



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE  
EUROSYSTEME

## Bulletin économique

Numéro 3 / 2016



# Table des matières

## Évolutions économiques et monétaires récentes

|                           |    |
|---------------------------|----|
| Synthèse                  | 3  |
| 1 Environnement extérieur | 6  |
| 2 Évolutions financières  | 10 |
| 3 Activité économique     | 12 |
| 4 Prix et coûts           | 15 |
| 5 Monnaie et crédit       | 17 |

## Encadrés

|                                                                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1 Indice harmonisé des prix à la consommation – effet des fêtes de Pâques et désaisonnalisation améliorée | 20 |
| 2 Les tendances récentes des salaires dans la zone euro                                                   | 25 |
| 3 La deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II)                    | 29 |
| 4 Rééquilibrage des flux d'investissements de portefeuille dans la zone euro                              | 35 |

## Articles

|                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1 Le ralentissement des économies de marchés émergentes et ses conséquences pour l'économie mondiale | 38 |
| 2 Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro                                     | 54 |

|              |    |
|--------------|----|
| Statistiques | S1 |
|--------------|----|

# Évolutions économiques et monétaires récentes

## Synthèse

Les turbulences observées sur les marchés financiers début 2016 se sont atténuées et l'activité économique mondiale montre des signes de stabilisation. Le commerce mondial a fait preuve de résistance au début de l'année, même si son taux de croissance devrait rester modéré. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale, en particulier pour les économies de marché émergentes, demeurent orientés à la baisse et sont surtout liés à l'incertitude entourant la politique économique, aux turbulences financières et aux tensions géopolitiques. L'inflation mondiale totale s'est maintenue à des niveaux bas, le recul antérieur des cours de l'énergie continuant de peser sur la progression des prix.

Les rendements obligataires souverains dans la zone euro ont fléchi, tout comme les rendements équivalents aux États-Unis. Les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises se sont réduits dans un contexte de stabilisation de la volatilité des marchés et après l'annonce du programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE. L'atténuation de la volatilité a encore soutenu les cours mondiaux des actions et le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, alimentée par la demande intérieure, tandis que la croissance de la demande extérieure demeure faible. La demande intérieure continue de bénéficier des mesures de politique monétaire. Leur incidence favorable sur les conditions de financement, conjuguée à une amélioration de la rentabilité des entreprises, profite à l'investissement. En outre, l'orientation accommodante de la politique monétaire, la poursuite des créations d'emplois à la faveur des réformes structurelles antérieures et les cours toujours relativement bas du pétrole devraient continuer à soutenir le revenu réel disponible des ménages et la consommation privée. Par ailleurs, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste. Dans le même temps, la reprise économique au sein de la zone euro reste freinée par l'ajustement en cours des bilans dans plusieurs secteurs, la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles dans certains pays et les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

L'inflation totale dans la zone euro est demeurée à des niveaux proches de zéro au cours des derniers mois. Le bas niveau de l'inflation continue de refléter essentiellement l'incidence de taux de variation annuels des prix de l'énergie fortement négatifs. Dans le même temps, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente n'affichent pas une tendance clairement haussière. Les tensions internes sur les prix restent modérées. Les mesures fondées sur les marchés des anticipations d'inflation à long terme se sont stabilisées à de bas niveaux et

demeurent nettement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes. Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, les taux d'inflation devraient être négatifs dans les prochains mois et se redresser au second semestre 2016, dans une large mesure en raison d'effets de base. Par la suite, les taux d'inflation devraient continuer à se redresser en 2017 et 2018, sous l'effet des mesures de politique monétaire de la BCE et de la reprise économique.

À la suite de l'ensemble de mesures de politique monétaire adoptées début mars, les conditions de financement globales se sont améliorées dans la zone euro. Les répercussions des mesures de relance monétaire sur les entreprises et les ménages, notamment à travers le système bancaire, se renforcent. La croissance de la monnaie est demeurée robuste, tandis que la dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif. Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées et le programme étendu d'achats d'actifs soutiennent la dynamique de la monnaie et du crédit. Les coûts de financement des banques ont encore diminué, les banques répercutant leurs conditions de financement plus favorables sous la forme d'un recul des taux débiteurs. Globalement, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont nettement allégé les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages, et ont favorisé les flux de crédits dans la zone euro. Les nouvelles mesures de politique monétaire adoptées en mars 2016 confortent le redressement en cours de la croissance des prêts, soutenant ainsi la reprise de l'économie réelle.

Lors de sa réunion du 21 avril 2016, au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Selon le Conseil des gouverneurs, les taux directeurs de la BCE devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, que la BCE a commencé, comme décidé le 10 mars 2016, à porter à 80 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros précédemment, les achats mensuels effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Comme déjà indiqué, ces achats devraient être réalisés jusque 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 plus, en juin, la BCE réalisera la première opération de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) et effectuera les premiers achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Pour la période à venir, il est essentiel de conserver une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire aussi longtemps que nécessaire pour soutenir la dynamique de la reprise économique en cours dans la zone euro et accélérer le retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et agira, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

Dans le contexte actuel, il est crucial de veiller à ce que l'environnement de très faible inflation ne se traduise pas par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires.

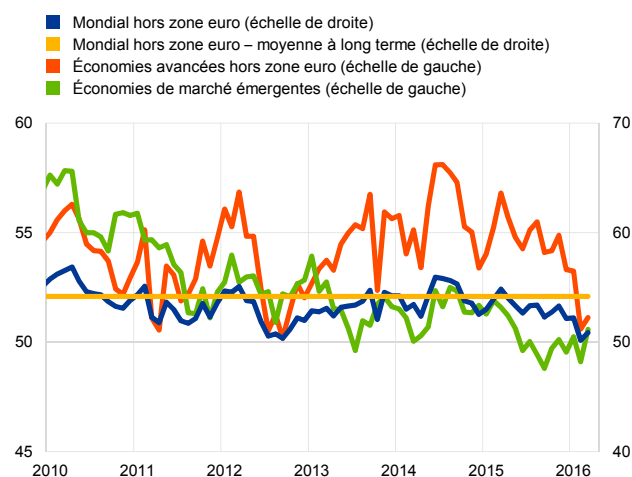
**Les récents indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une stabilisation de l'activité économique mondiale au premier trimestre 2016.**

Les turbulences observées sur les marchés financiers en début d'année se sont désormais atténuées, le regain d'inquiétude relatif à l'économie mondiale ayant progressivement diminué. En effet, les marchés boursiers ont effacé l'intégralité des pertes subies depuis le début de l'année, la volatilité a reculé et les prix des matières premières se sont également légèrement redressés. Ces évolutions ont contribué à un assouplissement des conditions de financement dans de nombreuses économies de marché émergentes (EME), vers lesquelles les flux de capitaux sont revenus dans un contexte d'amélioration de l'appétence pour le risque à l'échelle mondiale.

**Graphique 1**

Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production

(indice de diffusion, 50 = aucune variation)



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.  
 Note : La dernière observation se rapporte à mars 2016.

**L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a légèrement augmenté en mars par rapport à février, dénotant une certaine amélioration de l'activité mondiale.**

Cette évolution fait suite à plusieurs résultats assez faibles au cours des mois précédents (cf. graphique 1) et reflète un léger redressement de l'activité dans les secteurs des services et de l'industrie. Toutefois, en rythme trimestriel, l'indice mondial des directeurs d'achat pour la production au premier trimestre 2016 est resté inférieur à celui du trimestre précédent, demeurant au-dessous de sa moyenne de long terme. Cette baisse s'explique dans une large mesure par les évolutions dans les économies avancées, notamment aux États-Unis, tandis que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production s'est légèrement amélioré dans les EME. Globalement, les données tirées des enquêtes auprès des directeurs d'achat font état d'un certain ralentissement de la croissance dans les économies avancées et de la poursuite d'une

croissance modeste dans les EME au premier trimestre 2016.

**Le commerce mondial a fait preuve de résistance.**

Les échanges internationaux de marchandises sont restés dynamiques en janvier, après une forte révision à la hausse des données de décembre. En janvier, les importations mondiales de marchandises en volume ont augmenté de 1,2 % en rythme trimestriel, après une progression de 1,5 % en décembre. Cette révision à la hausse s'explique par des données plus favorables pour les pays émergents d'Asie. En janvier, la dynamique des importations mondiales est restée robuste, soutenue par la persistance d'une forte croissance dans les pays émergents d'Asie et dans la zone euro. En revanche, un nouveau ralentissement du commerce a été observé aux États-Unis et les échanges commerciaux ont commencé à enregistrer une évolution négative en Europe centrale et orientale. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a légèrement progressé, passant de 49,4

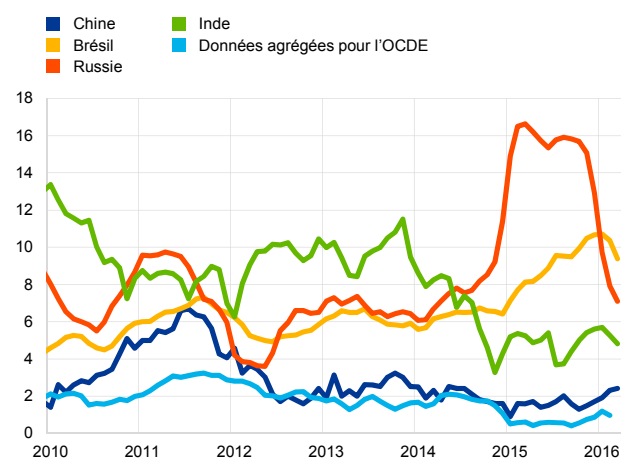
à 49,6 en mars, dénotant encore une faible progression des échanges commerciaux internationaux.

**À l'échelle mondiale, l'inflation totale s'est maintenue à des niveaux faibles.** La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans la zone OCDE s'est ralentie à 1,0 % en février, après 1,2 % le mois précédent, sous l'effet d'une contribution plus négative des prix de l'énergie (cf. graphique 2). Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle de l'IPC est restée inchangée dans les pays de l'OCDE, à 1,9 % en février.

## Graphique 2

### Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et sources nationales.

Note : La dernière observation se rapporte à mars 2016 pour les différents pays et à février 2016 pour les données agrégées au niveau de l'OCDE.

**Les prix du Brent poursuivent leur redressement depuis mi-mars, reflétant une situation moins excédentaire de l'offre mondiale de pétrole et une demande mondiale de pétrole plus importante que prévu.** Les cours du Brent s'inscrivent dans une

fourchette comprise entre 38 et 47 dollars le baril depuis mi-mars 2016, affichant 47 dollars le 28 avril. Cela équivaut à une hausse de 67 % par rapport aux valeurs enregistrées mi-janvier, qui correspondaient aux points les plus bas observés en 12 ans. La récente hausse des prix du pétrole a été favorisée par une situation moins excédentaire de l'offre mondiale de pétrole. Notamment, la production de l'OPEP a diminué en mars 2016, sous l'effet principalement de perturbations des approvisionnements en Irak, au Nigeria et dans les Émirats arabes unis. De plus, la demande de pétrole a été plus importante que prévu au premier trimestre 2016, largement en raison d'une forte demande en Inde et dans d'autres pays d'Asie non

membres de l'OCDE. La volatilité des prix du pétrole diminue légèrement depuis mi-mars, tout en demeurant élevée. Un certain nombre de facteurs ont contribué à la volatilité actuelle, notamment les tensions géopolitiques, les questions liées au retour de l'Iran sur le marché mondial du pétrole, l'incertitude entourant les perspectives économiques des EME et les doutes concernant un accord entre l'OPEP et d'importants producteurs non membres de l'OPEP en vue de geler leur production. Les prix des matières premières non pétrolières comme les produits alimentaires et les métaux sont restés stables au cours de la période qui a débuté mi-mars. À l'avenir, la situation géopolitique instable au Moyen-Orient (notamment en Irak) et au Nigeria continue de représenter un risque à court terme susceptible d'entraîner de nouvelles perturbations des approvisionnements.

**La phase de morosité qui caractérise l'activité aux États-Unis s'est poursuivie au premier trimestre 2016, bien que les fondamentaux restent sains.** Après une

croissance modeste du PIB en volume à un rythme annualisé de 1,4 % au quatrième trimestre 2015, l'activité économique a montré les signes d'un nouveau ralentissement au premier trimestre 2016. En particulier, les indicateurs à haute fréquence relatifs aux dépenses d'équipement des entreprises font état d'une croissance seulement modérée de l'investissement des entreprises. Si la croissance

de la consommation réelle est restée modeste en février, les données récentes relatives au secteur manufacturier font état d'une amélioration de la situation dans le secteur. Le nombre de salariés non agricoles a fortement progressé en mars et le taux d'activité a encore augmenté, laissant penser que les travailleurs précédemment découragés reviennent sur le marché du travail. Ces évolutions n'ont entraîné qu'une légère augmentation du taux de chômage, à 5,0 %. À l'avenir, le redressement du marché du travail devrait soutenir le revenu réel et la consommation. L'inflation totale est restée faible. La hausse annuelle de l'IPC total s'est légèrement ralentie, ressortant à 0,9 % en mars, après 1,0 % en février, les prix de l'énergie et des produits alimentaires pesant sur l'inflation totale. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle de l'IPC a reculé à 2,2 % en mars, freinée par l'évolution négative des prix des biens, mais elle se situe sur une trajectoire de remontée progressive depuis mi-2015.

**Au Japon, la dynamique de croissance reste modérée.** Les indicateurs économiques de début 2016 continuent de faire état d'une stagnation de l'activité économique, après une baisse trimestrielle de 0,3 % du PIB en volume au dernier trimestre 2015. Les enquêtes récentes indiquent que la consommation privée a été faible au début de l'année. La production industrielle est également restée atone, même si cette évolution s'explique en grande partie par des facteurs exceptionnels, tandis que les exportations en volume ont affiché une légère reprise. Cela étant, les indicateurs tirés d'enquêtes ont montré une certaine détérioration du climat des affaires. La hausse annuelle de l'IPC est passée de 0 % en janvier à 0,3 % en février tandis que l'IPC hors produits alimentaires et énergie a légèrement augmenté, ressortant à 0,8 %.

**Au Royaume-Uni, la croissance du PIB devrait ralentir.** Au quatrième trimestre 2015, le PIB en volume a progressé de 0,6 % en rythme trimestriel, au-delà de ce qui avait été précédemment estimé et à un rythme plus rapide qu'au trimestre précédent. Par conséquent, la croissance annuelle du PIB s'est établie à 2,3 % en 2015, après 2,9 % en 2014. Au dernier trimestre 2015, la croissance économique s'explique par la robustesse de la consommation privée, tandis que l'investissement a enregistré une forte contraction sous l'effet de l'incertitude relative au rythme de progression de la demande mondiale, et les exportations nettes ont continué de peser sur la croissance. Les indicateurs conjoncturels et les enquêtes relatives aux intentions des chefs d'entreprise vont dans le sens d'un faible ralentissement du rythme de progression du PIB au premier trimestre 2016. Le taux de chômage s'est stabilisé à 5,1 % au cours de la période de trois mois s'achevant en janvier 2016, tandis que la croissance des bénéfices est restée relativement atone à 2,1 %, malgré l'amélioration de la situation sur le marché du travail. En février 2016, la hausse annuelle de l'IPC total s'est légèrement accentuée à 0,3 % en raison d'effets de base liés aux prix de l'énergie, tandis que l'inflation hors produits alimentaires, énergie, boissons alcoolisées et tabac s'est inscrite en légère baisse à 1,1 %.

**En Chine, les données disponibles restent cohérentes avec un ralentissement progressif de la croissance de l'activité, favorisé par des mesures de relance, et avec un essor rapide du crédit.** Au premier trimestre, la croissance du PIB chinois s'est établie à 6,7 % en rythme annuel, niveau légèrement inférieur à celui

enregistré au trimestre précédent, mais conforme à la fourchette de croissance cible définie par les autorités chinoises pour 2016 (6,5 – 7,0 %). Les derniers indicateurs conjoncturels font état d'une dynamique soutenue de l'économie, la production industrielle, la FBCF, la croissance du crédit et les ventes au détail affichant des améliorations. Des signes de stabilisation peuvent également être observés sur le marché de l'immobilier, avec un léger rebond de l'investissement résidentiel et de fortes hausses des prix des logements dans les grandes villes. À l'inverse, les données relatives au commerce, qui ont présenté un degré de volatilité élevé ces derniers mois, se sont détériorées au premier trimestre de l'année. Une plus grande stabilité sur les marchés financiers et le taux de change du renminbi ont contribué à atténuer une partie de l'incertitude qui prévalait au début de l'année, tandis que l'assouplissement monétaire et une relance budgétaire modérée devraient continuer à soutenir la demande.

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

L'activité est restée soutenue dans les pays importateurs de matières premières, comme les pays d'Europe centrale et orientale n'appartenant pas à la zone euro et, dans une moindre mesure, l'Inde et la Turquie, tandis qu'elle continue d'être très faible dans les pays exportateurs de matières premières. En particulier, les derniers indicateurs conjoncturels laissent penser que le ralentissement au Brésil se poursuivra en 2016. L'incertitude politique, la détérioration des termes de l'échange et le durcissement des conditions de financement pèsent lourdement sur l'activité économique. Conformément aux prévisions, l'activité économique s'est encore contractée en Russie au dernier trimestre 2015, après des signes timides d'amélioration au troisième trimestre de l'année dernière. L'incertitude reste élevée et la confiance des chefs d'entreprise faible, tandis que la baisse des recettes pétrolières continue de restreindre les dépenses publiques.

