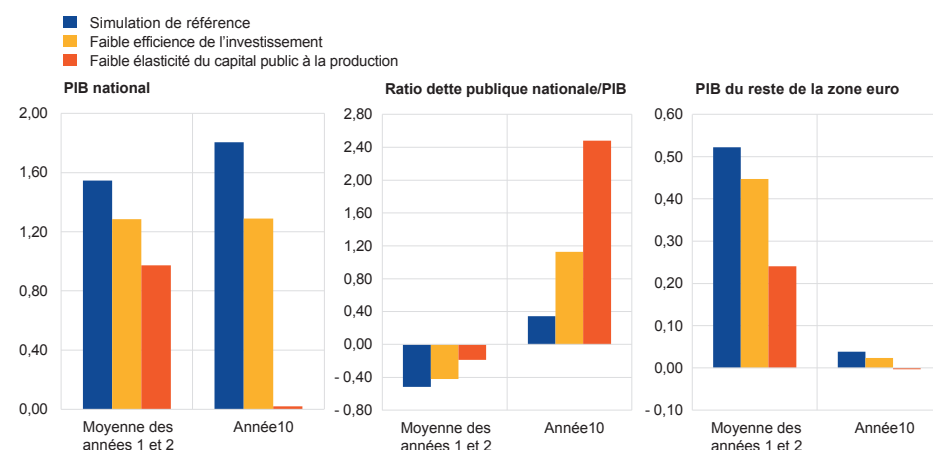
Source : calculs des services de la BCE.

l'investissement public nouveau vient s'ajouter en totalité au stock de capital productif et que l'élasticité du stock de capital public à la production est positive et calibrée à 0,1. Dans un scénario de faible efficacité de l'investissement, où seule la moitié de l'investissement public nouveau contribue au renforcement de l'infrastructure publique productive, l'effet de stimulation sur l'économie nationale et sur le reste de la zone euro est plus faible (cf. graphique 8) Une simulation d'efficacité de l'investissement dans laquelle l'élasticité du capital public à la production est égale à zéro (ce qui implique pour l'essentiel qu'il n'y a pas d'utilisation productive du capital public) fait apparaître un effet d'atténuation encore plus important. Dans ce cas, l'augmentation de l'investissement public a uniquement des effets directs

Graphique 8

Simulations fondées sur des modèles selon différents degrés d'efficacité de l'investissement et de productivité du capital public

(écart par rapport à la valeur de référence ; en pourcentage)



Source : calculs des services de la BCE.

sur la demande. L'impact sur la production reste positif, mais plus faible, à court terme. Toutefois, il s'atténue progressivement à moyen terme, la consommation et l'investissement privés ne contribuant plus à la croissance. Par conséquent, le rebond conjoncturel des recettes fiscales est limité et les soldes budgétaires se détériorent de manière significative. Les répercussions sur le reste de la zone euro sont, elles aussi, considérablement plus faibles. L'effet positif de l'investissement dépend donc de son efficience et de la productivité du capital public.

5 Conclusion

L'investissement public en Europe a fortement diminué depuis la crise, bien que les évolutions soient hétérogènes d'un pays à l'autre. Cette évolution a suscité des appels à stimuler l'investissement public dans un contexte de bas niveau des coûts d'emprunt pour les États, de faible croissance économique et de taux d'intérêt directeurs à leur valeur plancher.

Une augmentation de l'investissement public a des effets positifs sur la demande et peut contribuer à la production potentielle de l'économie en accroissant le stock de capital public. Si la littérature empirique relative à l'incidence du capital public sur la production fait généralement apparaître un effet positif, les estimations varient néanmoins considérablement selon la période, le pays, la mesure du capital et la méthode d'estimation. De même, la productivité des augmentations de capital public peut varier dans le temps et diminuer. Tout accroissement de l'investissement public doit être évalué à l'aune de sa productivité, de son financement ainsi que des coûts et avantages relatifs des options de financement.

Les simulations réalisées à partir de modèles d'un accroissement de l'investissement public dans une grande économie de la zone euro illustrent la sensibilité des implications en termes budgétaires et de production à différentes stratégies de mise en œuvre de la politique d'investissement.

Premièrement, une hausse de l'investissement public aura les effets les plus significatifs à court terme sur la demande, y compris en termes de répercussions sur d'autres pays, dans le cadre d'une politique monétaire accommodante anticipée. Ce constat plaide en faveur d'un accroissement de l'investissement dans le contexte actuel de faible inflation. Deuxièmement, une augmentation de l'investissement public productif financée par la dette ou par les recettes entraîne des gains de production beaucoup plus élevés à court terme que si elle était financée par une réduction des autres dépenses publiques. Toutefois, lorsque les impôts sources de distorsion, comme par exemple les impôts sur les revenus du travail, servent à financer l'investissement public, il doit y avoir un arbitrage entre les gains de production à court terme de l'investissement public supplémentaire et les pertes de production à long terme induites par la fiscalité ; en revanche, lorsque l'accroissement de l'investissement public est financé par une augmentation de la dette publique, il doit être évalué au regard des risques éventuels pour la soutenabilité budgétaire. Enfin, les effets positifs à plus long terme sur la production potentielle de l'économie et l'impact sur les finances publiques dépendent

essentiellement de l'efficience de l'investissement et de la productivité du capital public. Si celles-ci sont faibles, l'augmentation de l'investissement public se traduit par une plus grande détérioration des perspectives relatives à la dette et une moindre persistance des gains de production. Ces résultats soulignent l'importance des considérations d'ordre économique afin de garantir une sélection rigoureuse des projets d'investissement productif.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	2,4	2,2	0,5	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 T1	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,6	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
T2	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,9	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
T3	.	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
T4	.	0,3	0,5	-0,3	1,6	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2015 Septembre	—	—	—	—	—	—	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Octobre	—	—	—	—	—	—	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Novembre	—	—	—	—	—	—	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
Décembre	—	—	—	—	—	—	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 Janvier	—	—	—	—	—	—	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Février ³⁾	—	—	—	—	—	—	.	.	.	.	.	.	-0,2

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

3) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires, qui couvrent habituellement 95 % environ de la zone euro, et sur des indicateurs avancés relatifs au prix de l'énergie.