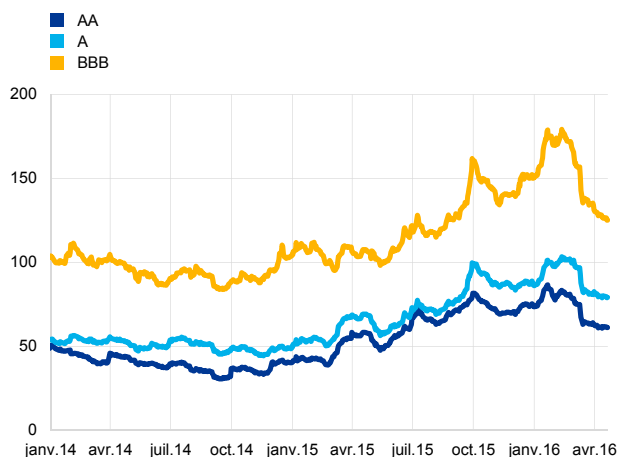
**Entre le 9 mars et le 20 avril 2016, les rendements souverains de la zone euro ont baissé, tout comme ceux des États-Unis.** Après un léger redressement début mars, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont commencé à s'inscrire en recul peu après la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, en ligne avec les évolutions des rendements américains. Après avoir atteint un nouveau point bas historique de 0,75 % le 1<sup>er</sup> avril 2016, le rendement des obligations souveraines à dix ans de la zone euro, pondéré du PIB, a quelque peu rebondi vers la fin de la période sous revue, pour s'établir à 0,86 % le 20 avril. Globalement, les baisses des rendements à long terme ont été légèrement plus prononcées dans les pays les mieux notés de la zone euro.

**Sur le marché des obligations d'entreprises, les primes de risque appliquées aux sociétés non financières (SNF) ont fortement diminué dans un contexte de stabilisation de la volatilité des marchés et après l'annonce par le Conseil des gouverneurs d'un programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP).** Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF, tout comme ceux des sociétés financières, se sont réduits durant la seconde quinzaine de mars, après que la volatilité de marché s'est atténuée par rapport aux pics atteints précédemment. Après l'annonce du CSPP, les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont à nouveau enregistré un fort recul, avant de continuer à baisser plus graduellement en avril (cf. graphique 3).

**La stabilisation de la volatilité a également soutenu les cours mondiaux des actions, qui ont progressé au cours de la période sous revue.** L'indice large EuroStoxx a augmenté de plus de 4 % entre le 9 mars et le 20 avril 2016 (cf. graphique 4). Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a gagné près de 6 % au cours de la même période. Les prix des actions bancaires ont subi des fluctuations légèrement plus prononcées que l'ensemble du marché dans les deux juridictions et, dans la zone euro, ont également affiché une performance inférieure à celle du marché, avec une hausse d'environ 2 %.

### Graphique 3

Écarts de rendement des obligations bien notées émises par des sociétés non financières, par note



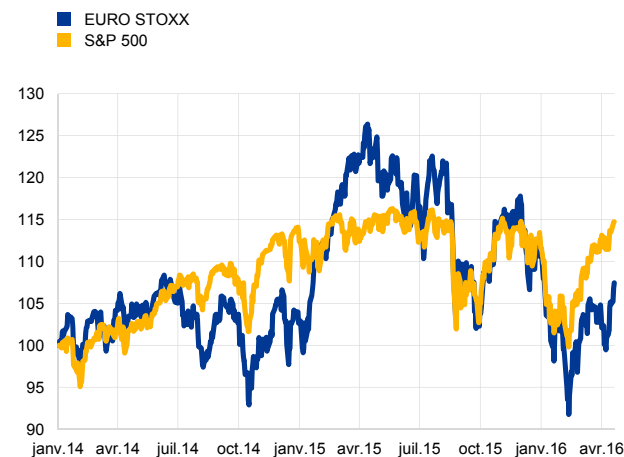
Source : Thomson Reuters.

Note : La dernière observation se rapporte au 20 avril 2016.

### Graphique 4

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

(1<sup>er</sup> janvier 2014 = 100)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 20 avril 2016.

**Le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié.** En termes bilatéraux, l'euro s'est renforcé de 3,7 % vis-à-vis du dollar durant la période sous revue, sur fond de réduction des écarts de rendements obligataires à long terme entre les États-Unis et la zone euro, reflétant largement la révision des anticipations des marchés sur la trajectoire future des taux directeurs américains. L'euro s'est également apprécié par rapport à la livre sterling, au renminbi chinois, au yen japonais et aux devises de la plupart des économies de marché émergentes. Il s'est déprécié vis-à-vis du rouble russe, de la couronne suédoise, du franc suisse et des monnaies de la majorité des pays exportateurs de matières premières, ainsi que par rapport aux devises de plusieurs pays d'Europe centrale et orientale.

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a fléchi au cours de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à – 0,40 % en mars.** La baisse de taux ayant pris effet au début de la deuxième période de constitution de réserves, l'Eonia est resté dans une fourchette comprise entre – 33 et – 35 points de base, sauf à la fin du premier trimestre, où il s'est temporairement établi à – 30 points de base. L'excédent de liquidité a augmenté d'environ 43 milliards d'euros, à 744 milliards, dans un contexte de poursuite des achats au titre du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème.

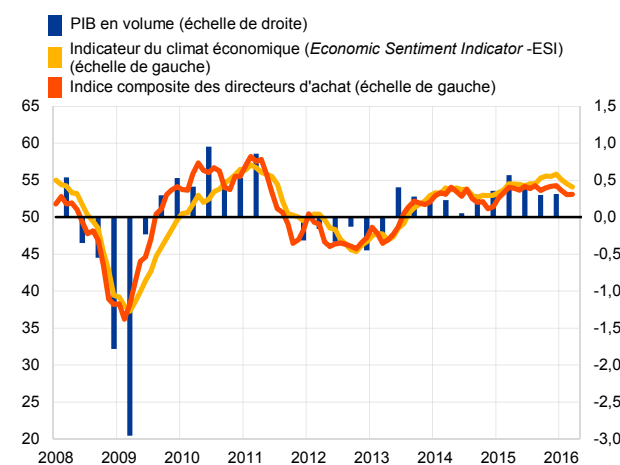
### 3 Activité économique

**La reprise économique dans la zone euro se poursuit, largement entraînée par les évolutions de la consommation privée, mais également, plus récemment, par l'investissement** (cf. graphique 5). Bien que la production soit en augmentation depuis début 2013, le PIB en volume de la zone euro n'a pas encore tout à fait retrouvé son pic d'avant la crise au premier trimestre 2008.

#### Graphique 5

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; indice ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.  
Notes : L'indicateur du climat économique (Economic Sentiment Indicator -ESI) est normalisé avec la moyenne et l'écart type de l'indice composite des directeurs d'achat (Purchasing Managers' Index -PMI). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015 pour le PIB en volume et à mars 2016 pour l'ESI et pour le PMI.

**La consommation privée continue de contribuer à la croissance de façon positive, après un ralentissement temporaire au dernier trimestre 2015.** Le ralentissement des dépenses de consommation au quatrième

trimestre de l'année écoulée résulte en partie d'une baisse des ventes saisonnières de vêtements et d'un fléchissement de la consommation d'énergie, évolutions qui peuvent être attribuées à la clémence de l'hiver dans certaines régions de la zone euro. Par ailleurs, les attaques terroristes de novembre 2015 à Paris ont affecté défavorablement la consommation de services tels que l'hôtellerie et la restauration en France. Plus fondamentalement, les dépenses de consommation ont bénéficié de la progression du revenu disponible réel des ménages, qui reflète lui-même essentiellement la hausse de l'emploi et la baisse des prix du pétrole. De plus, les bilans des ménages ont subi moins de contraintes et la confiance des consommateurs

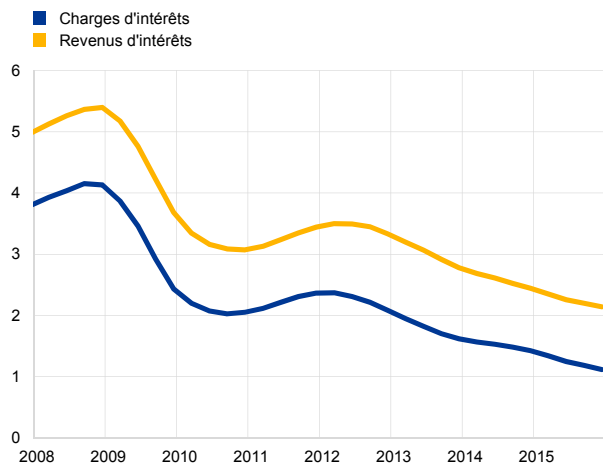
reste élevée et supérieure à sa moyenne de long terme, malgré des baisses récentes.

**La politique monétaire accommodante et les faibles taux d'intérêt qui en résultent devraient continuer de soutenir la consommation globale de la zone euro.** Depuis le troisième trimestre 2008, les charges d'intérêts des ménages par rapport à leur revenu disponible ont diminué de trois points de pourcentage environ, tandis que les revenus d'intérêts ont fléchi à peu près dans les mêmes proportions (cf. graphique 6). Le revenu disponible agrégé des ménages de la zone euro n'a donc guère été affecté. Cependant, la baisse des taux d'intérêt redistribue traditionnellement les ressources des épargnants nets, ayant une propension marginale à consommer plus faible, vers les emprunteurs nets, ayant une propension marginale à consommer plus forte, entraînant ainsi un effet d'ensemble positif sur la consommation globale dans la zone euro. S'agissant des perspectives à terme rapproché, les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'un redressement de la croissance de la consommation au premier trimestre de cette année.

## Graphique 6

### Charges et revenus d'intérêts des ménages

(en pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**Après une accélération de la croissance de l'investissement fin 2015, les conditions de l'investissement ont continué de s'améliorer légèrement début 2016, même si les risques sont orientés à la baisse.**

La hausse du taux d'utilisation des capacités et l'augmentation cumulée de la production industrielle de biens d'équipement en janvier et en février laissent penser que l'investissement productif dans la zone euro a probablement augmenté à un rythme soutenu au premier trimestre 2016. Cependant, la faiblesse de l'environnement extérieur, conjuguée à la baisse de la confiance des chefs d'entreprise, au fléchissement des commandes de biens d'équipement et à l'atonie des anticipations de production dans ce secteur, pèsera certainement sur le taux de croissance de l'investissement hors construction au premier semestre 2016.

L'investissement dans la construction a probablement continué de progresser au premier trimestre, en lien

essentiellement avec les évolutions du compartiment de l'immobilier résidentiel, comme le montre la forte hausse de la production d'immeubles par rapport au trimestre précédent. Abstraction faite de la volatilité habituelle, les permis de construire ainsi que la confiance dans le secteur de la construction, mesurée par l'indice composite des directeurs d'achat pour la production (*Purchasing Managers' Index* - PMI) et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) ont augmenté, ce qui suggère que le point bas du cycle d'activité du secteur de la construction est dépassé.

**Au-delà du court terme, le redressement de la demande, l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration des conditions de financement devraient favoriser l'investissement.**

L'amélioration des marges bénéficiaires et la baisse des capacités de production non utilisées devraient également soutenir les décisions d'investissement. Toutefois, l'investissement peut être freiné par les besoins de désendettement, par le bas niveau des bénéfices et par les rigidités institutionnelles, notamment dans certains pays, ainsi que par la faiblesse des perspectives de croissance potentielle.

**La croissance des exportations de la zone euro continue de demeurer globalement faible.**

Selon les données relatives aux échanges mensuels, les exportations de biens, qui avaient sensiblement diminué en janvier, se sont partiellement redressées en février. Les exportations de biens pour les deux premiers mois de l'année se situaient en dessous de leur niveau moyen du quatrième trimestre 2015. La croissance des exportations a probablement été freinée par la faible dynamique de croissance dans les économies avancées, notamment aux États-Unis, et dans certaines économies de marché émergentes. Par la suite, l'appréciation du taux de change effectif de l'euro observée depuis la fin de l'année dernière devrait continuer de peser sur les exportations de la zone euro. Des indicateurs rapidement disponibles, comme ceux tirés d'enquêtes, font état

d'évolutions toujours modérées de la demande extérieure et de commandes à l'exportation hors zone euro relativement faibles à court terme.

**Les indicateurs économiques les plus récents confirment la poursuite de la croissance du PIB en volume au premier trimestre 2016.** En janvier et en février, la production industrielle (hors construction) s'est établie en moyenne 1,1 % au-dessus de son niveau moyen au quatrième trimestre 2015, où elle avait progressé de 0,4 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes dressent un tableau légèrement moins optimiste que les données solides. Tandis que l'indicateur ESI a fléchi tout au long du premier trimestre, l'indice composite PMI a diminué en janvier et en février avant de rester globalement stable en mars (cf. graphique 5). Cependant, les évolutions des données d'enquêtes sont actuellement plus complexes à interpréter que d'habitude : en effet, leur ralentissement fait état d'une croissance plus faible par rapport au quatrième trimestre de l'année passée, tandis que leurs niveaux, qui restent encore supérieurs à leurs moyennes de long terme, indiquent une croissance stable ou même en légère accélération.

**La situation sur les marchés du travail de la zone euro continue de s'améliorer progressivement.** L'emploi a encore augmenté, de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2015, soit une hausse continue depuis deux ans et demi. En conséquence, l'emploi s'est établi 1,2 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle observée depuis le deuxième trimestre 2008. Le taux de chômage pour la zone euro, qui avait commencé à diminuer mi-2013, a poursuivi son recul en février pour ressortir à 10,3 %. Même si des données d'enquêtes plus récentes indiquent un certain ralentissement de la croissance de l'emploi, elles restent compatibles avec de nouvelles créations d'emplois pour la période à venir.

**Pour la suite, la reprise économique devrait se poursuivre.** La demande intérieure, en particulier, continue d'être soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE. Leur incidence favorable sur les conditions de financement, conjuguée aux améliorations de la rentabilité des entreprises, est propice à l'investissement. Par ailleurs, l'orientation favorable de la politique monétaire, la poursuite des créations d'emplois découlant des réformes structurelles passées et le prix encore relativement bas du pétrole devraient continuer de soutenir le revenu disponible réel des ménages et la consommation privée. En outre, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste. Dans le même temps, la reprise économique dans la zone euro est encore freinée par les ajustements des bilans en cours dans différents secteurs, par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles et par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent encore orientés à la baisse. Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels, menée début avril, par la BCE, dressent un tableau comparable à celui des projections de la BCE publiées en mars, c'est-à-dire une reprise économique en cours, caractérisée par une hausse des taux de croissance annuels du PIB (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

## 4 Prix et coûts

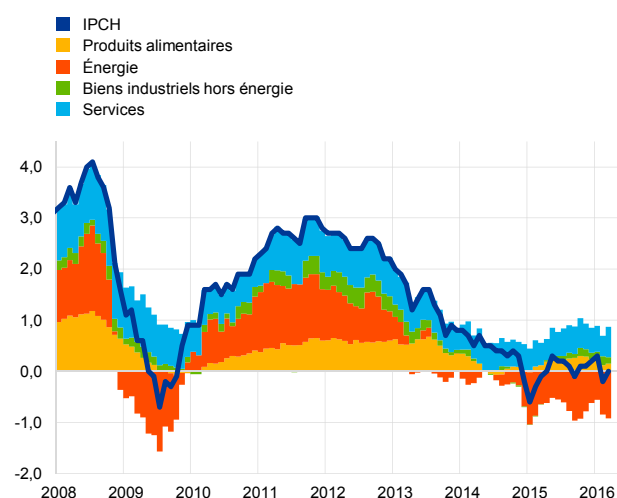
### L'inflation globale est demeurée proche de zéro au cours des derniers mois.

Le faible niveau de l'inflation continue de refléter l'effet modérateur exercé par les taux de variation annuels fortement négatifs des prix de l'énergie. Dans le même temps, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a continué d'osciller autour de 1,0 % (cf. graphique 7).

#### Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2016.

### La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ne montrent aucune tendance nettement haussière.

Le rythme annuel de hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie continue de s'établir à 1,0 % ou légèrement en dessous. Ce résultat laisse penser que l'inflation sous-jacente ne s'est pas intensifiée depuis l'été dernier, comme le confirment les résultats provenant des mesures basées sur des modèles <sup>1</sup>. S'agissant des principales composantes, la hausse des prix des services est passée à 1,4 % en mars, en progression de 0,5 point de pourcentage par rapport au point bas historique de 0,9 % en février. Cette accélération reflète en partie un rebond temporaire des prix des voyages à forfait pour la période de Pâques, qui s'est située cette année en mars (cf. également l'encadré 1). La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est inscrite entre 0,5 % et 0,7 % ces derniers mois.

### La récente appréciation de l'euro a atténué une partie des tensions à la hausse des prix découlant

**de sa forte dépréciation antérieure.** La hausse des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires, qui a jusqu'à présent été la principale source de tensions à la hausse en amont de la chaîne des prix, est revenue à 0,7 % en février, après 1,6 % en janvier. Il s'agit de la poursuite du recul observé par rapport au point haut historique de 5,6 % en avril 2015 et cela reflète une certaine appréciation du taux de change effectif de l'euro ainsi que l'incidence des pressions déflationnistes mondiales résultant de la baisse des prix du pétrole.

### Les tensions sur les prix à la production et sur les salaires sont demeurées

**faibles.** La variation annuelle des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation hors produits alimentaires est revenue à -0,1 % en février, après +0,1 % en janvier, et les données d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en avril indiquent la persistance de tensions modérées sur les prix à la production. La croissance des salaires s'est stabilisée à de faibles niveaux. La progression annuelle de la

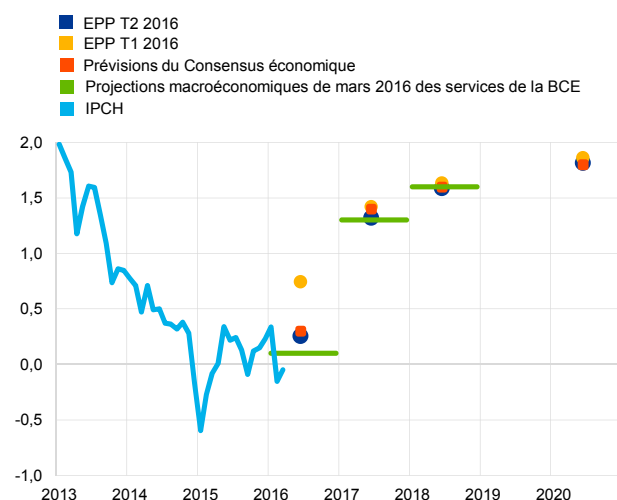
<sup>1</sup> Pour plus de détails sur les mesures de l'inflation sous-jacente basées sur des modèles, cf. le graphique C de l'encadré 5 intitulé *Examen des évolutions de l'inflation sous-jacente, Rapport annuel*, BCE, 2015.

rémunération par tête est ressortie à 1,3 % au quatrième trimestre 2015, sans changement par rapport au trimestre précédent de cette année. Étant donné que le rythme annuel de croissance de la productivité a diminué de 0,2 point de pourcentage au cours de la même période, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont donc augmenté de 0,2 point de pourcentage. Les facteurs susceptibles de peser sur la progression des salaires sont décrits dans l'encadré 2.

## Graphique 8

### Les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Consensus économique et calculs de la BCE.  
Notes : Les données effectives de l'IPCH comprennent celles de mars 2016. Les données du Consensus économique sont tirées des prévisions publiées en avril 2016.

### Les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur le marché se sont stabilisées à de faibles niveaux et demeurent nettement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes.

Après s'être redressé par rapport au point bas historique observé en février, le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans continue de ressortir à des niveaux très bas. Ce résultat reflète en partie l'appétence relativement faible des marchés pour la détention d'instruments financiers assortis de flux de trésorerie indexés sur l'inflation, ce qui indique que les intervenants de marché considèrent une remontée prochaine de l'inflation comme relativement improbable. Contrairement aux mesures fondées sur le marché, 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 (cf. graphique 8). Selon les résultats de l'enquête de la BCE d'avril 2016, l'estimation ponctuelle moyenne

pour l'inflation à un horizon de cinq ans était de 1,8 %, sans changement par rapport à la précédente enquête, et le risque à la baisse pesant sur cette anticipation moyenne semble avoir légèrement diminué.

**Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, les taux d'inflation devraient être légèrement négatifs au cours des prochains mois avant de se redresser au second semestre 2016, principalement en raison d'effets de base.** Par la suite, les taux d'inflation devraient se redresser davantage en 2017 et en 2018, soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique attendue.

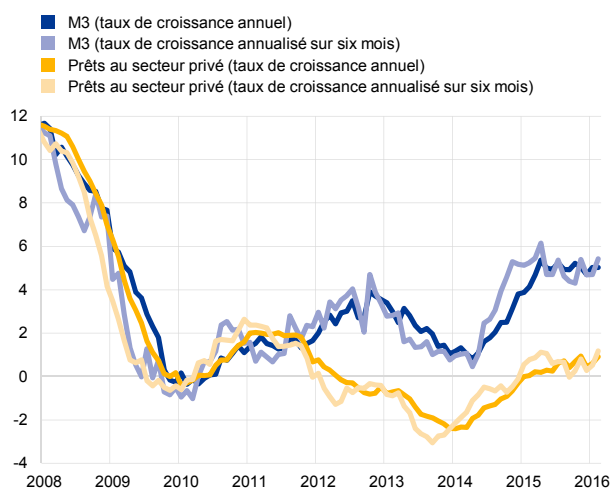
**S'agissant de l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel, la progression annuelle de l'indicateur de ces prix établi par la BCE pour la zone euro a continué de s'accroître.** Au quatrième trimestre 2015, le taux de variation annuel des prix de l'immobilier résidentiel était de 2,2 %, contre 1,5 % au troisième trimestre et 1,1 % au deuxième trimestre. La reprise actuelle de la dynamique de ces prix a été relativement généralisée dans les pays de la zone euro.

## 5 Monnaie et crédit

**La croissance de la monnaie au sens large est demeurée soutenue.** Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi autour de 5,0 %, sans changement depuis mars 2015 (cf. graphique 9). La croissance monétaire a de nouveau été soutenue par les composantes les plus liquides. Le taux de croissance annuel de M1 a continué de fléchir par rapport au pic enregistré en juillet 2015, tout en demeurant à un niveau élevé. Globalement, les évolutions récentes de l'agrégat étroit demeurent cohérentes avec une poursuite de la reprise économique dans la zone euro.

Graphique 9  
M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à février 2016.

**Les dépôts à vue ont continué d'apporter une contribution significative à la croissance de M3.** Les faibles coûts d'opportunité de la détention des composantes les plus liquides de la monnaie et l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP) sont les principaux facteurs à l'origine de cette évolution. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ont poursuivi leur contraction, dans une moindre mesure cependant qu'au cours des mois précédents. Le taux de variation des instruments négociables (M3–M2), qui représentent une faible part dans M3, a été négatif début 2016, malgré le redressement des parts de fonds d'investissement monétaires observé depuis mi-2014.

**Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la progression de la monnaie 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 février. Pour une part importante, ces instruments ont été acquis auprès des institutions financières monétaires (IFM – hors Eurosystème). Le rythme annuel de variation des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) des IFM est demeuré très négatif. 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'intérêt pour les investisseurs de la détention de passifs bancaires à long terme. L'attrait des opérations de refinancement à plus long terme ciblées 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. Les avoirs extérieurs nets du secteur des IFM ont continué de peser sur la croissance annuelle de M3, cela reflétant des 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

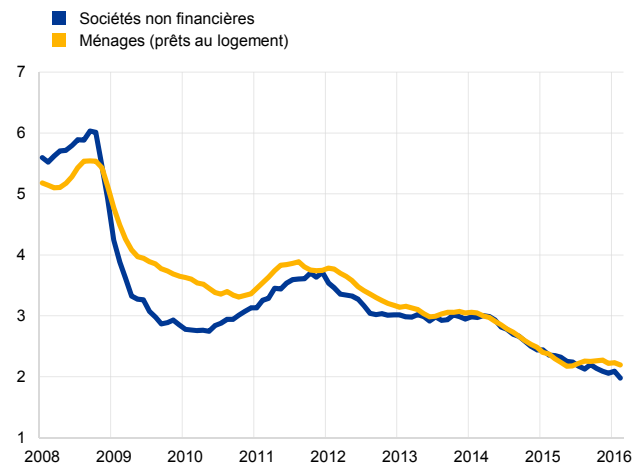
la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP – cf. encadré 4).

**La dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif, mais leur croissance est demeurée atone.** Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est accentué en février (cf. graphique 9), sous l'effet à la fois des prêts aux sociétés non financières (SNF) et des prêts aux ménages. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est néanmoins demeuré faible, n'ayant pas encore complètement retrouvé son niveau antérieur au point bas atteint au premier trimestre 2014. De façon générale, ces tendances ont concerné l'ensemble de la zone euro, étant favorisées par la baisse significative des taux des prêts bancaires observée depuis l'été 2014 (notamment sous l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre par la BCE) et par la progression de l'offre et de la demande de prêts bancaires. En dépit de ces signes positifs, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certaines juridictions continuent de freiner la croissance des prêts.

### Graphique 10

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

(en pourcentages annuels)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur des taux débiteurs composites des banques est calculé par agrégation des taux à court terme et des taux à long terme à l'aide d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à février 2016.

### Les taux des prêts bancaires aux SNF ont atteint un nouveau point bas historique en février.

Les taux débiteurs composites pour les prêts aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse plus forte que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, du programme d'assouplissement du crédit de la BCE (cf. graphique 10). Cette évolution est liée à l'atténuation de la fragmentation sur les marchés financiers de la zone euro et à la meilleure transmission des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs des banques. Elle s'explique également par la diminution des coûts composites de financement des banques, répercutée sous la forme d'un recul des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et janvier 2016, le taux débiteur composite des prêts consentis aux SNF de la zone euro a fléchi de quelque 95 points de base pour s'établir à 1,98 %. Par ailleurs, au cours de la même période, le taux débiteur composite des prêts au logement accordés aux ménages a diminué de plus de 70 points de base pour s'inscrire à 2,20 % en février 2016. En outre, l'écart entre les taux d'intérêt

appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 0,25 million d'euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro se resserre depuis juin 2014, lorsque l'assouplissement du crédit s'est renforcé, et s'est récemment stabilisé à un bas niveau. Cet indicateur suggère que les PME ont davantage profité des récentes évolutions des taux débiteurs que les grandes entreprises.

**L'enquête d'avril 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que le redressement de la croissance des prêts se poursuit**

(cf. l'enquête à l'adresse suivante :

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Au premier trimestre 2016, les critères d'attribution de prêts aux entreprises ont continué de s'améliorer et la demande s'est accrue pour tous les types de prêts. La concurrence est demeurée le principal facteur à l'origine de cet assouplissement (en termes nets). Les banques ont continué d'assouplir les modalités des nouveaux prêts, en particulier ceux consentis aux ménages. S'agissant des effets du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE, les banques ont essentiellement utilisé la liquidité obtenue dans le cadre de l'APP pour consentir des prêts. Les banques de la zone euro ont également déclaré que l'APP avait exercé une incidence négative sur la rentabilité. En outre, concernant le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE, elles ont fait état d'un effet positif sur les volumes de prêts, mais négatif sur leur produit net d'intérêts et leurs marges.

**Les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont fortement accrues en mars 2016, après s'être contractées au cours des deux mois précédents.**

Ce retournement correspond à un fléchissement du coût du financement de marché, qui s'est inscrit en recul pour la deuxième fois de suite en mars. La persistance d'une forte croissance des bénéfices non distribués a cependant très probablement constitué un facteur modérateur au cours des derniers mois. Les bénéfices non distribués ont fortement progressé au quatrième trimestre 2015.

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

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF a reculé en mars 2016, inversant ainsi l'essentiel des hausses observées vers la fin de l'année. Cette évolution s'explique par la réduction du coût du financement par émission d'actions et du coût du financement de marché. En mars 2016, ils étaient supérieurs de, respectivement, 50 et 30 points de base environ au niveau de février 2015, période de plus bas historiques.

## Encadré 1

# Indice harmonisé des prix à la consommation – effet des fêtes de Pâques et désaisonnalisation améliorée

**Cet encadré explique les améliorations apportées à la méthode de désaisonnalisation des IPCH de la zone euro utilisée par la BCE suite à une révision récente et à l'introduction d'une correction des effets de calendrier.**

Les taux d'inflation en glissement mensuel mesurés par l'IPCH étant affectés par des effets saisonniers et les spécificités du calendrier, les analyses de l'inflation à court terme bénéficient de la désaisonnalisation. Les spécificités du calendrier peuvent également exercer une incidence sur les taux d'inflation annuels, surtout au cours des périodes affectées par les jours fériés mobiles. La BCE estime que le taux de croissance en glissement annuel de l'IPCH pour le secteur des services de la zone euro a été majoré de 0,1 point de pourcentage en mars 2016 parce que les fêtes de Pâques ont eu lieu en mars, alors qu'elles avaient eu lieu en avril en 2015.

**Les fluctuations saisonnières sont des mouvements intra-annuels qui apparaissent au cours de la même période d'une année calendaire et exercent une incidence similaire sur une série temporelle. L'ampleur de ces fluctuations peut évoluer au fil du temps.**

La saisonnalité peut être causée par les conditions météorologiques, par des événements liés à des mesures administratives, tels que les dates des vacances scolaires, et par les us et coutumes, tels que les achats de Noël. Les conventions relatives au calcul de l'IPCH peuvent également jouer un rôle, par exemple la couverture des prix des biens et services dont les variations affichent un profil saisonnier. Les effets de calendrier sont liés aux spécificités du calendrier qui peuvent changer chaque année, comme la date des fêtes de Pâques. Les exemples d'effets saisonniers s'exerçant sur les IPCH incluent la saisonnalité des indices de prix relatifs aux fruits et légumes frais, aux voyages à forfait d'hiver et d'été ainsi qu'à l'habillement et la chaussure. Les fluctuations saisonnières de l'IPCH de la zone euro sont devenues plus prononcées avec le temps, en particulier sous l'effet de l'harmonisation progressive des concepts et méthodes statistiques relatifs aux prix qui affichent une saisonnalité. Par exemple, la couverture complète des prix de vente en solde dans l'habillement et la chaussure a été introduite en 2001.

**La BCE a commencé à calculer des IPCH corrigés des variations saisonnières pour la zone euro en 2000, avec l'objectif d'élargir sa panoplie d'outils d'analyse au-delà des données fournies par les instituts statistiques**<sup>1</sup>. L'IPCH total corrigé des variations saisonnières pour la zone euro est calculé de façon indirecte en agrégeant les sous-indices désaisonnalisés relatifs aux produits alimentaires transformés et non transformés, aux biens industriels hors énergie et aux services, ainsi que la série brute pour l'énergie. Cette procédure a été révisée et des améliorations vont être apportées à la correction des variations saisonnières des IPCH relatifs aux services et aux biens industriels hors énergie<sup>2</sup>. Les composantes produits alimentaires transformés et produits alimentaires non transformés ne seront globalement pas affectées, tandis que l'IPCH pour l'énergie continue de n'afficher aucune saisonnalité identifiable.

### Estimation de l'effet des fêtes de Pâques sur l'IPCH relatif aux services

**Avant la révision, l'IPCH de la zone euro et ses composantes n'étaient pas corrigés des effets de calendrier.** Si le nombre de jours ouvrés ou ouvrables exerce généralement d'importants effets de calendrier sur le PIB, la production industrielle et le commerce de détail, la façon dont sont ordonnées les semaines et les week-ends n'affecte pas les prix à la consommation. Toutefois, la date des fêtes de Pâques peut fortement influencer sur le niveau des prix des services en mars et en avril, en particulier pour les voyages à forfait, l'hébergement et le transport aérien, car les prix de ces services sont enregistrés dans l'IPCH au moment où ils sont fournis, lorsque le voyage à forfait commence, par exemple. L'examen de l'effet des fêtes de Pâques pour les pays de la zone euro indique qu'il est possible d'établir une estimation fiable de leur incidence<sup>3</sup>. Le graphique A montre qu'après la révision récemment menée par la BCE, sur les dix dernières années, les taux de variation en glissement mensuel négatifs enregistrés en avril pour les années au cours desquelles Pâques tombait en mars (2008 et 2013, par exemple) ou début avril (comme en 2010 et en 2015) étaient considérablement modifiés par l'introduction d'une correction des effets de calendrier. La correction de l'effet des fêtes de Pâques s'est traduite par une réduction de l'écart-type des taux de variation en glissement mensuel, qui est passé de 0,13 à 0,08 point de pourcentage, le recul le plus prononcé des taux de variation ayant été enregistré en avril 2013 (de – 0,41 % à 0,06 %).

<sup>1</sup> Traditionnellement, la plupart des instituts statistiques ne calculent pas d'indices des prix corrigés des variations saisonnières. L'approche de la BCE en termes de désaisonnalisation de l'IPCH de la zone euro est décrite dans un rapport publié en 2000 intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*. Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé *Analyse des évolutions de l'IPCH en données corrigées des variations saisonnières* du *Bulletin mensuel* de janvier 2001.

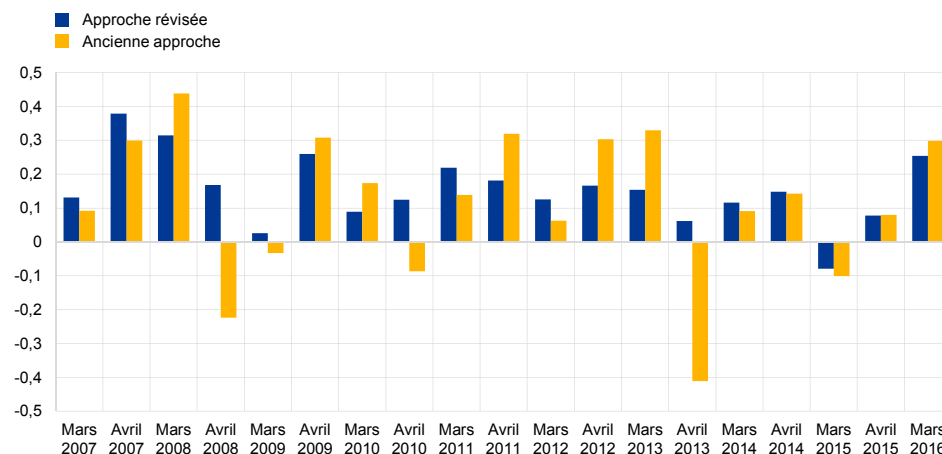
<sup>2</sup> Les données correspondantes de la section *Statistiques* du *Bulletin économique* établies selon la nouvelle méthodologie seront disponibles à partir de mi-mai 2016.

<sup>3</sup> L'estimation des effets des fêtes de Pâques sur l'IPCH de la zone euro pour le secteur des services est fondée sur le calendrier des fêtes de Pâques protestantes/catholiques. L'effet complexe et prononcé exercé par les fêtes de Pâques en Allemagne est calculé séparément et fourni par la Bundesbank.

## Graphique A

### IPCH de la zone euro pour le secteur des services en mars et en avril

(taux de variation en glissement mensuel ; en pourcentages ; corrigé des variations saisonnières)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## Améliorations de l'IPCH pour le secteur des biens industriels hors énergie

### La désaisonnalisation des biens industriels hors énergie a été améliorée par le biais du traitement explicite de plusieurs ruptures statistiques (cf. graphique B).

Une de ces ruptures est imputable à l'introduction d'un traitement harmonisé des réductions de prix<sup>4</sup> observées dans les États membres de l'UE en 2001<sup>5</sup>. À partir de 2001, les prix de vente en solde dans l'habillement et la chaussure ont été pris en compte de manière exhaustive dans l'IPCH des pays de la zone euro, ce qui a généralement entraîné des baisses durant les périodes traditionnelles de soldes, à la fin de l'hiver et de l'été. Une autre rupture tient à l'introduction du règlement sur le traitement des produits saisonniers dans le calcul de l'IPCH en 2011<sup>6</sup>. Cette évolution s'est traduite par une accentuation des profils saisonniers, essentiellement liée au traitement statistique de l'habillement hors saison, pour lequel le report des prix a été abandonné.

<sup>4</sup> Règlement (CE) n° 2601/2000 de la Commission.

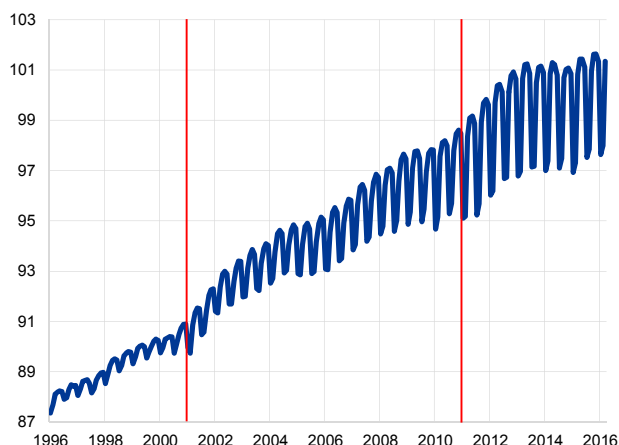
<sup>5</sup> À partir de 2000 en Belgique, en Espagne et en Italie.