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Août	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Septembre	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Octobre	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Novembre	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Décembre	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Janvier	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Février	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Août	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Septembre	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Octobre	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Novembre	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Décembre	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Janvier	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Février	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Août	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1
Septembre	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Octobre	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Novembre	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8
Décembre	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6
2016 Janvier	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3
Février	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2015	Février	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	2,58	2,37
	Mars	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29
	Avril	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
	Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,29	2,45	2,17
	Juin	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
	Juillet	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
	Octobre	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Décembre	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,42	2,55	2,22	
2016	Janvier ^(P)	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,87	5,31	6,30	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,41	2,52	2,23

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	Février	0,21	0,35	1,04	3,43	3,60	3,72	3,13	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,14	2,36
	Mars	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,35
	Avril	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,02	2,32
	Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
	Juin	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
	Juillet	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
	Août	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,39	1,53	2,03	2,13
	Septembre	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,17	2,20
	Octobre	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,43	1,69	2,02	2,14
	Novembre	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,37	1,62	1,98	2,09
	Décembre	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,43	1,77	1,92	2,06
2016	Janvier ^(p)	0,13	0,26	0,78	2,97	3,22	3,25	2,78	2,00	2,22	2,18	1,39	1,68	2,07	2,09

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

		Encours							Émissions brutes ¹⁾						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admi- nistra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admi- nistra- tions pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2013		1 253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014		1 320	544	129	.	59	538	50	409	219	34	.	38	93	25
2015		1 260	521	135	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015	Août	1 341	558	130	.	79	515	59	291	132	28	.	22	79	29
	Septembre	1 327	545	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
	Octobre	1 339	552	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
	Novembre	1 351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
	Décembre	1 260	521	135	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016	Janvier	1 283	527	137	.	68	483	67	325	141	31	.	33	87	33
Long terme															
2013		15 107	4 404	3 087	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014		15 127	4 047	3 158	.	994	6 285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015		15 171	3 783	3 207	.	1 065	6 480	637	213	66	44	.	13	81	8
2015	Août	15 243	3 892	3 232	.	1 035	6 447	636	112	42	19	.	4	44	4
	Septembre	15 259	3 864	3 236	.	1 042	6 485	632	257	64	82	.	14	93	4
	Octobre	15 331	3 859	3 290	.	1 048	6 498	636	232	78	44	.	12	89	10
	Novembre	15 376	3 869	3 277	.	1 061	6 525	644	196	67	34	.	16	67	11
	Décembre	15 171	3 783	3 207	.	1 065	6 480	637	153	49	60	.	16	23	4
2016	Janvier	15 140	3 749	3 186	.	1 052	6 520	634	202	75	21	.	6	93	8

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance							Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2013		16 360,7	4 886,5	3 209,1	.	987,4	6 598,1	679,6	5 649,0	569,1	747,3	4 332,7	
2014		16 446,4	4 590,6	3 287,3	.	1 052,4	6 823,2	692,9	5 958,0	591,1	784,6	4 582,3	
2015		16 430,8	4 303,8	3 341,6	.	1 126,1	6 957,8	701,5	6 720,7	586,1	891,5	5 243,1	
2015	Août	16 584,4	4 450,1	3 362,1	.	1 114,3	6 962,5	695,3	6 576,6	630,6	848,4	5 097,6	
	Septembre	16 585,9	4 409,6	3 363,2	.	1 116,9	7 004,9	691,3	6 273,7	582,5	804,8	4 886,4	
	Octobre	16 670,5	4 410,5	3 434,5	.	1 122,3	7 007,0	696,3	6 812,7	612,1	873,0	5 327,6	
	Novembre	16 727,2	4 428,1	3 420,5	.	1 134,4	7 034,0	710,2	7 006,2	613,9	922,6	5 469,8	
	Décembre	16 430,8	4 303,8	3 341,6	.	1 126,1	6 957,8	701,5	6 720,7	586,1	891,5	5 243,1	
2016	Janvier	16 422,9	4 276,0	3 322,9	.	1 119,5	7 003,4	701,1	6 313,9	490,7	832,3	4 990,9	
Taux de croissance													
2013		-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2	
2014		-0,6	-7,8	0,4	.	5,1	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7	
2015		-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6	
2015	Août	-1,0	-7,3	0,4	.	4,1	1,9	-0,2	1,0	3,3	0,4	0,8	
	Septembre	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,5	0,7	
	Octobre	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	0,9	0,7	
	Novembre	0,0	-5,6	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6	
	Décembre	-0,2	-7,0	3,0	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6	
2016	Janvier	-0,8	-7,9	1,4	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	0,7	

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9
2015 T1	93,0	89,2	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
T2	91,2	87,5	88,2	82,3	90,0	90,1	104,4	86,4
T3	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
T4	92,4	88,4	89,3	.	.	.	107,7	88,4
2015 Septembre	93,8	89,7	90,7	—	—	—	109,6	90,3
Octobre	93,6	89,6	90,5	—	—	—	109,0	89,7
Novembre	91,1	87,1	88,1	—	—	—	106,0	87,0
Décembre	92,5	88,3	89,2	—	—	—	108,0	88,5
2016 Janvier	93,6	89,1	90,2	—	—	—	109,9	89,7
Février	94,7	90,0	91,2	—	—	—	111,3	91,0
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2016 Février	1,2	1,0	1,2	—	—	—	1,3	1,4
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2016 Février	1,5	0,6	1,6	—	—	—	4,0	2,5

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 T1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
T2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
T3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
T4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 Septembre	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Octobre	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Novembre	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
Décembre	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Janvier	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Février	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2016 Février	1,8	-0,3	0,1	0,0	-1,4	-0,8	-0,2	2,8	-1,1	1,4	0,7	2,1
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2016 Février	2,4	-1,0	-2,1	0,2	1,1	-5,4	5,3	4,7	1,1	-0,8	3,8	-2,3