<sup>6</sup> Règlement n° 330/2009 relatif au traitement des produits saisonniers dans les IPCH. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Modifications méthodologiques du calcul de l'IPCH et leur incidence sur les données récentes* du *Bulletin mensuel* d'avril 2011.

## Graphique B

IPCH de la zone euro pour le secteur des biens industriels hors énergie

(2015=100 ; données brutes)



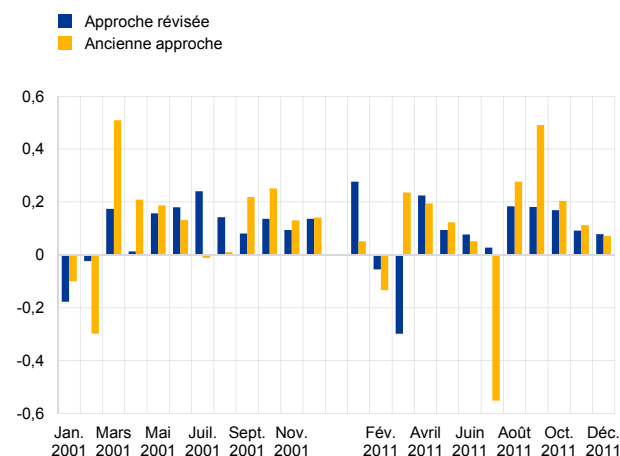
Source : Eurostat.

Note : Les lignes verticales se rapportent aux années de changements méthodologiques majeurs.

## Graphique C

IPCH de la zone euro pour les biens industriels hors énergie après les ruptures enregistrées en 2001 et en 2011.

(taux de variation en glissement mensuel ; en pourcentages ; corrigé des variations saisonnières)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**Avant correction de ces ruptures statistiques, l'IPCH de la zone euro corrigé des variations saisonnières pour les biens industriels hors énergie affichait une volatilité indésirable au cours des périodes précédant et suivant ces ruptures.** La désaisonnalisation a été améliorée en scindant la série temporelle en trois segments : jusqu'en décembre 2000, de janvier 2001 à décembre 2010 et à partir de janvier 2011<sup>7</sup>. Le graphique C montre que la correction améliorée prévient les distorsions des données corrigées des variations saisonnières avant et après les ruptures.

## Effets conjugués sur l'IPCH total

**Réviser l'approche de la désaisonnalisation et introduire une correction des effets de calendrier liés aux fêtes de Pâques a permis d'obtenir des IPCH de la zone euro désaisonnalisés plus utiles en termes d'analyse et de prévision.** Une estimation correcte des effets saisonniers et de calendrier constitue un apport important pour le suivi de l'évolution de l'inflation à court terme et peut réduire l'incertitude entourant la prévision de l'inflation mesurée par l'IPCH qui est affectée par de tels effets. L'introduction d'une correction des effets de calendrier liés aux fêtes de Pâques et le traitement explicite des ruptures statistiques a amélioré la qualité statistique des indices désaisonnalisés.

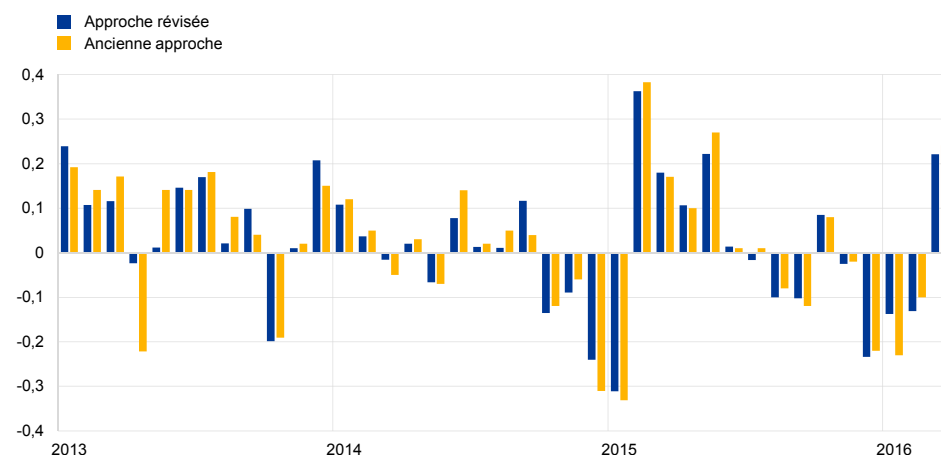
<sup>7</sup> L'institut statistique national espagnol a rétrocalculé l'IPCH pour les biens industriels hors énergie, remontant jusqu'en 2010. La désaisonnalisation révisée de la BCE traite donc séparément l'IPCH pour les biens industriels hors énergie relatif à l'Espagne.

Néanmoins, la différence entre les taux de variation de l'IPCH total en glissement mensuel avant et après révision de l'approche utilisée pour leur calcul est modeste (0,04 point de pourcentage en moyenne en termes absolus). Les écarts les plus prononcés se concentrent autour des fêtes de Pâques (cf. graphique D).

### Graphique D

#### IPCH total pour la zone euro

(taux de variation en glissement mensuel ; en pourcentages ; corrigé des variations saisonnières)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## Encadré 2

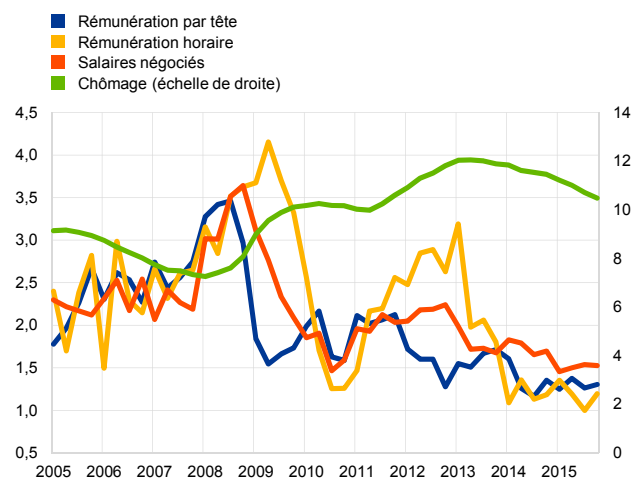
# Les tendances récentes des salaires dans la zone euro

**La progression des salaires est demeurée relativement faible dans la zone euro en dépit de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail.** Au quatrième trimestre 2015, la croissance de la rémunération par tête s'est établie à 1,3 % en glissement annuel, un des chiffres les plus bas enregistrés depuis le début de l'union monétaire. La progression des salaires négociés est plus soutenue mais a également affiché des résultats historiquement bas en 2015. Dans le même temps, tout en demeurant élevé, le taux de chômage s'est inscrit en recul depuis le deuxième trimestre 2013, indiquant une diminution des capacités inutilisées sur le marché du travail.

### Graphique A

Croissance des salaires et taux de chômage dans la zone euro

(croissance annuelle ; en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

### La progression des salaires a non seulement été faible mais également systématiquement surestimée.

Le graphique B retrace les prévisions relatives à la progression de la rémunération par tête ressortant des différents exercices de projection réalisés par les services de l'Eurosystème/de la BCE depuis 2013. Ces prévisions (représentées par les lignes grisées) se situent au-dessus des résultats effectifs (représentés par la ligne noire). Ce profil d'évolution montre que la croissance effective décevante de la rémunération par tête a surpris.

### Les erreurs de prévision négatives affectant la progression de la rémunération par tête se sont accompagnées d'erreurs positives s'agissant de la croissance de l'emploi (cf. graphique C).

En effet, la croissance de l'emploi a été plus soutenue qu'attendu au cours des derniers trimestres et le taux de chômage a diminué plus rapidement que prévu. Ces bonnes surprises au sujet de la croissance de l'emploi et la

modération salariale plus prononcée qu'attendu pourraient être liées en partie aux réformes structurelles sur le marché du travail qui visaient à accroître sa flexibilité et à réduire les rigidités nominales.

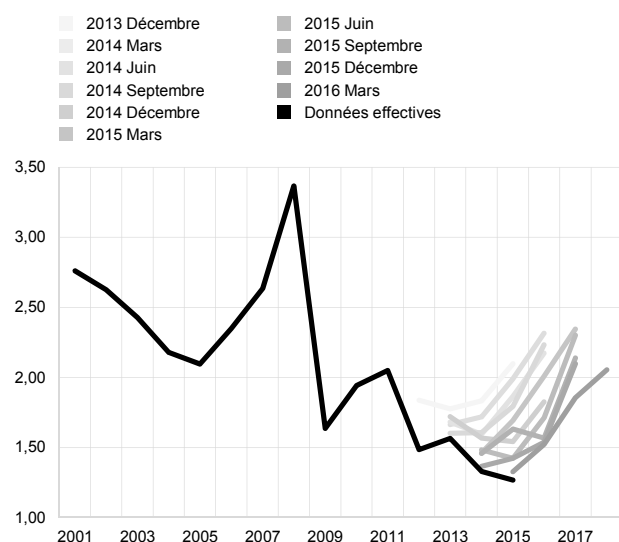
**Les importantes capacités inutilisées qui subsistent sont un facteur essentiel freinant la hausse des salaires.** Même si la situation s'est améliorée sur le marché du travail de la zone euro, le taux de chômage élevé continue d'indiquer une offre de main-d'œuvre abondante. La mesure des capacités inutilisées sur le marché du travail est entourée d'une grande incertitude et le taux de chômage observé pourrait sous-estimer le sous-emploi effectif dans l'économie. Par exemple, la part des personnes sous-employées, c'est-à-dire celles travaillant à temps partiel, mais qui

souhaiteraient travailler un plus grand nombre d'heures, ainsi que la part des travailleurs découragés ont augmenté durant la crise <sup>1</sup> et cette évolution n'est pas entièrement prise en compte par le taux de chômage observé.

## Graphique B

### Croissance de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage)



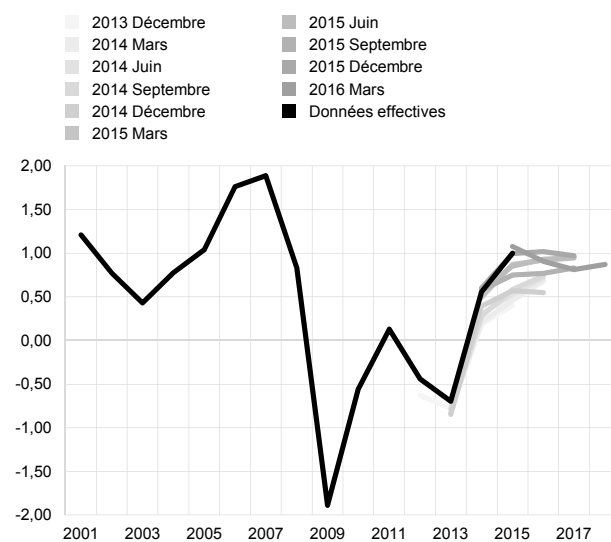
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La ligne noire continue se rapporte aux données historiques publiées par Eurostat tandis que les lignes grises se rapportent à la trajectoire prévue dans une sélection d'exercices de projection.

## Graphique C

### Croissance de l'emploi

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La ligne noire continue se rapporte aux données historiques publiées par Eurostat tandis que les lignes grises se rapportent à la trajectoire prévue dans une sélection d'exercices de projection.

### De plus, les réformes du marché du travail introduites depuis la crise pourraient avoir modifié le fonctionnement du marché du travail.

Ces réformes avaient pour objectif de rendre les salaires plus réactifs à la situation sur le marché du travail en supprimant les dispositifs d'indexation des salaires et en réduisant la protection de l'emploi. De fait, des éléments montrent que les rigidités à la baisse des salaires se sont atténuées à mesure que la crise se prolongeait <sup>2</sup>. Si les marchés du travail se trouvent toujours dans une phase d'ajustement, l'impact des réformes de ces marchés impliquerait que, durant un certain temps, la réduction des capacités inutilisées irait de pair avec une faible progression des salaires. Les salaires pourraient également refléter actuellement les rigidités nominales qui existaient précédemment : les rigidités nominales à la baisse pourraient avoir empêché les salaires de s'ajuster suffisamment au volume de capacités inutilisées durant la récession, empêchant ainsi une hausse plus forte des salaires lors de la reprise.

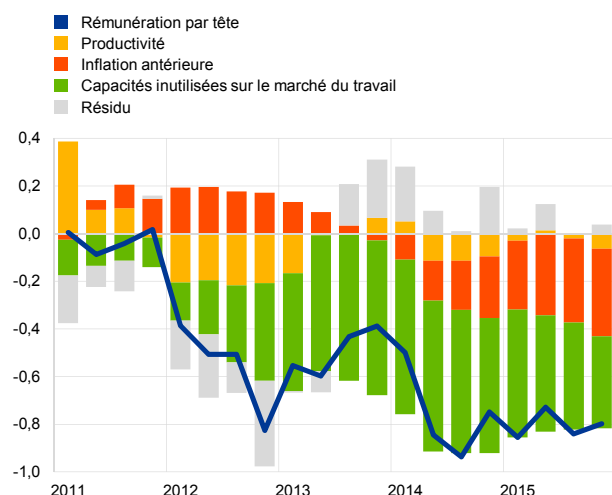
<sup>1</sup> Cf. BCE (2015) *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Occasional Paper Series, n° 159, chapitre 2.4. Les travailleurs découragés ne sont pas comptabilisés comme chômeurs et ne sont donc pas intégrés dans le calcul de l'écart de chômage.

<sup>2</sup> R. Anderton et B. Bonthuis (2015), *Downward Wage Rigidities in the Euro Area*, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), Discussion Papers Series, n° 2015/09.

## Graphique D

### Décomposition de la hausse des salaires à partir d'un modèle fondé sur la courbe de Phillips

(écarts par rapport à la moyenne en termes de croissance annuelle : contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Échantillon : 1995-2015. En se fondant sur une équation dans laquelle la rémunération par tête (taux de croissance trimestriel annualisé de la série corrigée des variations saisonnières) est régressée sur son propre retard, sur l'inflation retardée, sur la productivité par personne employée, sur le taux de chômage retardé et sur une constante. Les contributions sont déterminées comme indiqué dans le discours de J.L. Yellen (2015), *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, Massachusetts, 24 septembre.

### L'environnement de faible inflation peut également avoir contribué à contenir la hausse des salaires.

La faiblesse de l'inflation, liée en grande partie aux bas niveaux des prix du pétrole, pourrait avoir un effet sur les négociations salariales, les salariés ne pouvant pas faire pression pour obtenir des salaires plus élevés lorsque la baisse des prix de l'énergie dope leur revenu réel. Le bas niveau de l'inflation peut affecter la progression des salaires *via* des mécanismes d'indexation des salaires formels et informels ou *via* la formation des anticipations. Il est difficile d'établir une distinction entre ces deux canaux, en raison également de l'absence de données relatives aux anticipations des ménages et des entreprises, qui sont les acteurs importants dans le processus de négociation des salaires. Le graphique D présente les contributions des principaux déterminants des salaires à la croissance de la rémunération par tête en se fondant sur un modèle classique de la courbe de Phillips<sup>3</sup>. Dans ce modèle, on suppose que le processus de fixation des salaires prend en compte l'inflation antérieure (mais la spécification du modèle peut surestimer l'importance de celle-ci dans ce processus). Les résultats suggèrent que (a) les capacités inutilisées sur le marché du travail

ont fortement freiné la hausse des salaires depuis le début de la crise financière, bien que cet effet s'atténue ; (b) les chiffres récents relatifs à l'inflation influencent également négativement la croissance des salaires ; et (c) la faible croissance de la productivité pèse sur les salaires.

**La structure de la récente création d'emplois peut également avoir contribué à la faiblesse de la productivité et de la progression des salaires dans la zone euro.** Depuis le deuxième trimestre 2013, la création d'emplois dans la zone euro a été relativement plus soutenue dans les secteurs à faible productivité, tels que les services aux entreprises ainsi que le commerce et les transports<sup>4</sup>. Les secteurs à faible productivité ayant tendance à être associés à des niveaux de salaires et à des taux de croissance des salaires relativement plus bas, cet effet de composition de l'emploi pèse sur la hausse moyenne des salaires.

<sup>3</sup> Les capacités inutilisées sont mesurées par le taux de chômage, qui peut surestimer l'importance des capacités inutilisées sur le marché du travail dans la formation des salaires si l'on suppose que le taux de chômage naturel a augmenté après la crise.

<sup>4</sup> Pour plus de détails sur la création d'emplois dans la zone euro, cf. l'article intitulé *Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ?*, *Bulletin économique*, numéro 8, décembre 2015, BCE.

**Avec l'accélération de l'activité économique et le resserrement du marché du travail, les tensions à la hausse sur les salaires devraient s'intensifier.** Les dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE publiées en mars indiquent que la rémunération par tête devrait augmenter modérément en 2016, atteignant 2,1 % en 2018, dans le sillage du redressement progressif du PIB en volume de la zone euro.

## Encadré 3

### La deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II)

**Le 10 mars 2016, le Conseil des gouverneurs a annoncé une deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), qui accentueront l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et renforceront la transmission de cette politique.** Ces nouvelles opérations fournissent aux banques un financement à long terme à des conditions intéressantes afin de continuer d'assouplir les conditions de crédit pour le secteur privé et de stimuler les prêts bancaires à l'économie réelle. Associées aux autres mesures non conventionnelles en place, les TLTRO II contribueront au retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

**Les TLTRO II consisteront en une série de quatre opérations qui seront réalisées une fois par trimestre entre juin 2016 et mars 2017.** Les contreparties<sup>1</sup> auront la possibilité d'emprunter par ces opérations un montant total pouvant atteindre 30 % d'une part éligible spécifique de leurs encours de prêts<sup>2</sup> au 31 janvier 2016, minoré des montants empruntés antérieurement dans le cadre des deux premières TLTRO réalisées en 2014 et encore dus au moment du règlement des TLTRO II. Ces facilités de prêts agrégées pourraient s'élever au maximum à 1 600 milliards d'euros environ<sup>3</sup>. Cependant, comme le montre le tirage lors de la première série de TLTRO (TLTRO I), ce chiffre ne peut pas être traité comme un reflet du tirage attendu lors de ces opérations. Pour que les facilités soient totalement utilisées, il faudrait que l'ensemble des banques ayant des prêts éligibles demandent à participer aux opérations TLTRO II (ce qui nécessite une formation optimale des groupes de TLTRO) et remboursent intégralement les montants empruntés lors des deux premières opérations TLTRO I réalisées en 2014. De plus, les banques évalueront l'attrait de ces nouvelles opérations au regard des conditions de marché, de leurs programmes d'émission, de leurs besoins globaux de financement et de leurs perspectives en matière de prêt.

**Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées ont déjà montré qu'elles favorisaient la transmission de la baisse des taux directeurs aux conditions d'emprunt du secteur privé non financier.** Ces opérations ont été

<sup>1</sup> Comme dans la première série de TLTRO, les contreparties peuvent participer aux TLTRO II à titre individuel ou, sous certaines conditions, au titre d'un groupe.

<sup>2</sup> Comme dans la première série de TLTRO, les prêts éligibles se définissent comme les prêts aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement consentis aux ménages.

<sup>3</sup> Les montants précédemment empruntés dans le cadre des deux premières TLTRO réalisées en 2014 et non remboursés réduiront cette capacité d'emprunt. Ces emprunts s'élèvent actuellement à 212 milliards d'euros.

introduites pour la première fois dans le cadre du programme d'assouplissement du crédit de juin 2014. Les taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro ont sensiblement diminué après l'annonce de ce programme, et les réductions des coûts de financement des banques qu'il entraînait ont été de plus en plus répercutées aux emprunteurs des banques (cf. graphique 11 de la section 5). Les réductions observées ont été plus prononcées dans les pays vulnérables, où les taux débiteurs étaient précédemment élevés par rapport à ceux qui se pratiquaient ailleurs dans la zone euro. De plus, dans le premier groupe de pays, il est avéré que les contreparties ayant emprunté dans le cadre de la première série de TLTRO ont davantage abaissé les taux appliqués aux sociétés non financières que leurs homologues n'y ayant pas participé <sup>4</sup>. Conformément à ces observations, la majorité des banques interrogées dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (en janvier 2015, juillet 2015 et janvier 2016) ont déclaré qu'elles avaient l'intention d'utiliser les fonds obtenus dans le cadre de la première série de TLTRO pour accorder des prêts, notamment des prêts aux entreprises et des crédits à la consommation.

**L'efficacité de cette mesure s'évaluera essentiellement par ses performances dans l'amélioration des conditions de financement pour les emprunteurs finaux au sein de l'économie réelle.** Même si une large participation au TLTRO II est positive, le montant de liquidité alloué ne constitue qu'un des critères permettant d'évaluer le succès probable de la mesure, comme le montre également l'expérience des opérations TLTRO I. En fait, la simple disponibilité de financement à long terme à de faibles taux pour les banques *via* TLTRO II (conjointement avec les autres mesures de politique monétaire en place) devrait assouplir les conditions de financement des banques en général et réduire le coût du financement bancaire de marché. Comme pour TLTRO I, cet avantage en termes de coût devrait ensuite être répercuté sur les emprunteurs auprès des banques.

**Toutes les opérations TLTRO II ont une durée de quatre ans à compter de leur date de règlement, avec la possibilité d'un remboursement anticipé volontaire après deux années.** La longue durée de ces opérations offrira aux contreparties une sécurité de financement et leur permettra de faire concorder les échéances de leur financement avec celles des prêts finançant les dépenses réelles d'investissement. Dans le même temps, cette mesure offre de la flexibilité puisque les contreparties auront la possibilité de rembourser les montants empruntés dans le cadre des TLTRO II selon une fréquence trimestrielle, à compter de deux ans après le règlement de chaque opération. Les contreparties ne seront pas soumises à des remboursements anticipés obligatoires, comme c'était le cas dans le cadre des TLTRO I. De plus, une possibilité de remboursement volontaire supplémentaire en juin 2016 pour l'ensemble des opérations TLTRO I actuellement en cours a été introduite, juste avant le règlement de la première opération TLTRO II. Cela permettra aux contreparties ayant participé à la précédente série de TLTRO de reporter les montants empruntés sur les TLTRO II et ainsi de bénéficier des conditions plus accommodantes de cette nouvelle série d'opérations.

<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. l'article intitulé *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE*, *Bulletin économique*, Numéro 7, 2015.

**Le mécanisme de fixation des taux des TLTRO II vise à inciter les banques à répercuter sur les emprunteurs finaux les conditions de financement accommodantes qu'il offre.**

Le taux auquel les contreparties peuvent emprunter dans le cadre des TLTRO II dépend de leur structure de prêt (cf. graphique A) <sup>5</sup>. Le taux d'intérêt maximum appliqué dans ce cadre sera fixé pour chaque opération au taux appliqué à l'opération principale de refinancement en vigueur au moment de l'adjudication. Toutefois, les contreparties dont le montant net de prêts éligibles consentis au cours de la période comprise entre le 1<sup>er</sup> février 2016 et le 31 janvier 2018 dépasse une certaine valeur de référence (qui dépend du comportement de prêt passé de chaque contrepartie, comme cela est expliqué ci-après) bénéficieront d'un taux plus faible pour toute la durée de l'opération. En particulier, le taux des emprunts dans le cadre des TLTRO II peut être aussi faible que le taux de la facilité de dépôt en vigueur au moment de l'adjudication pour les contreparties ayant une activité de prêt suffisamment forte. Les contreparties obtiendront ce taux si elles dépassent leur encours de prêts éligibles de référence de 2,5 % au total au 31 janvier 2018. Jusqu'à cette limite, l'ampleur de la réduction du taux d'intérêt sera modulée linéairement en fonction du pourcentage de dépassement par la contrepartie de l'encours de prêts éligibles de référence. Cela signifie que toutes les contreparties ayant un montant net de prêts éligibles positif ou dont l'activité de prêt s'est améliorée par rapport aux 12 mois s'étant achevés au 31 janvier 2016 emprunteront à un taux inférieur au taux des opérations principales de refinancement en vigueur à la date de l'adjudication.

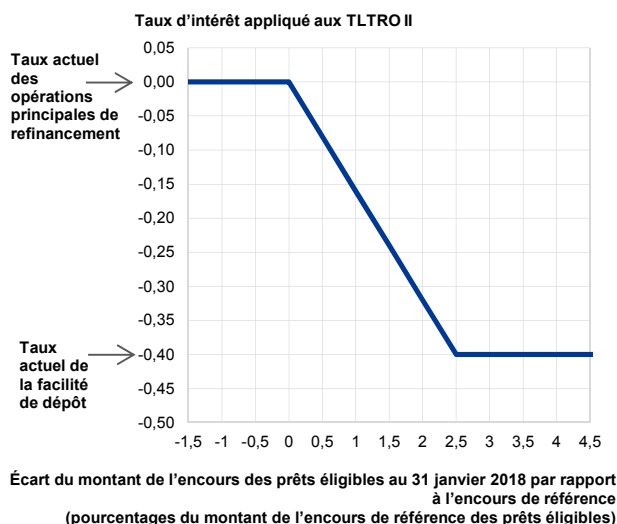
---

<sup>5</sup> Les détails techniques précis concernant les opérations TLTRO II, y compris la méthode de calcul du taux d'intérêt applicable, sont spécifiés dans l'acte juridique concerné.

## Graphique A

### Illustration du taux d'emprunt pour les TLTRO II

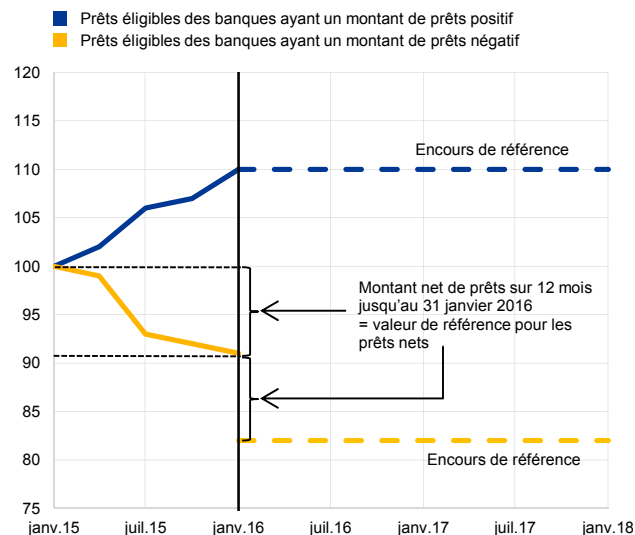
(en pourcentages annuels)



## Graphique B

### Illustration de la valeur de référence des TLTRO II

(en millions d'euros)



**Les valeurs de référence des contreparties dépendent de leur profil de prêt au cours des 12 mois s'étant achevés le 31 janvier 2016.** Pour les contreparties ayant affiché un montant net de prêts éligibles positif au cours de la période de 12 mois s'étant achevée le 31 janvier 2016, la valeur de référence pour les prêts nets est fixée à zéro. Pour les contreparties ayant affiché un montant net de prêts éligibles négatif au cours de la période de 12 mois s'étant achevée le 31 janvier 2016, la valeur de référence pour les prêts nets est égale au montant net de prêts éligibles sur cette période. Le graphique B illustre le concept de valeur de référence pour les prêts : il donne un exemple stylisé pour une contrepartie ayant un encours de prêts positif au cours des 12 mois s'étant achevés le 31 janvier 2016, ainsi que pour une contrepartie ayant un encours de prêts négatif au cours de cette période. Pour la contrepartie ayant un montant net de prêts positif (ligne bleue), la valeur de référence pour le flux net de prêts est égale à zéro et donc l'encours de référence est égal à l'encours des prêts éligibles au 31 janvier 2016. En revanche, pour la contrepartie ayant un montant net de prêts négatif (ligne jaune), la valeur de référence pour le flux net de prêts est égale au flux net de prêts négatif au cours de cette période. L'encours de référence que les contreparties doivent dépasser est donc égal à l'encours des prêts éligibles au 31 janvier 2016 plus le flux net de prêts (négatif) enregistré au cours des 12 mois s'étant achevés le 31 janvier 2016.

**Tableau A**

Exemples stylisés de valeurs de référence dans le cadre des TLTRO II

(en millions d'euros)

| Contrepartie | Montant net des prêts éligibles 1 <sup>er</sup> février 2015 - 31 janvier 2016 | Encours de prêts éligibles au 31 janvier 2016 | Valeur de référence pour les prêts nets | Encours de référence |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------|
| A, B, C      | 50                                                                             | 1 000                                         | 0                                       | 1 000                |
| D, E, F      | -40                                                                            | 1 000                                         | -40                                     | 960                  |

Source : BCE.

**L'application de ce mécanisme de fixation des taux est illustrée par quelques exemples stylisés**<sup>6</sup>. Le tableau A examine les cas stylisés de trois contreparties ayant un montant net de prêts éligibles positif au cours de la période de 12 mois s'étant achevée le 31 janvier 2016 (contreparties A, B et C) et de trois contreparties ayant un montant net de prêts éligibles négatif sur cette période (contreparties D, E et F). Les contreparties A, B et C, en tant que prêteurs nets positifs sur cette période, se voient attribuer une valeur de référence pour les prêts nets égale à zéro. Pour les contreparties D, E et F, qui avaient un montant net de prêts éligibles négatif sur cette même période, la valeur de référence pour les prêts nets est égale à leur montant net de prêts au cours de la période, soit – 40 millions d'euros dans ces exemples.

Dans le tableau B, on prend comme hypothèse que la contrepartie A réalise un montant net de prêts positif de 30 millions d'euros au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> février 2016 au 31 janvier 2018. Cette contrepartie dépasse donc son encours de référence (censé s'élever à 1 000 millions d'euros) de 3,0 % et obtient par conséquent le plus faible taux possible, soit – 0,40 %, c'est-à-dire le taux actuel de la facilité de dépôt (tous les exemples sont basés sur les taux actuels des opérations principales de refinancement et de la facilité de dépôt). La contrepartie B enregistre un montant net de prêts négatif de – 10 millions d'euros. Cette contrepartie n'atteint pas sa valeur de référence pour les prêts nets et, par conséquent, le taux maximum de 0,00 %, c'est-à-dire le taux actuel des opérations principales de refinancement, s'appliquera à ses emprunts effectués dans le cadre des TLTRO II. La contrepartie C affiche un montant net de prêts positif, atteignant ainsi sa valeur de référence pour les prêts nets. Cependant, son montant net de prêts positif de 10 millions d'euros ne permet à cette contrepartie de dépasser son encours de référence que de 1,0 %, c'est-à-dire moins que les 2,5 % nécessaires pour obtenir le taux minimum. Dans ce cas, un taux de – 0,16 % sera appliqué à l'emprunt de la contrepartie C dans le cadre des TLTRO II. Cela représente 40 % de la différence entre le taux actuel de la facilité de dépôt (– 0,40 %) et le taux appliqué aux opérations principales de refinancement (0,00 %), reflétant le fait que cette contrepartie a dépassé son encours de référence de 40 % seulement du montant nécessaire pour obtenir le taux le plus faible possible.

<sup>6</sup> Il convient de noter que tous les calculs sont arrondis. Le nombre exact de décimales à utiliser est spécifié dans l'acte juridique relatif aux TLTRO II.

La contrepartie D affiche un montant net de prêts de – 10 millions d’euros au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> février 2016 au 31 janvier 2018. Cette contrepartie dépasse son encours de référence (censé être de 960 millions d’euros) de 3,1 % et obtient par conséquent le plus faible taux possible de – 0,40 %. En revanche, la contrepartie E n’atteint pas son montant net de prêts de référence, puisqu’elle enregistre un montant net de prêts éligibles de – 50 millions d’euros au cours de la même période. Dans ce cas, le taux des opérations principales de refinancement de 0,00 % sera appliqué. Enfin, la contrepartie F affiche un montant net de prêts de – 35 millions d’euros, ne dépassant donc son encours de référence que de 0,5 %, soit 20 % de ce qui est nécessaire pour obtenir le taux minimum sur les emprunts dans le cadre des TLTRO II. Dans ce cas, le taux appliqué à l’emprunt de la contrepartie F représentera 20 % de la différence entre le taux actuel de la facilité de dépôt (– 0,40 %) et le taux appliqué aux opérations principales de refinancement (0,00 %), soit – 0,08 %.

### Tableau B

Exemples stylisés de l’application du mécanisme de fixation des taux dans le cadre des TLTRO II

| Contrepartie | Montant net de prêts éligibles<br>1 <sup>er</sup> février 2016 - 31 janvier 2018<br>(en millions d’euros) | Écart en pourcentage par rapport à<br>l’encours de référence<br>(en pourcentages) | Taux d’intérêt des<br>opérations TLTRO II<br>(en pourcentages annuels) |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| A            | 30                                                                                                        | 3,0                                                                               | -0,40                                                                  |
| B            | -10                                                                                                       | -1,0                                                                              | 0,00                                                                   |
| C            | 10                                                                                                        | 1,0                                                                               | -0,16                                                                  |
| D            | -10                                                                                                       | 3,1                                                                               | -0,40                                                                  |
| E            | -50                                                                                                       | -1,0                                                                              | 0,00                                                                   |
| F            | -35                                                                                                       | 0,5                                                                               | -0,08                                                                  |

Source : BCE.

## Encadré 4

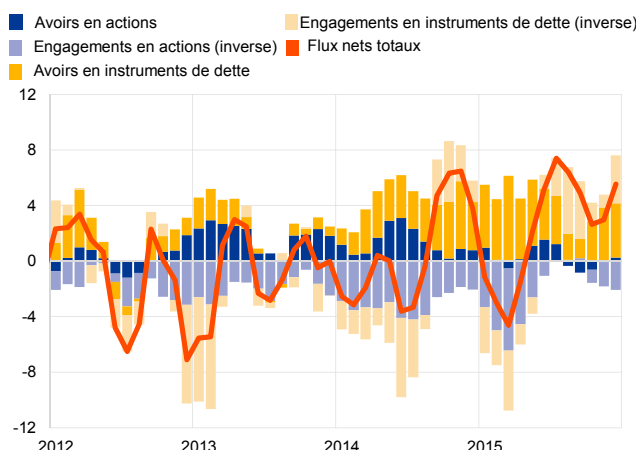
### Rééquilibrage des flux d'investissements de portefeuille dans la zone euro

Le présent encadré décrit les évolutions récentes des flux d'investissement de portefeuille dans le compte financier de la zone euro. En 2015, l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro a essentiellement eu comme corollaire des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille dans le compte financier de la balance des paiements.

#### Graphique A

Ventilation des flux d'investissements de portefeuille dans la zone euro

(en pourcentage du PIB ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Pour les avoirs, une valeur positive (négative) représente des achats nets (cessions nettes) de titres étrangers par les investisseurs de la zone euro. Pour les engagements, une valeur positive (négative) représente des cessions nettes (achats nets) de titres de la zone euro par les investisseurs étrangers. Pour les flux nets, une valeur positive (négative) représente des sorties (entrées) nettes de (dans) la zone euro. La dernière observation se rapporte à décembre 2015.