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2014	T4	19 874,6	20 995,4	-1 120,7	8 247,8	6 403,1	6 467,3	9 829,8	-43,1	4 590,4	4 762,5	612,3	12 048,4
2015	T1	21 841,7	22 847,8	-1 006,0	8 952,8	6 632,8	7 225,2	11 059,5	-69,3	5 042,7	5 155,5	690,4	13 008,1
	T2	21 447,0	22 295,7	-848,7	8 871,7	6 704,2	7 105,7	10 628,1	-24,8	4 835,9	4 963,4	658,5	12 653,2
	T3	21 347,0	22 222,1	-875,1	9 177,3	7 153,7	6 781,0	10 124,9	-36,7	4 781,1	4 943,4	644,2	12 668,6
encours en pourcentage du PIB													
2015	T3	206,9	215,3	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Flux													
2015	T1	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	—
	T2	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	—
	T3	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	—
	T4	-117,8	-215,2	97,4	42,6	40,2	102,9	-31,5	16,4	-284,3	-224,0	4,6	—
2015	Juillet	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	—
	Août	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	—
	Septembre	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	—
	Octobre	121,9	84,4	37,5	39,9	43,9	56,0	30,0	-0,7	32,7	10,5	-6,0	—
	Novembre	-32,2	-51,1	18,9	-4,9	-4,5	27,0	-3,2	9,8	-66,5	-43,4	2,5	—
	Décembre	-207,5	-248,5	40,9	7,6	0,9	19,9	-58,3	7,3	-250,5	-191,0	8,1	—
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Décembre	549,3	333,4	215,9	439,8	407,0	382,5	113,1	38,6	-322,3	-186,7	10,7	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Décembre	5,3	3,2	2,1	4,2	3,9	3,7	1,1	0,4	-3,1	-1,8	0,1	—

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 005,5	573,7	365,7	-6,8	336,6	4 373,4	4 036,7
2014	10 106,4	9 732,9	5 631,1	2 128,5	1 984,6	1 008,1	596,2	375,3	-11,3	373,6	4 521,3	4 147,8
2015	10 400,2	9 940,4	5 738,0	2 169,1	2 054,2	.	.	.	-20,8	459,7	4 751,0	4 291,3
2015 T1	2 573,8	2 462,9	1 421,0	538,3	509,0	256,0	154,5	96,7	-5,4	110,9	1 167,6	1 056,8
T2	2 591,7	2 473,5	1 433,0	540,4	510,1	253,8	155,1	99,5	-10,0	118,2	1 196,8	1 078,7
T3	2 606,9	2 490,4	1 439,4	543,0	513,6	253,6	154,7	101,2	-5,6	116,5	1 195,2	1 078,7
T4	2 624,0	2 510,0	1 444,1	546,4	521,6	.	.	.	-2,1	114,0	1 192,5	1 078,4
en pourcentage du PIB												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	.	.	.	-0,2	4,4	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T1	0,6	0,8	0,5	0,5	1,4	1,3	1,9	1,4	—	—	1,4	2,1
T2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	—	—	1,7	1,0
T3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,5	1,2	—	—	0,2	1,2
T4	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	.	.	.	—	—	0,2	0,9
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,5	-2,4	-0,4	—	—	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	—	—	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	.	.	.	—	—	5,0	5,7
2015 T1	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,1	4,8	2,6	—	—	5,3	6,0
T2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,6	4,4	5,0	—	—	6,0	5,8
T3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,5	2,2	6,8	—	—	4,6	5,5
T4	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	.	.	.	—	—	3,6	5,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2015 T1	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	—	—
T2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	—	—
T3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	—	—
T4	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	.	.	.	0,1	-0,3	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	—	—
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	—	—
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	.	.	.	0,0	-0,1	—	—
2015 T1	1,3	1,4	0,9	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	—	—
T2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,3	—	—
T3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	—	—
T4	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	.	.	.	0,3	-0,6	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	8 927,3	152,3	1 737,0	458,1	1 680,2	412,6	442,3	1 030,6	945,2	1 751,4	317,6	1 004,5
2014	9 073,5	146,7	1 756,9	461,6	1 711,1	417,6	453,9	1 051,0	968,0	1 781,8	324,8	1 033,0
2015	9 329,3	146,4	1 815,9	469,8	1 771,3	431,1	456,4	1 075,8	1 008,2	1 821,1	333,4	1 070,9
2015 T1	2 312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9	265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
T2	2 324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5	267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
T3	2 337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7	270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
T4	2 351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1	271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T1	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6	0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
T2	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1	0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
T3	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6	0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
T4	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8	1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 T1	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1	1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
T2	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3	0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
T3	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2	1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
T4	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4	1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2015 T1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	–
T4	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	–
2015 T1	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	–
T2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T3	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	–
T4	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-0,4	-0,5	0,0	-1,1	-0,7	-4,4	-0,6	1,1	-0,4	0,2	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,8	0,7
2014 T4	0,8	1,0	-0,2	0,2	0,3	-1,4	0,9	0,6	-0,5	1,6	2,4	0,8	1,8
2015 T1	0,9	1,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	1,2	0,5	-0,3	1,5	2,7	0,6	0,7
T2	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,9	1,0	1,0	0,4	2,5	2,8	0,6	1,0
T3	1,1	1,3	-0,2	0,1	0,4	-0,3	1,2	1,5	0,0	2,4	3,0	0,8	1,0
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,6	-1,6	-1,5	-2,3	-2,2	-6,8	-1,7	0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,1	0,4	-1,7	0,6	1,2	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,0
2014 T4	1,0	1,2	0,1	0,7	1,0	-1,1	0,8	1,4	-0,8	1,6	2,9	0,9	1,2
2015 T1	0,8	1,0	-0,1	0,8	0,5	-0,3	0,7	0,6	-0,6	2,4	2,5	0,6	1,2
T2	1,1	1,3	0,3	1,0	0,9	1,2	0,7	1,5	0,4	3,3	3,3	0,6	1,2
T3	1,3	1,6	0,2	0,7	1,0	0,4	1,0	2,6	-0,2	3,7	3,7	0,9	1,2
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,2	-1,1	-1,6	-1,2	-1,5	-2,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1	-0,5	-1,2
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	-0,6
2014 T4	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6
2015 T1	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,2	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,9	-0,2	0,0	0,4
T2	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	0,2
T3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	-0,1	1,0	-0,2	1,3	0,7	0,1	0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes	
						Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
			Millions	% de la popu- lation active		Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2013			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,334	4,6	19,212	12,0	5,9	15,621	10,7	3,592	24,3	10,299	11,9	8,913	12,1	1,5	
2014	160,308	4,6	18,624	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,929	11,5	8,695	11,8	1,7	
2015	.	.	17,430	10,9	.	14,275	9,7	3,155	22,4	9,254	10,7	8,176	11,0	.	
2015	T1	160,090	4,7	17,994	11,2	5,9	14,757	10,1	3,237	22,7	9,560	11,1	8,434	11,4	1,7
	T2	160,461	4,6	17,685	11,0	5,7	14,507	9,9	3,178	22,5	9,397	10,9	8,288	11,2	1,7
	T3	160,554	4,4	17,202	10,7	5,3	14,081	9,6	3,120	22,3	9,121	10,5	8,081	10,9	1,6
	T4	.	.	16,838	10,5	.	13,754	9,4	3,085	22,2	8,936	10,3	7,902	10,7	.
2015	Août	—	—	17,211	10,7	—	14,077	9,6	3,134	22,4	9,120	10,5	8,092	10,9	—
	Septembre	—	—	17,058	10,6	—	13,940	9,5	3,118	22,3	9,041	10,4	8,017	10,8	—
	Octobre	—	—	16,959	10,6	—	13,838	9,4	3,121	22,3	9,002	10,4	7,956	10,7	—
	Novembre	—	—	16,803	10,5	—	13,733	9,4	3,070	22,1	8,902	10,3	7,901	10,7	—
	Décembre	—	—	16,752	10,4	—	13,690	9,3	3,063	22,1	8,904	10,3	7,849	10,6	—
2016	Janvier	—	—	16,647	10,3	—	13,609	9,3	3,037	22,0	8,800	10,2	7,847	10,6	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

		Production industrielle					Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières	
		Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants		
				Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement								Biens de consom- mation
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010		100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2013		-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-4,4
2014		0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015		1,4	1,5	0,8	1,8	1,8	0,2	-0,9	2,5	2,5	1,4	3,4	2,4	8,9
2015	T1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,7	1,1	2,4	1,1	3,4	2,2	9,0
	T2	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,8	5,4	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
	T3	1,8	2,1	0,9	2,5	2,7	0,0	-1,2	2,2	3,2	2,2	3,9	3,1	9,4
	T4	0,8	1,3	1,4	0,9	1,3	-3,2	0,1	1,3	2,0	1,1	2,7	1,8	10,4
2015	Août	2,3	2,9	1,2	4,1	3,2	-2,3	-2,1	3,5	2,7	2,7	2,6	4,1	8,3
	Septembre	1,4	1,9	1,4	2,0	1,9	-1,4	-0,5	0,0	3,3	1,6	4,8	2,1	9,8
	Octobre	2,1	2,3	1,5	3,6	1,3	1,1	0,1	0,7	2,3	1,1	3,2	1,7	5,8
	Novembre	1,4	1,8	2,2	1,7	1,5	-2,7	0,3	3,3	1,7	0,8	2,4	2,2	10,9
	Décembre	-1,3	-0,4	0,4	-2,6	1,3	-7,3	-0,4	0,0	2,1	1,4	2,7	1,6	15,1
2016	Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	2,0	1,4	3,0	0,3	10,8
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2015	Août	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,3	-3,6	0,5	-1,6	0,1	0,6	-0,2	1,6	-0,5
	Septembre	-0,2	-0,4	0,0	-0,3	-1,4	1,7	-0,8	-2,0	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,9
	Octobre	0,9	0,6	0,1	1,4	0,7	1,8	0,5	1,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-1,1
	Novembre	-0,5	-0,2	0,7	-1,5	0,0	-4,3	0,9	0,9	0,1	-0,1	-0,1	0,4	2,4
	Décembre	-1,0	-0,8	-0,3	-1,9	-0,1	-2,4	-0,6	-0,2	0,6	0,6	0,5	0,8	5,0
2016	Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,5	0,7	0,1	1,5

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,7	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,6	-18,8	-27,9	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,4	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,3	-6,2	-22,5	1,6	9,1	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 T1	102,6	-3,9	81,1	-6,2	-24,8	-1,5	5,7	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
T2	103,7	-3,2	81,1	-5,2	-24,4	0,0	7,7	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
T3	104,5	-2,9	81,3	-7,0	-22,5	3,0	10,4	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
T4	106,3	-2,4	81,7	-6,4	-18,4	5,1	12,6	88,6	52,8	54,0	54,2	54,1
2015 Septembre	105,5	-2,3	—	-7,0	-22,2	4,3	12,4	—	52,0	53,4	53,7	53,6
Octobre	106,1	-1,9	81,5	-7,5	-20,1	6,5	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Novembre	106,0	-3,3	—	-5,9	-17,5	5,8	12,7	—	52,8	54,0	54,2	54,2
Décembre	106,7	-2,0	—	-5,7	-17,6	2,9	12,8	—	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 Janvier	105,1	-3,1	81,9	-6,3	-19,0	2,7	11,5	88,5	52,3	53,4	53,6	53,6
Février	103,8	-4,4	—	-8,8	-17,5	1,6	10,6	—	51,2	52,3	53,3	53,0