**En 2015, la zone euro a enregistré des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille qui s'expliquent essentiellement par un rééquilibrage au profit des titres de créance étrangers**

(cf. graphique A). Les investisseurs de la zone euro ont nettement accru leurs achats de titres de créance étrangers à partir de mi-2014, au moment où la BCE a adopté de vastes mesures d'assouplissement du crédit, jusqu'à atteindre des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis le début de la crise financière mondiale. Depuis mi-2014, les résidents de la zone euro ont constamment été acheteurs nets de titres de créance étrangers, essentiellement des obligations à long terme. Au premier trimestre 2015, lorsque la BCE a lancé son programme d'achats d'actifs du secteur public, les investisseurs étrangers ont partiellement compensé ces sorties par d'importants achats nets de titres de créance de la zone euro. Toutefois, par la suite, les non-résidents ont largement désinvesti en titres de créance de la zone euro. Le rééquilibrage en faveur des titres de créance étrangers est cohérent avec la persistance d'écart de taux d'intérêt négatifs

de la zone euro par rapport aux autres économies avancées. Les achats nets d'actions de la zone euro par les investisseurs étrangers, qui ont été importants ces dernières années, ont atteint un pic au premier trimestre 2015. Par la suite, les entrées d'investissements étrangers sous forme d'actions de la zone euro se sont modérées, contribuant ainsi au rééquilibrage vers des sorties nettes d'investissements de portefeuille hors de la zone euro. Les achats nets d'actions étrangères par les investisseurs de la zone euro ont diminué pour atteindre de bas niveaux en 2015 et n'ont donc pas apporté de contribution significative aux variations globales des flux d'investissements de portefeuille.

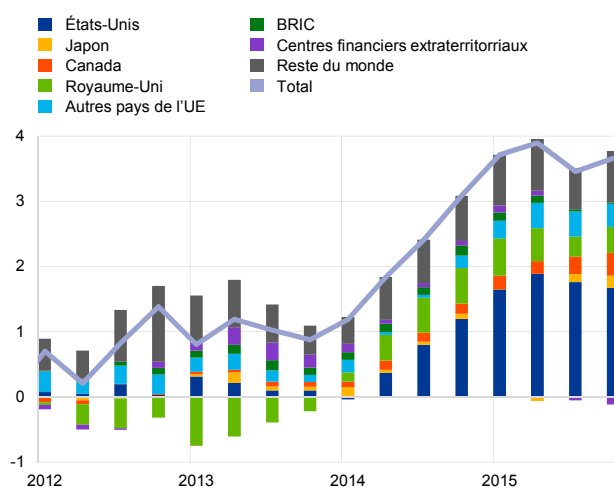
### L'accroissement des investissements de portefeuille de la zone euro en titres de créance étrangers s'est largement orienté vers les autres économies avancées (cf. graphique B).

En 2015, 45 % environ des acquisitions nettes de titres de créance étrangers effectuées par les investisseurs de la zone euro étaient dirigées vers les États-Unis, puis vers le Royaume-Uni (11 %), les autres États membres de l'UE (10 %), le Canada (10 %) et le Japon (5 %). Les achats nets par les résidents de la zone euro de titres de créance émis par le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie se sont largement taris en 2015, parallèlement au recul de la confiance des investisseurs dans ces marchés. Les informations relatives aux pays d'origine des entrées de capitaux étrangers dans la zone euro n'étant pas disponibles, des indications peuvent être tirées des variations de la position extérieure de ces pays vis-à-vis de la zone euro figurant dans l'enquête coordonnée du Fonds monétaire international sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey – CPIS*). Ces données montrent, en particulier, que les investisseurs du Japon, du Royaume-Uni et du Danemark ont réduit leurs portefeuilles de titres de créance de la zone euro au premier semestre 2015<sup>1</sup>.

#### Graphique B

Ventilation géographique des acquisitions nettes de titres de créance étrangers effectuées par les investisseurs de la zone euro

(en pourcentage du PIB de la zone euro ; moyennes sur quatre trimestres)



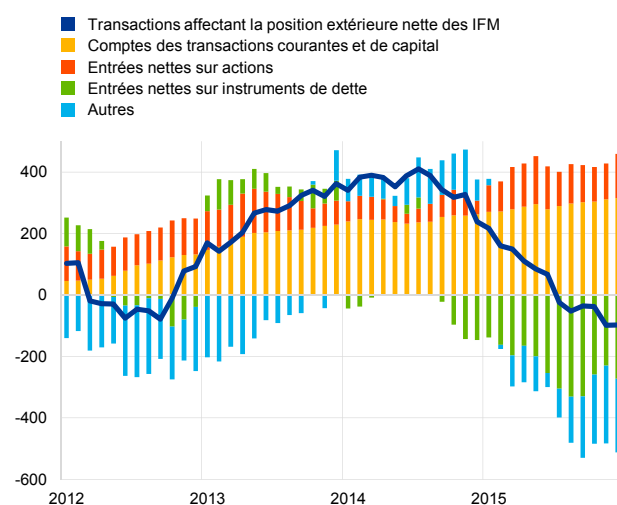
Sources : BCE et Eurostat.

Notes : L'agrégat BRIC est composé du Brésil, de la Chine, de l'Inde et de la Russie ; « Autres pays de l'UE » recouvre les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (hors Royaume-Uni). La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

#### Graphique C

Présentation monétaire de la balance des paiements

(sommées mobiles sur douze mois de flux mensuels en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Une valeur positive représente une entrée nette/hausse de la position extérieure nette des IFM. Toutes les transactions se rapportent au secteur détenteur de monnaie. « Autres » recouvre les entrées nettes d'IDE et d'autres investissements, les opérations sur dérivés financiers et les écarts statistiques entre la balance des paiements et les statistiques monétaires, ainsi que les erreurs et omissions. La dernière observation se rapporte à décembre 2015.

<sup>1</sup> Les dernières données disponibles tirées de la CPIS se rapportent au deuxième trimestre 2015.

**Dans le secteur des non-IFM, les rééquilibrages de portefeuille au détriment des titres de créance de la zone euro ont pesé de plus en plus sur la position extérieure nette des IFM de la zone euro en 2015 (cf. graphique C).** Celle-ci

reflète les transactions résultant des échanges commerciaux et des flux financiers du secteur détenteur de monnaie. Ainsi que le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, les sorties nettes des portefeuilles d'instruments de dette du secteur détenteur de monnaie ont eu une incidence négative sur la croissance annuelle de M3 dans la zone euro en 2015. À l'inverse, la position extérieure nette des IFM a continué d'être soutenue par les transactions des non-IFM liées à l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro et, dans une moindre mesure, aux entrées nettes sur actions.

## Articles

# Le ralentissement des économies de marché émergentes et ses conséquences pour l'économie mondiale

*Les économies de marché émergentes (EME) ont été un moteur important de la croissance mondiale et de la demande extérieure de la zone euro au début du 21<sup>e</sup> siècle. Toutefois, depuis 2010, la croissance de ces économies s'est inscrite sur une tendance baissière. Ce ralentissement résulte en partie de facteurs structurels, tels que la diminution de l'accumulation de capital et des gains de productivité ainsi que de l'intégration du commerce mondial. Parmi les autres facteurs défavorables, on peut citer la lenteur de la reprise dans les économies avancées, qui a pesé sur la demande extérieure, les fortes baisses des prix des matières premières, qui ont affecté tout particulièrement la croissance des économies exportatrices de matières premières, et le durcissement progressif des conditions de financement à l'échelle mondiale depuis 2013. En outre, après une période de politiques économiques très accommodantes et d'augmentation de la dette du secteur privé, la capacité d'amortissement des politiques s'est amoindrie et les vulnérabilités macroéconomiques se sont accentuées. Le ralentissement des EME a déjà freiné la croissance mondiale et eu un impact négatif, mais néanmoins modéré, sur les exportations de la zone euro. Toutefois, cette évolution a été partiellement contrebalancée par les baisses des prix des matières premières, qui ont dopé le revenu disponible réel. Pour l'avenir, les risques pesant sur les perspectives relatives aux EME demeurent orientés à la baisse. Un nouveau ralentissement généralisé et prononcé des EME pourrait avoir une forte incidence négative sur les perspectives d'évolution de l'économie mondiale.*

## 1

### Introduction

**Le ralentissement de la croissance des EME observé au cours des dernières années a surpris de nombreux prévisionnistes**<sup>1</sup>. Ce ralentissement a été prononcé et a touché un grand nombre de pays. Toutefois, ses causes sous-jacentes varient d'un pays à l'autre. Dans certains pays, les obstacles structurels à la croissance et les déséquilibres macroéconomiques freinent de plus en plus la croissance potentielle, tandis que d'autres pays s'ajustent à la baisse des prix des matières premières et au durcissement des conditions de financement externe.

<sup>1</sup> Le présent article se concentre essentiellement sur un groupe de grandes EME comprenant l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Égypte, Hong Kong RAS, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie Saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, Taiwan, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela. Dans certains cas, cependant, des problèmes de disponibilité des données ont rendu nécessaire l'analyse de plus petits groupes. De plus, la définition des EME varie selon les fournisseurs de statistiques, et les agrégats plus larges élaborés par d'autres institutions ne recouvrent pas forcément les mêmes pays.

### Les EME jouent un rôle de plus en plus important dans l'économie mondiale.

Elles représentent presque les deux tiers du PIB mondial en termes de parité de pouvoir d'achat (PPA). Par conséquent, un ralentissement généralisé des EME pourrait être un frein important à la croissance mondiale.

### Le présent article analyse les causes du ralentissement des EME et évalue les perspectives économiques ainsi que leurs implications pour l'économie mondiale et pour la zone euro.

La section suivante décrit les obstacles auxquels les EME se sont heurtées au cours des dernières années. La section 3 évalue ensuite les risques pesant sur les perspectives économiques, en mettant l'accent sur la vulnérabilité potentielle des EME face à un durcissement brutal des conditions de financement externes dans un contexte de hausse de l'endettement. La dernière section examine le rôle des EME au sein de l'économie mondiale ainsi que les canaux de transmission à la zone euro dans l'hypothèse d'un ralentissement plus prononcé de ces économies.

## 2 Les facteurs contribuant au ralentissement des EME

### Depuis 2010, la croissance des EME s'est inscrite sur une tendance baissière.

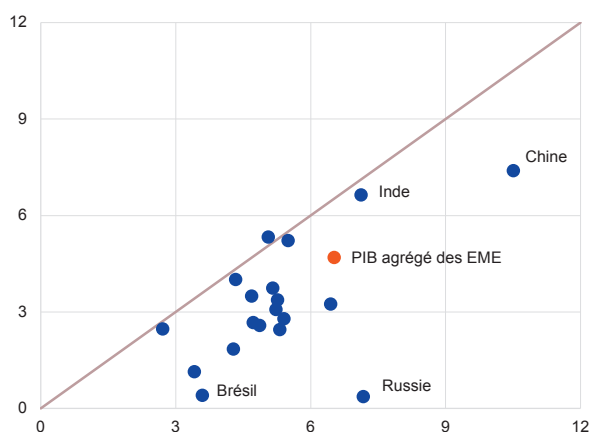
Les EME ont plutôt mieux résisté à la crise financière que les économies avancées et ont connu une forte reprise par la suite, leur PIB agrégé enregistrant une croissance de 7,5 % en 2010. En revanche, l'année dernière a été la cinquième année consécutive de ralentissement de la croissance économique dans les EME, la progression du PIB agrégé ressortant à seulement 4,0 % en 2015 – soit un niveau nettement inférieur à ceux observés au cours des années précédant la

crise. Ce ralentissement est généralisé : dans la plupart des grandes EME, la croissance enregistrée au cours des trois dernières années a été plus faible qu'avant la crise financière (cf. graphique 1).

#### Graphique 1

##### Croissance moyenne du PIB dans les grandes EME

(axe des abscisses : croissance moyenne du PIB en volume, 2000-2007 ; axe des ordonnées : croissance moyenne du PIB en volume, 2012-2015 ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

Notes : L'échantillon recouvre l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Égypte, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, Taiwan, la Thaïlande et la Turquie. L'agrégat relatif aux EME est une moyenne pondérée en fonction de la PPA pour ces pays.

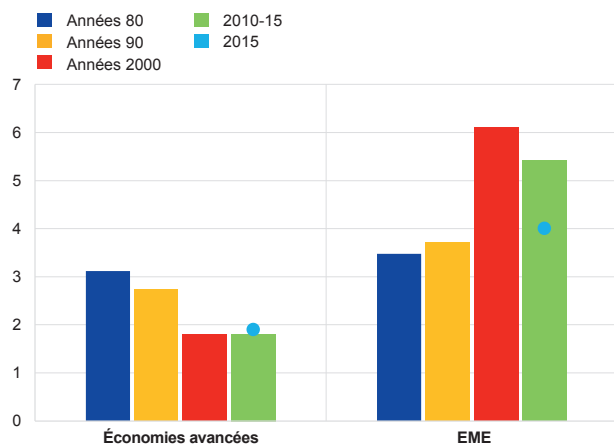
### La modération structurelle de la croissance des EME est un facteur à l'origine de ce ralentissement.

S'agissant des évolutions sur plus longue période, la période allant de 2000 à 2010 a été exceptionnelle, la croissance du PIB agrégé des EME s'établissant en moyenne à presque 6 %, contre moins de 4 % au cours des vingt années précédentes (cf. graphique 2). Les EME ont bénéficié d'une conjonction de facteurs favorables : une forte demande des économies avancées, le dynamisme des marchés financiers au cours de la période précédant la crise financière mondiale, et une intégration croissante au sein de l'économie mondiale. Le renchérissement des matières premières, attribuable en partie à la forte croissance observée dans de nombreuses EME, a également profité aux économies exportatrices de matières premières, favorisant l'investissement

## Graphique 2

### Croissance moyenne du PIB au cours des dernières décennies

(variations annuelles en pourcentage)

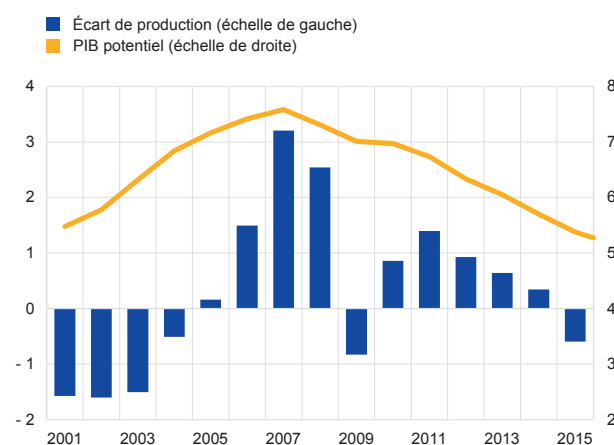


Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

## Graphique 3

### PIB potentiel des grandes EME

(en pourcentage du PIB potentiel ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : FMI, OCDE, données nationales et calculs des services de la BCE.  
 Note : Le présent graphique représente les estimations pondérées en fonction de la PPA du PIB potentiel du Brésil, de la Chine, de l'Inde, du Mexique, de la Russie, de la Corée du Sud et de la Turquie, établies à partir d'une fonction de production Cobb-Douglas.

dans ces économies. Dans ce contexte, l'importante accumulation de capital et la croissance soutenue de la productivité ont contribué à stimuler les taux de croissance tendancielle. Avec l'essoufflement de ces facteurs depuis la crise financière mondiale, la croissance potentielle s'est ralentie. En outre, les tendances démographiques auparavant favorables se sont détériorées dans certains pays, avec le ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler. Selon les estimations établies par les services de la BCE à partir d'une fonction de production Cobb-Douglas, un tiers environ du ralentissement de la croissance observé dans les sept principales EME depuis 2010 est imputable à la baisse de la croissance potentielle (cf. graphique 3).

### Les évolutions de la croissance potentielle ont varié entre les principales EME, tout comme les facteurs à l'origine de ces évolutions.

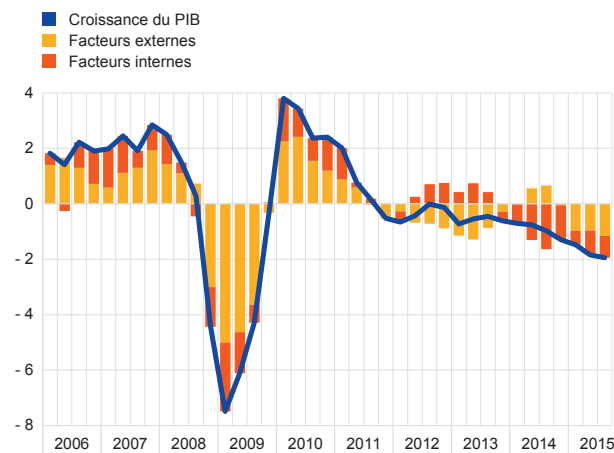
En Chine, le financement de l'investissement par le crédit durant plusieurs années a engendré des capacités excédentaires dans certains secteurs, ainsi qu'une mauvaise allocation des ressources et une accumulation de dette, tandis que les bénéfices de l'adhésion du pays à l'Organisation mondiale du commerce et de l'intégration croissante des échanges commerciaux ont progressivement diminué. De plus, bien qu'il subsiste une marge de manœuvre pour accroître les gains de productivité par le biais d'une réaffectation de la main-d'œuvre des zones rurales vers les zones urbaines et d'une intégration à des secteurs plus avancés et à plus forte productivité, la population active diminue depuis 2011. En Russie, les évolutions démographiques défavorables pèsent également sur la croissance potentielle. La baisse des prix de l'énergie et les sanctions internationales imposées à la suite du conflit en Ukraine ont également renforcé les obstacles qui freinent depuis longtemps l'investissement et la croissance, comme les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et un climat des affaires médiocre (qui ont encouragé les sorties de capitaux avant même le début de la forte récession en 2014). Au Brésil, la croissance potentielle s'est

détériorée, la baisse des prix des matières premières ayant pénalisé l'investissement dans les principaux secteurs exportateurs du pays. L'insuffisance de l'investissement dans les infrastructures et un environnement réglementaire coûteux ont accentué la faiblesse de la productivité. En Inde, en revanche, la croissance potentielle est demeurée soutenue, grâce à une démographie favorable et des réformes structurelles destinées à améliorer le climat des affaires dans le pays, qui ont renforcé la dynamique de croissance <sup>2</sup>.

#### Graphique 4

##### Contributions à la croissance du PIB dans les EME

(contributions à la croissance annuelle globale du PIB exprimées sous la forme d'écarts par rapport à l'équilibre stationnaire)



Sources : Calculs des services de la BCE, Bloomberg et Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

Notes : Ce graphique retrace les contributions estimées à la croissance annuelle du PIB (exprimées sous forme d'écarts par rapport à l'équilibre stationnaire), sur la base de modèles BVAR estimés séparément pour chaque EME et agrégés à l'aide des pondérations en fonction de la PPA. L'échantillon comprend l'Argentine, le Brésil, le Chili, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, la Corée du Sud, Taiwan, la Thaïlande et la Turquie. Cf. la note de bas de page 4 pour plus de détails.