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,4	98,8	-1,8	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	31,0	1,7	133,4	1,6	-6,6	1,1
2013	12,7	97,3	-0,4	1,2	-4,0	0,5	-1,8	31,9	3,1	131,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,8	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	3,2	1,0
2014 T4	12,7	96,6	1,0	1,8	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	131,9	1,6	1,3	1,0
2015 T1	12,7	96,0	2,0	1,8	-0,5	3,8	1,4	31,9	3,6	133,9	2,4	2,2	1,4
T2	12,8	95,7	2,2	1,8	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,1	133,2	2,9	3,1	1,6
T3	12,7	95,6	1,7	1,8	1,0	2,4	2,0	33,0	4,8	132,6	3,4	2,8	1,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	T1	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
	T2	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
	T3	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
	T4	882,1	804,1	78,0	514,2	432,1	192,1	176,2	150,0	136,4	25,9	59,3	14,0	7,1
2015	Juillet	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
	Août	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
	Septembre	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
	Octobre	297,6	271,9	25,7	172,5	144,5	64,0	58,8	52,2	48,7	8,8	20,0	4,5	2,0
	Novembre	298,0	271,0	26,9	172,7	145,2	64,6	58,6	51,8	47,3	8,9	19,9	3,9	1,8
	Décembre	286,6	261,1	25,5	169,0	142,4	63,4	58,8	46,0	40,4	8,2	19,5	5,6	3,3
flux cumulés sur 12 mois														
2015	Décembre	3 542,3	3 228,3	314,0	2 068,5	1 748,4	754,0	691,5	616,9	552,5	102,8	235,9	41,9	55,7
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2015	Décembre	34,1	31,1	3,0	19,9	16,8	7,3	6,7	5,9	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T1	5,6	1,9	509,1	241,6	105,3	149,4	422,0	447,9	260,2	70,2	109,7	315,2	55,4
	T2	8,2	4,2	513,4	242,5	105,4	153,5	428,6	453,3	265,4	70,4	110,8	317,3	60,0
	T3	4,4	0,8	507,0	234,8	104,7	153,8	422,3	445,5	254,6	69,8	113,1	316,5	51,0
	T4	3,1	2,2	508,5	.	.	.	424,2	445,2	.	.	.	322,3	.
2015	Juillet	7,0	0,9	172,8	79,6	35,4	52,5	143,6	150,3	86,5	23,5	37,7	106,4	18,2
	Août	5,5	2,7	166,5	77,7	34,4	50,7	137,9	147,2	83,9	23,0	37,7	103,9	17,0
	Septembre	0,8	-0,8	167,8	77,5	34,8	50,6	140,8	148,0	84,2	23,3	37,7	106,2	15,8
	Octobre	0,4	-0,6	168,1	79,8	34,9	50,8	142,6	148,3	84,4	24,5	37,5	107,1	16,1
	Novembre	5,8	4,1	170,4	78,8	34,9	51,6	140,5	147,9	82,2	23,7	38,1	107,3	14,4
	Décembre	3,4	3,4	170,0	.	.	.	141,1	149,0	.	.	.	108,0	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T1	2,6	5,2	118,9	115,2	120,7	123,2	118,9	106,6	106,6	107,0	105,9	108,6	105,9
	T2	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,2	104,2	103,6	104,8	107,1	99,5
	T3	1,1	3,2	116,6	111,8	117,9	122,6	116,7	105,8	105,6	104,8	106,6	107,3	99,4
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015	Juin	7,9	6,7	117,7	113,8	120,5	122,4	118,6	105,6	105,4	103,9	107,3	109,1	97,3
	Juillet	3,1	1,9	118,8	112,8	119,6	125,5	119,0	106,1	105,0	107,0	108,0	108,9	97,0
	Août	2,0	5,5	114,9	111,2	115,5	121,4	113,9	105,1	105,3	103,5	105,7	105,1	100,5
	Septembre	-1,7	2,4	116,2	111,3	118,7	121,1	117,2	106,2	106,6	103,8	106,1	108,0	100,9
	Octobre	-1,7	3,7	117,1	115,3	118,7	122,1	118,8	107,3	108,1	110,3	105,9	109,7	103,7
	Novembre	3,3	7,5	118,3	114,4	117,9	122,2	116,4	107,3	106,5	105,4	107,7	109,7	95,5

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires et énergie											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	69,7	56,6	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	-0,1	0,9
2015 T1	99,2	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,2	0,2	0,7	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2
T2	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,2	0,7	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9
T3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8
T4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2015 Septembre	100,2	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Octobre	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Novembre	100,2	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Décembre	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6
2016 Janvier	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,1	-0,4	0,1	-2,7	0,0	0,4	0,3
Février ²⁾	98,8	-0,2	0,7	.	1,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	-1,3	0,1	.	.

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et per-sonnels	Divers	
	Total	Produits alimen-taires transfor-més	Produits alimen-taires non transfor-més	Total	Produits manu-facturés hors énergie	Énergie	Loyers						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,6	6,3	7,4	3,1	14,9	7,5	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2015 T1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2	
T2	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2	
T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0	
T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2	
2015 Septembre	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,2	1,0	1,4	-0,1	1,6	1,1	
Octobre	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2	
Novembre	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,6	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2	
Décembre	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2	
2016 Janvier	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2	
Février ²⁾	0,7	0,9	0,3	.	0,3	-8,0	.	.	.	.	.	.	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Estimation fondée sur des données nationales provisoires, qui couvrent habituellement 95 % environ de la zone euro, et sur des indicateurs avancés relatifs aux prix de l'énergie.

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ¹⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	.	.
2015 T1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	2,5
T2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,1	3,6
T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,5	5,1
T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,4	0,0	.	.
2015 Août	103,8	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	—	—	—
Septembre	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,7	0,2	-10,0	—	—	—
Octobre	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	—	—	—
Novembre	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	—	—	—
Décembre	102,1	-3,0	-2,1	-0,7	-1,9	0,6	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	—	—	—
2016 Janvier	101,0	-2,9	-1,9	-0,6	-1,6	0,4	-0,1	-0,2	0,2	-8,6	—	—	—

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 T1	105,4	1,1	0,1	-0,1	0,6	0,7	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
T2	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
T3	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
T4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2015 Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,3	-7,9	3,8	-13,8	-6,0	2,3	-12,6
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,9	-8,3	3,7	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	42,8	-8,0	6,2	-15,6	-8,5	-1,4	-14,7
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	31,0	-14,3	-5,4	-19,5	-14,1	-9,4	-18,3

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	—	—	-2,1	34,0	57,7	56,7	—	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T1	-5,6	-0,7	1,2	-16,9	-2,5	45,8	52,5	48,8	47,6
T2	-1,3	3,2	2,9	-15,0	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
T3	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
T4	-2,1	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 Septembre	-3,5	-0,6	2,7	-11,9	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Octobre	-2,4	2,0	4,6	-10,1	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Novembre	-0,8	2,4	4,1	-8,7	-0,5	45,6	53,3	49,3	49,6
Décembre	-3,2	1,3	2,3	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 Janvier	-4,1	0,3	3,2	-8,0	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Février	-5,5	1,7	3,2	-10,5	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2						M3-M2					
		M1			M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'invest- tissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2013		909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014		968,5	4 952,3	5 920,8	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	427,7	104,7	656,3	10 324,3
2015		1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015	T1	993,5	5 154,9	6 148,4	1 529,1	2 149,9	3 679,1	9 827,5	125,8	437,5	96,6	659,9	10 487,4
	T2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,2
	T3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
	T4	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015	Août	1 025,0	5 383,6	6 408,6	1 460,5	2 163,9	3 624,3	10 032,9	102,4	446,2	80,4	629,0	10 661,9
	Septembre	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
	Octobre	1 029,9	5 487,7	6 517,6	1 438,5	2 164,3	3 602,8	10 120,4	106,8	473,5	76,9	657,1	10 777,5
	Novembre	1 037,4	5 544,3	6 581,8	1 448,3	2 162,6	3 610,8	10 192,6	91,5	485,2	82,0	658,7	10 851,3
	Décembre	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2016	Janvier ^(p)	1 044,5	5 622,7	6 667,2	1 448,6	2 156,8	3 605,4	10 272,6	87,6	471,1	78,2	636,8	10 909,4
Flux													
2013		45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014		58,2	379,3	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,7	24,6	374,4
2015		64,8	576,6	641,4	-143,3	12,0	-131,3	510,1	-47,8	49,6	-26,4	-24,7	485,4
2015	T1	23,8	166,6	190,4	-56,9	2,0	-54,8	135,6	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,6
	T2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	3,6	3,9	-27,6	108,0
	T3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,4	8,4	119,4
	T4	6,3	129,1	135,4	-3,5	-4,0	-7,5	127,9	-21,5	21,7	-2,6	-2,4	125,5
2015	Août	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
	Septembre	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-3,9	-6,6	26,7
	Octobre	1,7	49,4	51,1	-12,1	-0,2	-12,3	38,7	8,2	16,0	4,4	28,6	67,4
	Novembre	7,6	48,3	55,8	7,4	-1,9	5,5	61,3	-15,7	11,8	5,2	1,3	62,6
	Décembre	-3,0	31,4	28,5	1,2	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,5
2016	Janvier ^(p)	10,1	54,9	65,0	1,4	-3,7	-2,3	62,7	10,5	-2,8	4,6	12,4	75,1
Taux de croissance													
2013		5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014		6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015		6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015	T1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
	T2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
	T3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
	T4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015	Août	8,6	12,1	11,5	-11,2	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
	Septembre	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
	Octobre	8,1	12,3	11,6	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,1	6,6	3,2	5,2
	Novembre	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,3	2,7	5,0
	Décembre	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2016	Janvier ^(p)	6,1	11,3	10,5	-7,5	0,7	-2,7	5,4	-28,0	9,4	-16,2	-1,3	5,0

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 815,2	1 318,7	365,8	111,6	19,2	5 556,6	2 751,2	809,6	1 992,8	3,0	895,8	222,7	333,1
2015	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 T1	1 848,5	1 381,7	340,2	111,8	14,9	5 597,8	2 839,3	762,8	1 991,9	3,8	947,6	225,7	340,2
T2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 646,7	2 910,7	735,1	1 998,1	2,8	955,7	228,1	340,9
T3	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
T4	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2015 Août	1 889,4	1 441,7	325,0	114,5	8,2	5 674,0	2 960,0	714,8	1 996,2	3,1	968,1	224,7	354,2
Septembre	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Octobre	1 937,3	1 493,6	316,7	116,9	10,1	5 706,8	3 003,6	705,6	1 994,2	3,5	964,5	222,4	366,1
Novembre	1 934,2	1 486,9	321,4	116,8	9,1	5 728,0	3 033,3	698,5	1 992,2	3,9	990,4	222,4	371,7
Décembre	1 927,6	1 480,9	322,0	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,2	224,6	362,5
2016 Janvier ^(p)	1 966,4	1 520,9	320,1	115,6	9,8	5 763,9	3 077,2	693,9	1 989,2	3,6	983,3	224,2	378,1
Flux													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,5	91,2	-25,5	1,5	2,4	140,5	209,8	-65,7	-1,8	-1,7	53,4	7,5	21,7
2015	100,0	140,2	-33,9	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,7	27,9
2015 T1	29,5	48,9	-14,9	0,1	-4,6	39,0	79,1	-41,1	0,2	0,8	35,0	1,5	7,5
T2	13,3	31,7	-16,8	1,0	-2,6	50,7	73,3	-28,0	6,4	-1,0	12,3	2,8	0,9
T3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,9	78,3	-27,7	-1,9	0,2	10,3	-10,2	13,4
T4	14,7	18,6	-2,6	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	18,9	4,2	6,1
2015 Août	2,8	5,8	0,7	0,7	-4,4	11,0	18,3	-7,4	0,1	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Septembre	12,4	9,5	-0,4	1,4	2,0	21,3	28,9	-7,3	-0,2	-0,1	-3,0	-6,6	1,9
Octobre	25,2	31,9	-7,8	1,1	0,0	10,6	15,0	-2,0	-2,9	0,5	-4,5	4,5	9,5
Novembre	-7,6	-10,0	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
Décembre	-2,9	-3,3	1,5	-0,3	-0,8	24,1	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,3	2,1	-8,8
2016 Janvier ^(p)	40,3	41,1	-1,5	-0,9	1,6	13,1	16,3	-0,1	-4,0	1,0	-5,3	-0,5	15,4
Taux de croissance													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,3	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 T1	4,7	9,9	-9,8	0,8	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,6	-0,5	5,2
T2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
T3	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
T4	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Août	4,8	11,2	-13,3	1,6	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Septembre	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Octobre	6,6	12,2	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-25,6	10,8	-3,7	9,8
Novembre	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,7	-4,7	10,9
Décembre	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Janvier ^(p)	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,4	3,7	10,5	-11,4	0,2	-12,4	9,2	-3,2	9,9