#### Des facteurs extérieurs ont également contribué au ralentissement des EME.

La littérature a mis en lumière l'impact, sur l'activité économique des EME, de facteurs extérieurs tels que la dynamique des échanges commerciaux à l'échelle mondiale, l'environnement financier mondial et les fluctuations sur les marchés de matières premières <sup>3</sup>. Les modèles vectoriels autorégressifs de type bayésien (BVAR) <sup>4</sup> pour un échantillon de douze grandes EME confirment ce point de vue, indiquant que les facteurs extérieurs sont responsables pour moitié environ de l'ensemble des variations de la dynamique de croissance au cours des vingt dernières années. S'agissant de la période la plus récente, les facteurs extérieurs ont joué un rôle important dans la récession initiale observée à partir de 2010. Depuis 2014, en revanche, les facteurs intérieurs ont contribué dans une plus large mesure au ralentissement de la croissance (cf. graphique 4).

#### Parmi les facteurs externes, l'atonie de la demande étrangère et du commerce mondial a eu un effet négatif sur les EME au cours des dernières années.

Au cours des cinq dernières années, les volumes d'échanges commerciaux internationaux ont progressé à un rythme bien inférieur aux normes historiques. Après une croissance presque deux fois plus rapide que le PIB, en moyenne, au cours des vingt années précédant la crise financière, les échanges commerciaux ont à peine suivi le rythme de l'activité économique depuis 2011. Cette faiblesse résulte en partie de l'évolution des échanges inter-EME, qui reflète peut-être la diminution des avantages liés à l'intégration des EME au sein des marchés internationaux. En particulier, le ralentissement du commerce avec la

<sup>2</sup> Cf. l'encadré intitulé *La montée en puissance de l'économie indienne* du *Bulletin économique*, Numéro 4, BCE, 2015.

<sup>3</sup> Cf. FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 4, avril 2014 ; et T. Didier, M.A. Kose, F. Ohnsorge et L.S. Ye, *Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?*, Policy Research Note PRN/15/04, World Bank Group, décembre 2015.

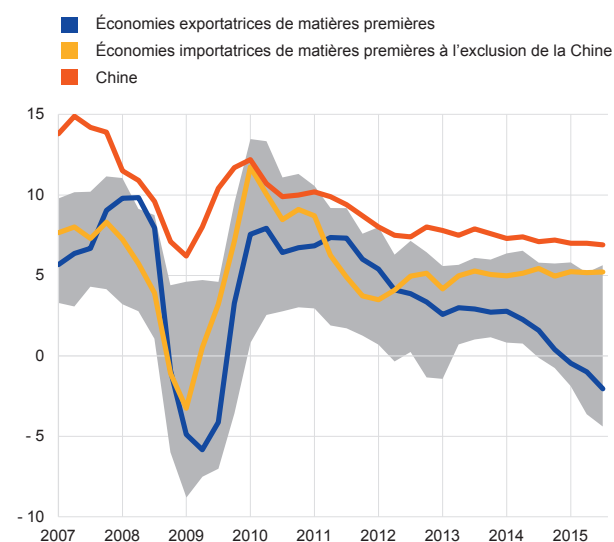
<sup>4</sup> Les modèles BVAR sont estimés séparément pour chacune des douze EME. Chaque modèle inclut un bloc externe (c'est-à-dire exogène) recouvrant la croissance et l'inflation aux États-Unis, les rendements obligataires à dix ans aux États-Unis, l'écart par rapport à l'indice *Emerging Market Bond Index* de J.P. Morgan, et les termes de l'échange, ainsi qu'un bloc interne comprenant le PIB, l'inflation, le taux de change effectif réel et le taux d'intérêt réel à court terme. Les modèles utilisent un système d'identification Choleski, dans lequel les variables sont ordonnées comme décrit précédemment. Ils sont estimés à l'aide des données pour la période allant du premier trimestre 1998 au troisième trimestre 2015. Pour une analyse similaire, cf. FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 4, avril 2014.

Chine a affecté les partenaires commerciaux de ce pays, notamment d'autres EME asiatiques et les économies exportatrices de matières premières. Toutefois, la lenteur de la reprise dans les économies avancées, où les secteurs privé et public ont procédé à un redressement de leurs bilans dans le sillage de la crise financière mondiale, a également pesé sur les composantes de la demande fortement dépendantes des échanges commerciaux, telles que l'investissement. En outre, la faiblesse persistante des volumes d'échanges internationaux depuis 2011 indique aussi probablement un changement structurel, probablement lié au ralentissement de l'expansion des chaînes d'approvisionnement mondiales <sup>5</sup>.

### Graphique 5

#### Croissance moyenne du PIB des économies exportatrices de matières premières et des économies importatrices de matières premières

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Données nationales et Haver Analytics.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015. Les lignes représentent les moyennes pondérées en fonction de la PPA de la croissance du PIB dans les EME. La zone ombrée correspond aux percentiles de croissance (du 10<sup>e</sup> au 90<sup>e</sup>) des EME de l'échantillon. Les économies importatrices de matières premières sont la RAS de Hong Kong, l'Inde, Singapour, la Corée du Sud, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie. Les économies exportatrices de matières premières sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie saoudite, l'Afrique du Sud et le Venezuela.

### La baisse des prix des matières premières a également affecté certaines EME.

Les prix du pétrole ont fortement diminué au cours des dix-huit derniers mois, s'établissant fin mars 2016 à un niveau équivalant aux deux tiers environ des pics qu'ils avaient atteints mi-2014. Les prix des autres matières premières se sont également inscrits sur une tendance baissière, l'indice du FMI relatif aux cours des produits de base hors combustibles ressortant à un niveau inférieur de 40 % au point haut enregistré en 2011. La baisse des prix des matières premières, et tout particulièrement du pétrole, résulte de facteurs à la fois d'offre et de demande. Le recul initial des prix du pétrole observé en 2014 est attribuable en grande partie à des facteurs d'offre, la production de pétrole ayant augmenté plus fortement que prévu dans un contexte de niveaux antérieurement élevés de l'investissement et d'innovations technologiques. La décision de l'OPEP en novembre 2014 de maintenir les quotas de production inchangés a accentué la baisse des prix du pétrole, tout comme la bonne tenue de la production de pétrole de schiste. Par la suite, au second semestre 2015, c'est la faiblesse de la demande qui a joué un rôle de plus en plus important dans la baisse des prix, notamment en raison du ralentissement de la croissance des EME. Dès lors, il en est résulté une forte divergence des perspectives qui s'offrent aux EME selon qu'elles sont exportatrices

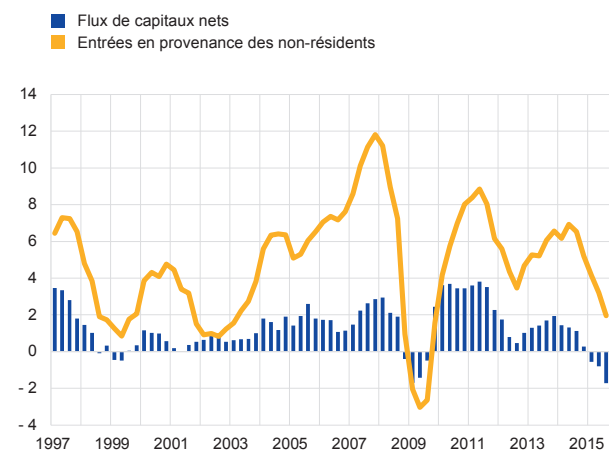
ou importatrices de matières premières. Les termes de l'échange se sont détériorés pour les économies exportatrices de pétrole, ce qui a nui à l'activité économique et entraîné une contraction de l'investissement dans les secteurs liés aux matières premières (cf. graphique 5). Dans certains grands pays, en particulier au Brésil et en Russie, le recul des prix des principales matières premières a interagi avec d'autres chocs (notamment l'incertitude politique et la retombée des tensions géopolitiques), entraînant d'importants ajustements macroéconomiques. Avec la diminution des recettes issues des matières premières et la détérioration des situations budgétaires,

<sup>5</sup> Cf. l'article intitulé *Comprendre la faiblesse du commerce mondial* du *Bulletin économique* numéro 3 de la BCE, 2015.

## Graphique 6

### Flux de capitaux moyens vers les EME

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



Sources : FMI et données nationales.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2015. Les données représentent les flux agrégés (en pourcentage du PIB) pour l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, Singapour, la Corée du Sud, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie. Les flux de capitaux nets représentent le compte financier de la balance des paiements hors variations des avoirs de réserve.

les autorités des économies exportatrices de matières premières ont eu du mal à amortir le ralentissement de l'activité. La politique monétaire des économies exportatrices de pétrole à régime de change flexible a également été contrainte, sous l'effet de la dépréciation des monnaies de ces pays en liaison avec la baisse des prix des matières premières et de la montée des tensions inflationnistes. Dans le même temps, en dépit d'une hausse du revenu disponible réel dans les économies importatrices de matières premières, les effets de cette évolution sur l'activité économique ont tardé à se concrétiser. Dans certains pays, la baisse des prix de l'énergie a permis aux autorités de réduire les subventions aux carburants et de renforcer la soutenabilité budgétaire, tandis que dans d'autres pays, l'épargne privée a augmenté.

**De plus, après avoir été globalement favorable au cours des années qui ont suivi la crise financière mondiale, l'environnement financier extérieur s'est progressivement durci.** Au cours

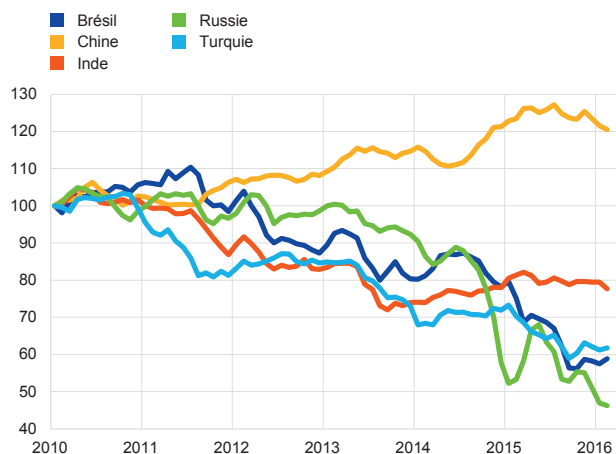
des premières phases de la reprise d'après-crise, les EME ont bénéficié du soutien de l'environnement financier extérieur : les conditions de financement à l'échelle mondiale leur étaient favorables, les banques centrales des économies avancées menant des politiques accommodantes par le maintien de taux d'intérêt à un bas niveau et la réalisation d'achats d'actifs de grande ampleur. Les flux de capitaux vers les EME sont demeurés globalement soutenus. Au cours des trois dernières années, en revanche, les conditions de financement se sont durcies. Le retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif (*taper tantrum*) observé à l'été 2013, dans un contexte de spéculations de plus en plus vives au sujet de l'intention du Système fédéral de réserve de durcir sa politique monétaire, a entraîné une correction brutale sur les marchés. Les conditions de financement externes se sont de nouveau durcies en anticipation d'un relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis (qui est intervenu finalement en décembre 2015). Parallèlement, l'arrêt des valorisations excessives sur les marchés boursiers, sur fond de modifications du cadre de la politique de change de la Chine, a accentué l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers au cours des derniers mois. Les données de balance des paiements montrent les sorties nettes de capitaux des principales EME au cours des trois premiers trimestres de 2015 (cf. graphique 6). Des indicateurs plus rapidement disponibles font état d'une augmentation des sorties de capitaux vers la fin 2015, notamment en Chine. Plusieurs EME ont connu une dépréciation de leur monnaie (cf. graphique 7). Le resserrement des conditions de financement s'est traduit par une hausse des rendements obligataires, un creusement des *spreads* de crédit et de fortes corrections des cours des actions.

**Par ailleurs, la contribution des politiques accommodantes menées à l'issue de la crise financière, qui ont permis de soutenir la demande (en particulier grâce à une forte croissance du crédit), s'est affaiblie.** Bien que les conditions de financement externe favorables aient soutenu la croissance des EME durant

## Graphique 7

### Taux de change effectifs nominaux

(indices : janvier 2010 = 100)



Source : Calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à février 2016. Une augmentation de l'indice correspond à une appréciation de la monnaie.

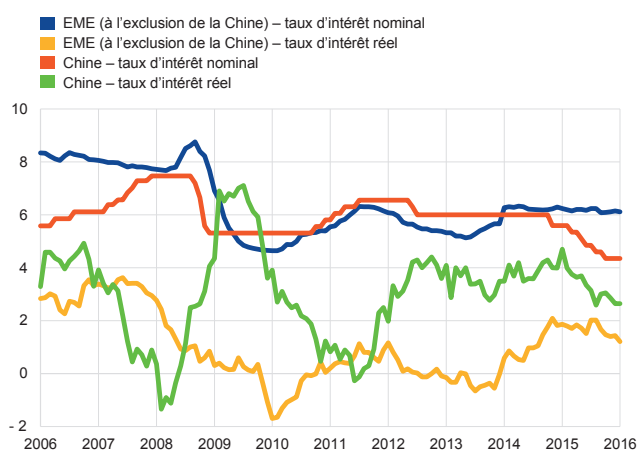
les années suivant la récession mondiale, elles ont également constitué un défi pour les EME. Contraintes de choisir entre restreindre la demande intérieure et dissuader les entrées de capitaux indésirables afin de réduire les tensions à l'appréciation des monnaies, de nombreuses EME ont opté pour le maintien de politiques relativement accommodantes. En moyenne, les taux d'intérêt réels à court terme (*ex post*) ont été proches de zéro de 2008 à 2012 (cf. graphique 8). Les taux d'intérêt à long terme ont également diminué durant cette période. L'importante relance budgétaire menée en 2009 et en 2010 a contribué à l'environnement macroéconomique favorable. Compte tenu des conditions de financement souples, le crédit a progressé rapidement dans plusieurs pays (cf. graphique 9). L'analyse de l'encadré montre que les cycles financiers nationaux et mondiaux ont eu une influence majeure sur le cycle conjoncturel des EME.

Au départ, la hausse du crédit intérieur conjuguée aux entrées de capitaux a favorisé la croissance des EME pendant la période d'atonie de l'environnement extérieur, mais au cours des trois dernières années, les conditions de financement se sont durcies et ce soutien a commencé à se dissiper.

## Graphique 8

### Taux d'intérêt directeurs des EME

(en pourcentage annuel)



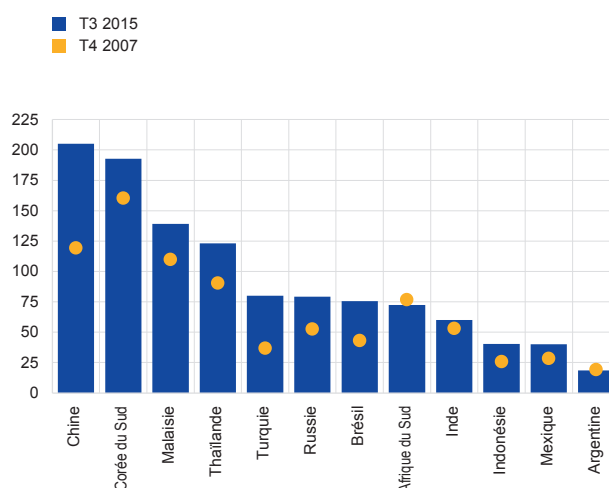
Sources : FMI et données nationales.

Notes : La dernière observation se rapporte à janvier 2016. Les données représentent les moyennes pondérées du PIB pour les EME suivantes : le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie. Les taux réels correspondent au taux directeur à court terme nominal moins le taux d'inflation mesuré par l'IPC.

## Graphique 9

### Ratios crédits au secteur privé/PIB

(crédits consentis au secteur privé en pourcentage du PIB)



Source : BRI.

## Encadré

Les implications pour les EME des cycles du crédit national et mondial :  
mesures des écarts de production corrigés du financement

---

**La forte croissance du crédit observée dans de nombreuses EME a accentué les préoccupations au sujet des déséquilibres croissants et des risques potentiels pour les perspectives économiques en cas de retournement du cycle du crédit.** Pour évaluer l'impact sur le cycle d'activité des évolutions du crédit à l'échelle mondiale et sur le plan national, le présent encadré présente des estimations des écarts de production « corrigés du financement » pour une sélection d'EME.

**Les mesures des écarts de production corrigés du financement permettent de comprendre le rôle des facteurs financiers dans les évolutions récentes du cycle d'activité des EME.**

En théorie, les mesures traditionnelles du PIB potentiel peuvent se révéler trop restrictives, l'inflation n'étant pas obligatoirement le seul symptôme d'une expansion non soutenable. En effet, les expériences antérieures à la crise dans un certain nombre d'économies avancées montrent que la production peut tout à fait suivre une trajectoire non soutenable même si l'inflation reste faible et stable. La littérature récente a mené une étude plus approfondie du concept d'écarts corrigés du financement (à l'aide de techniques de filtrage simples pour estimer l'impact du cycle financier sur l'activité économique), et en a conclu que les informations tirées du cycle financier pouvaient expliquer en partie les évolutions conjoncturelles de la production dans certaines économies avancées <sup>6</sup>.

**Les écarts de production corrigés du financement ont été estimés pour un échantillon de douze grandes EME, à l'aide de mesures des cycles du crédit national et mondial <sup>7</sup>.** Le modèle élargit un filtre d'Hodrick-Prescott au sein d'un cadre espace-état simple, en laissant les variables financières influencer sur l'écart de production. L'estimation des écarts du crédit national correspond à l'écart par rapport aux tendances de long terme du volume de concours au secteur privé, calculé à l'aide d'un filtre passe-bande asymétrique <sup>8</sup>. L'estimation du cycle financier à l'échelle mondiale correspond à l'écart par rapport aux tendances de long terme des flux de capitaux nets agrégés à destination des EME <sup>9</sup>.

**Le modèle semble indiquer que les informations tirées du cycle financier (telles qu'elles ressortent de l'évolution des agrégats de crédit nationaux et mondiaux) expliquent en partie les évolutions conjoncturelles de la production dans la plupart des EME.** Pour la

---

<sup>6</sup> Cf. C. Borio, P. Disyatat et M. Juselius, *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*, document de travail de la BRI n° 404, février 2013.