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2013		3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,5	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014		3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 920,7	4 271,7	5 200,4	909,8	128,9	1 276,9	774,7
2015		3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2015	T1	3 671,7	1 148,5	2 523,2	12 674,1	10 611,8	11 008,5	4 301,5	5 234,0	941,6	134,7	1 274,1	788,2
	T2	3 680,4	1 137,4	2 543,0	12 636,4	10 592,2	10 986,5	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,8	789,4
	T3	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3
	T4	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2015	Août	3 766,9	1 132,3	2 634,6	12 697,1	10 599,3	11 000,9	4 291,1	5 268,8	910,8	128,6	1 306,1	791,7
	Septembre	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3
	Octobre	3 835,6	1 119,8	2 715,8	12 695,5	10 607,1	11 003,3	4 290,2	5 301,9	890,6	124,3	1 296,6	791,8
	Novembre	3 877,8	1 118,4	2 759,4	12 736,0	10 650,2	11 046,6	4 307,5	5 310,0	908,3	124,4	1 287,6	798,2
	Décembre	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,3	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2016	Janvier ^(p)	3 963,7	1 117,3	2 846,4	12 687,9	10 617,1	11 013,2	4 289,1	5 311,7	890,6	125,6	1 306,0	764,9
Flux													
2013		-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014		72,0	16,0	56,1	-104,0	-50,3	-32,1	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015		283,8	-20,7	304,6	97,6	68,8	49,0	0,6	98,0	-24,3	-5,5	24,2	4,5
2015	T1	40,3	16,5	23,8	34,1	45,2	31,7	8,3	19,2	12,4	5,3	-3,5	-7,5
	T2	58,0	-10,7	68,6	0,2	7,6	1,6	-0,3	30,7	-23,8	1,0	-14,1	6,7
	T3	112,2	-10,2	122,3	54,8	-7,9	-2,8	-6,0	24,7	-12,3	-14,4	64,3	-1,6
	T4	73,4	-16,4	89,8	8,4	23,9	18,5	-1,4	23,4	-0,7	2,6	-22,4	7,0
2015	Août	47,1	-0,1	47,1	15,2	3,8	4,5	-0,8	9,1	-1,5	-3,0	12,1	-0,7
	Septembre	35,0	-6,1	41,1	-29,7	-26,0	-27,4	-10,4	11,4	-19,6	-7,4	5,6	-9,3
	Octobre	10,1	-7,7	17,8	16,6	27,7	25,7	7,0	15,0	2,6	3,1	-19,1	8,0
	Novembre	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,4	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7
	Décembre	26,7	-7,1	33,9	-26,8	-39,1	-38,5	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-4,7
2016	Janvier ^(p)	60,3	5,2	55,0	24,0	34,1	31,4	21,0	6,4	4,6	2,1	6,9	-17,0
Taux de croissance													
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015		7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015	T1	2,8	1,9	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,4	14,1	-4,9	3,2
	T2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
	T3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
	T4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2015	Août	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,2
	Septembre	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
	Octobre	6,9	0,2	9,9	0,9	0,9	0,7	0,3	1,8	-1,5	2,0	0,0	2,5
	Novembre	7,8	-0,7	11,7	1,1	1,2	0,9	0,7	1,9	-0,1	-1,4	-0,7	3,4
	Décembre	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,4	0,0	1,9	-2,6	-4,2	1,9	0,6
2016	Janvier ^(p)	8,6	-2,4	13,7	0,9	0,8	0,6	0,4	1,9	-2,5	-9,5	2,3	-0,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
		Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
		Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾					Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2013		4 353,6	4 407,7	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 546,6	573,6	3 853,7	795,5
2014		4 271,7	4 329,7	1 080,7	720,5	2 470,4	5 200,4	5 545,3	563,4	3 861,0	776,0
2015		4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2015	T1	4 301,5	4 357,4	1 089,2	734,6	2 477,8	5 234,0	5 570,3	567,8	3 890,9	775,3
	T2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,2	578,7	3 908,9	771,0
	T3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
	T4	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2015	Août	4 291,1	4 350,1	1 083,9	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,3	581,6	3 917,2	770,0
	Septembre	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
	Octobre	4 290,2	4 350,6	1 062,6	755,6	2 472,1	5 301,9	5 630,1	594,9	3 940,6	766,5
	Novembre	4 307,5	4 365,8	1 076,6	755,5	2 475,3	5 310,0	5 638,7	596,8	3 944,8	768,3
	Décembre	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 638,7	595,6	3 948,3	763,6
2016	Janvier ^(p)	4 289,1	4 352,3	1 048,5	765,3	2 475,2	5 311,7	5 642,9	596,3	3 952,0	763,4
Flux											
2013		-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014		-60,9	-64,0	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	5,9	-2,9	-3,4	-9,1
2015		0,6	6,3	-45,8	32,3	14,1	98,0	77,1	21,6	80,1	-3,6
2015	T1	8,3	5,7	-1,0	7,5	1,8	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
	T2	-0,3	0,9	-3,0	7,3	-4,5	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
	T3	-6,0	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	26,5	5,2	19,8	-0,3
	T4	-1,4	0,4	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,6	5,0	20,3	-1,9
2015	Août	-0,8	0,3	4,1	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
	Septembre	-10,4	-9,8	-24,0	3,6	10,0	11,4	9,7	1,3	10,2	-0,1
	Octobre	7,0	10,2	-5,6	10,1	2,5	15,0	7,5	3,0	12,5	-0,6
	Novembre	12,4	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
	Décembre	-20,9	-19,1	-32,5	5,9	5,7	0,1	2,4	-0,6	4,2	-3,4
2016	Janvier ^(p)	21,0	22,9	13,2	5,4	2,4	6,4	6,0	1,1	4,8	0,4
Taux de croissance											
2013		-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014		-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015		0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015	T1	-0,6	-0,7	-0,8	2,0	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,8
	T2	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,9
	T3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
	T4	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015	Août	0,2	0,2	0,1	2,6	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
	Septembre	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
	Octobre	0,3	0,4	-3,1	5,0	0,4	1,8	1,2	2,9	2,0	-0,4
	Novembre	0,7	0,7	-0,9	3,5	0,5	1,9	1,4	3,6	2,1	-0,2
	Décembre	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	Janvier ^(p)	0,4	0,6	-3,1	4,6	0,7	1,9	1,4	4,0	2,0	-0,3

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM			
		Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,6	2 248,9	92,2	2 381,7	2 465,8	1 383,3	226,5	184,5	139,7
2015	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2015 T1	283,2	7 320,9	2 258,5	90,6	2 395,7	2 576,1	1 505,6	240,1	236,3	160,6
T2	265,2	7 169,4	2 223,1	86,7	2 330,6	2 529,0	1 459,0	242,1	224,6	147,1
T3	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
T4	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2015 Août	274,5	7 127,1	2 225,0	84,3	2 289,8	2 528,0	1 355,3	244,1	207,0	128,4
Septembre	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
Octobre	347,8	7 107,3	2 207,4	82,2	2 257,1	2 560,5	1 396,2	305,3	196,4	144,9
Novembre	296,0	7 123,8	2 189,4	80,3	2 284,3	2 569,9	1 385,8	271,5	217,7	146,0
Décembre	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,5	1 331,3	283,4	205,9	135,6
2016 Janvier ^(p)	306,0	7 054,7	2 174,5	78,6	2 224,5	2 577,1	1 309,8	308,8	213,8	141,7
Flux										
2013	-44,9	-89,7	-19,0	-14,3	-137,3	80,9	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-162,5	-122,3	2,0	-151,4	109,1	238,4	-0,2	0,7	17,8
2014	7,5	-219,2	-104,0	-13,5	-203,8	102,0	-97,4	-10,2	21,4	-4,0
2015 T1	15,5	-36,8	-27,8	-2,6	-52,3	45,9	3,4	33,3	51,7	21,0
T2	-18,0	-87,4	-34,7	-3,9	-50,5	1,8	-0,3	-55,3	-11,8	-13,6
T3	22,0	-37,6	6,1	-3,1	-58,5	17,9	-64,1	0,9	-11,0	-7,1
T4	-11,9	-57,4	-47,5	-3,9	-42,4	36,4	-36,5	10,8	-7,7	-4,3
2015 Août	20,8	-14,4	-2,7	-1,4	-13,3	3,0	-19,5	-17,0	-0,3	-13,9
Septembre	12,8	-19,9	-1,1	-0,6	-25,1	6,9	7,4	6,9	6,6	11,6
Octobre	58,0	-33,9	-23,4	-1,5	-17,5	8,6	10,5	54,3	-17,2	5,0
Novembre	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,0	-15,3	-40,3	21,3	1,1
Décembre	-18,1	-12,3	-3,0	-0,5	-18,6	9,8	-31,7	-3,2	-11,7	-10,4
2016 Janvier ^(p)	27,7	-31,3	-9,1	-1,2	-24,6	3,5	-28,2	15,4	7,9	6,9
Taux de croissance										
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 T1	5,5	-2,7	-5,9	-0,1	-6,8	4,6	-	-	33,4	37,6
T2	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,3	-	-	31,0	23,5
T3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
T4	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Août	-1,4	-3,2	-4,3	-7,9	-8,7	3,6	-	-	20,3	9,8
Septembre	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Octobre	29,6	-3,5	-4,2	-10,1	-9,0	3,0	-	-	7,2	19,6
Novembre	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Décembre	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Janvier ^(p)	3,4	-3,3	-4,4	-15,4	-8,9	3,5	-	-	5,1	7,0

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

		Service de la dette dû dans l'année ²⁾				Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾							
		Total	Principal		Intérêts		Encours					Opérations		
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements	
										Échéances ≤ 1 an				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012		16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2013		15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014		15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2014	T4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	T1	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
	T2	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
	T3	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
2015	Août	15,3	13,4	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
	Septembre	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Octobre	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Novembre	16,0	14,0	4,7	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
	Décembre	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	Janvier	15,4	13,4	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2014 T4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2015 T1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,7	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2
T2	-3,1	0,4	0,6	-3,0	-5,3	-5,5	-3,9	-2,9	-0,4
T3	-3,0	0,8	0,7	-2,5	-5,4	-5,3	-3,7	-2,8	-0,9
Dettes des administrations publiques									
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2014 T4	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2015 T1	110,9	74,3	10,0	104,7	169,9	99,7	97,5	135,3	107,5
T2	109,3	72,5	9,9	102,1	168,9	99,3	97,7	136,0	110,4
T3	108,7	71,9	9,8	99,4	171,0	99,3	97,0	134,6	109,6

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 T4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 T1	-1,9	-0,8	0,7	-2,5	-2,0	-2,2	-7,2	-4,7	-2,8	-3,3
T2	-2,0	0,3	0,5	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,6	-2,8	-2,8
T3	-2,0	0,0	0,2	-1,7	-1,7	-2,4	-3,2	-4,1	-2,6	-2,9
Dettes des administrations publiques										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 T4	40,8	40,7	22,9	66,9	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2015 T1	35,6	38,0	22,2	68,5	69,2	84,9	130,3	81,8	53,9	60,6
T2	35,3	37,6	21,6	67,4	67,1	86,3	128,6	80,8	54,3	62,4
T3	36,4	38,1	21,3	66,3	66,3	85,3	130,5	84,1	53,5	61,2

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2016**

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

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 9 mars 2016.

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

Directeur de la publication :

Nathalie Aufauvre

Secrétaire général