<sup>7</sup> L'échantillon comprend le Brésil, le Chili, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, la Thaïlande et la Turquie. Le modèle est estimé séparément pour chaque pays à l'aide des données annuelles du PIB entre 1980 (ou les premières données disponibles) et 2014, agrégées à l'aide des pondérations en fonction de la PPA.

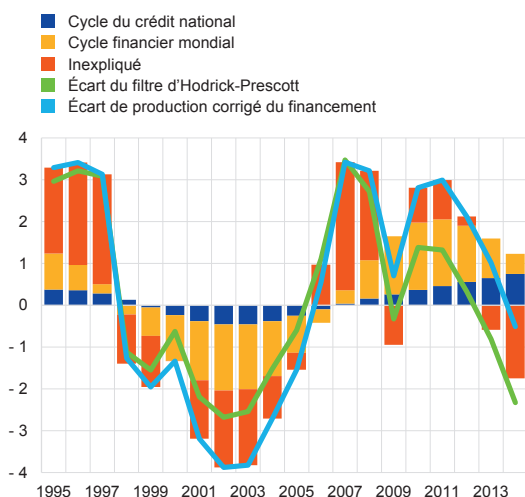
<sup>8</sup> Selon l'opinion communément admise dans la littérature que la durée du cycle financier est supérieure à celle du cycle d'activité traditionnel, nous mesurons les écarts de crédit à l'aide d'un filtre qui isole les cycles dont la durée est comprise entre 8 et 20 ans. Cf. M. Drehmann, C. Borio, et K. Tsatsaronis, *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!*, document de travail de la BRI n° 380, juin 2012.

<sup>9</sup> Cf. O. Blanchard, G. Adler et I. de Carvalho Filho, *Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks?*, document de travail de la BRI n° 15/159, juillet 2015. Pour chaque pays, la série de flux de capitaux nets agrégés à destination des EME qui est intégrée au modèle ne tient pas compte de ce même pays pour le calcul, c'est-à-dire que les flux de capitaux à destination du pays ne sont pas intégrés dans le calcul de l'agrégat.

## Graphique

### Contributions à l'écart de production corrigé du financement pour l'ensemble des EME

(écart en pourcentage de la production tendancielle ; contributions en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les contributions à un écart de production corrigé du financement estimé pour un groupe de douze grandes EME. Cf. la note de bas de page 7 pour plus de détails concernant l'échantillon. La dernière observation se rapporte à 2014.

plupart des pays, les variables du crédit national et mondial expliquent une grande partie de la variation observée des écarts de production. Depuis la crise financière mondiale, l'écart de production corrigé du financement s'est éloigné de la mesure issue du filtre d'Hodrick-Prescott. Plusieurs pays ont connu de fortes hausses du crédit national durant cette période, qui ont porté la croissance au-dessus de sa tendance. Les importantes entrées de capitaux ont également contribué à soutenir l'activité économique à la suite de la crise financière mondiale, mais en 2013 et en 2014 (les deux dernières années pour lesquelles des écarts de production ont été estimés), cette contribution a diminué. Avec le nouveau durcissement des conditions de financement à l'échelle mondiale en 2015, cette contribution devrait encore s'atténuer.

**Le modèle corrigé du financement présente quelques lacunes importantes, mais il offre une autre perspective intéressante sur les évolutions récentes des EME, qui diffère des autres modèles du cycle d'activité.** L'approche par la fonction de production montre que la croissance potentielle des EME s'est accentuée au milieu des années deux mille, et s'est ralentie depuis (cf. graphique 3 dans le corps de l'article). En revanche, les estimations des écarts corrigés du financement offrent un autre point de vue selon lequel la vigueur de la croissance des EME reflète en partie une surchauffe, la croissance économique s'appuyant sur une forte progression du crédit, en particulier après la crise financière. Cette approche présente clairement des limites. Le modèle est essentiellement statistique et ne permet pas une interprétation structurelle. Il ne rend pas compte du processus d'évolution du cycle financier, et la relation avec le cycle d'activité est simpliste. En outre, il ne fournit aucun élément permettant d'interpréter les éventuelles distorsions induites par les déséquilibres financiers<sup>10</sup>. Cependant, en dépit de ces lacunes, le modèle indiquerait qu'un nouveau durcissement des conditions de financement et du crédit pourrait supprimer une composante quantitativement importante pour le soutien de l'activité économique dans certaines EME.

<sup>10</sup> Pour une discussion plus approfondie concernant les inconvénients possibles, cf. C. Borio, P. Disyatat et M. Juselius, *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*, document de travail de la BRI n° 404, février 2013.

**L'activité ayant ralenti dans les EME, les inquiétudes se sont accrues à propos des perspectives de croissance économique et des vulnérabilités éventuelles de certains pays.** Comme exposé dans la section 2, certains des facteurs ayant contribué à soutenir l'activité à court terme ont entraîné, au moins dans certains pays, une augmentation des vulnérabilités. La nature de cette fragilité varie d'un pays à l'autre, allant de vulnérabilités externes jusqu'à des déséquilibres internes, comme des niveaux élevés de croissance du crédit. La présente section analyse les risques pesant sur les perspectives des EME, en mettant l'accent sur la vulnérabilité potentielle de ces économies à une détérioration brutale du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial.

**De nombreuses EME apparaissent mieux placées pour résister à des chocs externes qu'elles ne l'étaient avant les crises précédentes.** La position extérieure de la plupart des grandes EME est meilleure qu'elle ne l'était avant les crises précédentes. De nombreux pays enregistrent un excédent du compte des transactions courantes ou un déficit de faible ampleur (cf. graphique 10). Les EME disposent généralement de cadres macroéconomiques plus robustes, associés à des régimes de change plus flexibles. En outre, de nombreuses EME détiennent d'importantes réserves de change, largement supérieures à leurs engagements extérieurs à court terme, qui devraient accroître leur résistance en cas de chocs externes. Une grande partie des EME ont également adopté des cadres de politique monétaire comportant une cible d'inflation, qui contribuent à l'ancrage des anticipations d'inflation et à la stabilisation des cycles conjoncturels <sup>11</sup>.

**Néanmoins, l'accroissement de la dette extérieure observé ces dernières années (résultant notamment des financements libellés en dollars) pourrait avoir rendu les EME vulnérables à une détérioration durable des conditions de financement à l'échelle mondiale.** Le stock de dette extérieure des EME a augmenté depuis la crise financière mondiale, passant de 3 000 milliards de dollars en 2010 à 5 000 milliards en 2014. L'appréciation du dollar des États-Unis a contribué à accroître la charge du service de la dette extérieure exprimée en devise nationale pour les emprunteurs de plusieurs de ces pays. Les banques restent les principales bénéficiaires des prêts transfrontières, mais les sociétés non financières s'autofinancent de plus en plus en émettant des titres de créance, souvent *via* des filiales étrangères <sup>12</sup>. Permettre aux entreprises d'accroître les dépôts bancaires en gros peut aussi avoir alimenté l'expansion des bilans des banques et l'envolée du crédit au plan national dans certaines EME. Bien que les données agrégées indiquent que la position nette en devises des EME s'est améliorée ces dernières années, il existe probablement des asymétries de devises et

<sup>11</sup> Cf. T. Didier, M. A. Kose, F. Ohnsorge et L. S. Ye, *Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?*, Policy Research Note PRN/15/04, Groupe de la Banque mondiale, décembre 2015.

<sup>12</sup> Les statistiques relatives à la dette extérieure peuvent sous-estimer les emprunts transfrontières, certaines entreprises obtenant des financements auprès de leurs filiales étrangères *via* des prêts inter-entreprises, qui ne sont pas enregistrés dans les statistiques de dette internationale. Cf. S. Avdjiev, M. Chui et H. Song Shin, *Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows* (Entreprises non financières des économies de marché émergentes et flux de capitaux), *Rapport trimestriel de la BRI*, décembre 2014.

d'échéances au niveau des secteurs ou des entreprises <sup>13</sup>. Dans ces circonstances, plutôt qu'agir comme amortisseur des chocs, la dépréciation des devises des EME pourrait accentuer la faiblesse des bilans, faisant peser un risque sur leurs perspectives économiques. De plus, tandis que la croissance des émissions de dette libellée en monnaie locale a contribué à réduire les asymétries de devises des EME emprunteuses, l'importance des avoirs en obligations de cette nature détenus par des non-résidents pourrait cependant laisser ces pays exposés en cas d'inversion rapide du climat mondial des affaires <sup>14</sup>.

**En outre, les déséquilibres intérieurs se sont accrus et la marge de manœuvre des autorités est devenue plus limitée dans plusieurs pays.**

Les financements libellés en devises ayant augmenté, les crédits domestiques ont nettement progressé. La dette agrégée des EME dans les secteurs des administrations publiques, des ménages et des entreprises s'est accrue de 50 points de pourcentage de PIB environ depuis fin 2007, les crédits consentis au secteur privé non financier représentant la majeure partie de cette hausse. Tandis que la plus forte augmentation de l'endettement a été observée en Chine, plusieurs autres pays ont également enregistré des hausses marquées des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB (cf. graphique 9). De plus, dans certains pays, les déséquilibres croissants se sont conjugués à la réduction des capacités d'amortissement des chocs (cf. graphique 10). La plupart des grandes EME enregistrent actuellement des déficits budgétaires. En particulier, bien que la baisse des cours des matières premières ait allégé les tensions budgétaires dans les économies importatrices de matières premières, la situation budgétaire des économies exportatrices de matières premières s'est fortement détériorée avec la diminution des recettes tirées des matières premières. En parallèle, on constate une divergence quant au rayon d'action de l'assouplissement monétaire en cas de nouveaux chocs. Plusieurs économies importatrices de matières premières ont déjà bénéficié de réductions des taux d'intérêt liées au recul de l'inflation. Toutefois, dans certains cas, la marge de manœuvre pour poursuivre l'assouplissement monétaire peut être limitée par des inquiétudes relatives à une croissance excessive du crédit, au vu de sa forte accumulation de ces dernières années. Dans les économies exportatrices de matières premières, la capacité de la politique monétaire à absorber un nouveau ralentissement est limitée par des régimes de taux de change fixes ou des niveaux d'inflation élevés (en partie associés à de fortes baisses de la valeur des devises de ces pays).

**Une variation brutale du risque au niveau mondial pourrait donc faire peser des risques sur les perspectives économiques des EME.**

Le retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif (*taper tantrum*) en 2013 a donné une indication des perturbations que pourraient susciter un retournement brutal du sentiment à l'égard

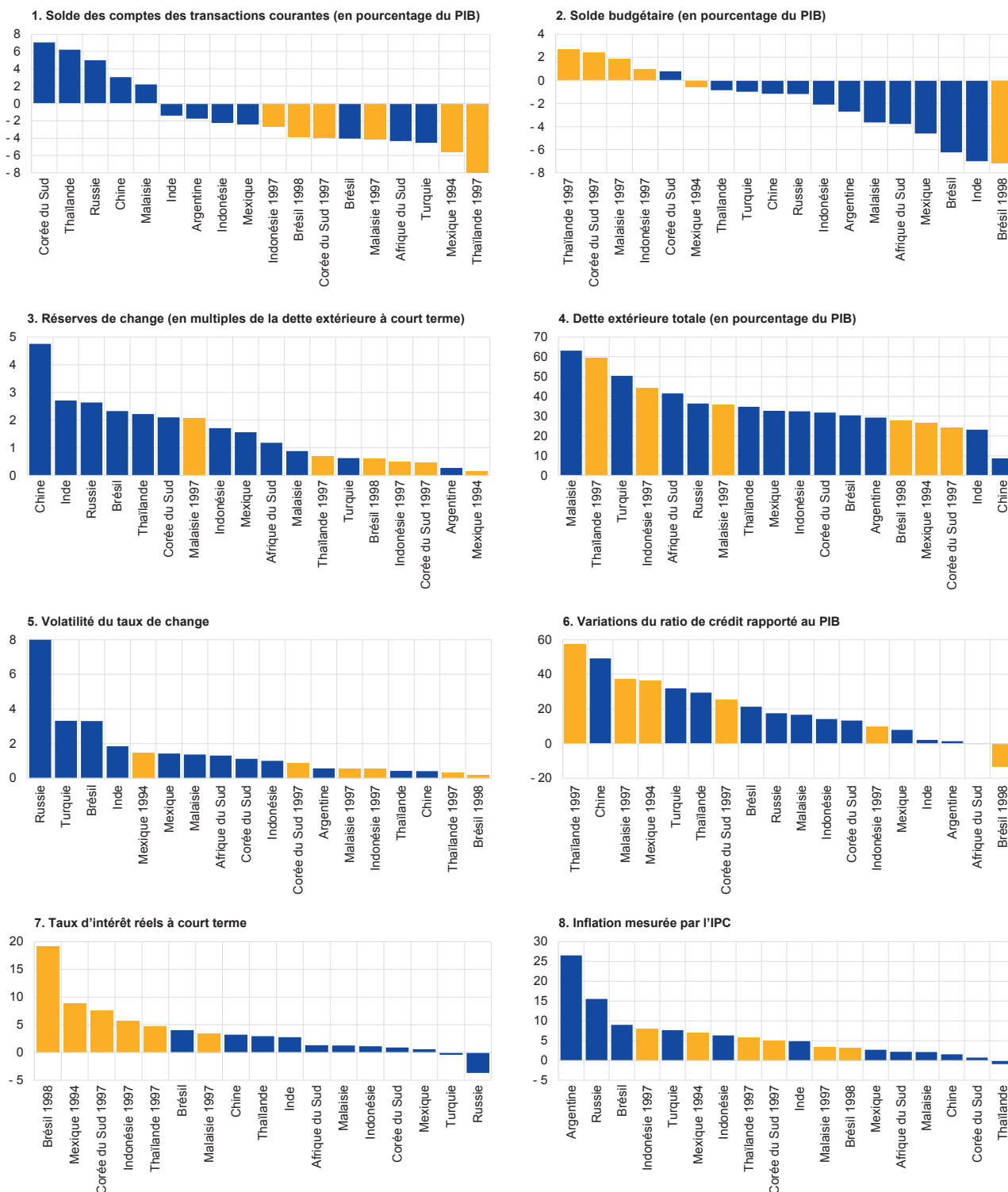
<sup>13</sup> Cf. A. S. Bénétrix, P. R. Lane, et J. C. Shambaugh, *International currency exposures, valuation effects and the global financial crisis*, NBER Working Paper n° 20820, janvier 2015. Pour une analyse des risques pesant sur les bilans des entreprises, cf. M. Chui, I. Fender et V. Sushko, *Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch* (risques liés au bilan des entreprises des économies émergentes : rôle du levier financier et de l'asymétrie de devises), *Rapport trimestriel de la BRI*, septembre 2014. Cf. également *Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern?*, chapitre 3, FMI, *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, octobre 2015.

<sup>14</sup> Cf. C. Ebeke, et A. Kyobe, *Global financial spillovers to emerging market sovereign bond markets*, IMF Working Papers, n° 15/141, juin 2015.

## Graphique 10

### Vulnérabilités des EME par rapport aux crises précédentes

(dernières données des EME (barres bleues), comparées aux crises précédentes (barres jaunes))



Sources : FMI, BRI, Wall Street Journal, données nationales et calculs des services de la BCE.

Notes : Les barres bleues illustrent les données récentes des grandes EME. Les barres jaunes représentent la situation antérieure à la crise dans différentes EME : le Mexique en 1994 ; la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et la Corée du Sud en 1997 ; et le Brésil en 1998. Les différentes zones de graphique représentent : 1) les soldes des comptes des transactions courantes en pourcentage du PIB en 2014 ; 2) la capacité nette de financement des administrations publiques en pourcentage du PIB en 2014 (les valeurs positives et négatives indiquant, respectivement, des excédents et des déficits) ; 3) les réserves de change divisées par la dette extérieure à court terme en 2014 ; 4) la dette extérieure totale en pourcentage du PIB en 2014 ; 5) l'écart type des variations du taux de change quotidien vis-à-vis du dollar américain en 2015 ; 6) les variations du ratio de crédit au secteur privé non financier rapporté au PIB sur les cinq ans s'achevant au deuxième trimestre 2015 ; 7) la différence entre les taux d'intérêt directs à court terme et la hausse annuelle de l'IPC en 2015 ; et 8) la hausse annuelle de l'IPC en 2015.

du risque au plan mondial. En mai de cette année, les spéculations relatives au rythme du durcissement de la politique monétaire aux États-Unis ont entraîné une forte hausse du rendement des bons du Trésor américain à dix ans, qui ont progressé de près de 100 points de base entre mai et la fin de l'année. Les prix des actifs dans les EME ont baissé et les devises de certains pays se sont rapidement dépréciées. Les économies présentant des fragilités externes, comme d'importants déficits du compte des transactions courantes ou une forte dépendance à l'égard du financement extérieur, ont essuyé des turbulences financières particulièrement sévères. La décision du Système fédéral de réserve de relever les taux d'intérêt en décembre 2015, a suscité une réponse relativement modérée sur les marchés financiers. Les contrats à terme sur les fonds fédéraux indiquent que les marchés s'attendent à de nouvelles hausses très progressives des taux directeurs, et les primes de terme demeurent réduites. Toutefois, une détérioration des conditions de financement au niveau mondial poseraient de nouveaux défis aux autorités des EME les plus touchées. En effet, les banques centrales pourraient être contraintes à un durcissement important de leur politique monétaire pour prévenir des sorties de capitaux à grande échelle et une dépréciation de leur devise.

**En outre, d'autres risques pèsent également sur les perspectives des EME.**

Le ralentissement prolongé de ces cinq dernières années a suscité des inquiétudes relatives à un effet plus fort qu'attendu des obstacles conjoncturels et structurels dans plusieurs EME. Par exemple, l'incidence de la faiblesse de l'investissement, des goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et des contraintes de capacité pourrait être plus importante que prévu. Dans les économies plus vulnérables, la marge de manœuvre limitée des autorités pourrait aussi empêcher l'assouplissement monétaire ou budgétaire d'amortir les effets de l'affaiblissement de la demande. Enfin, des risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives économiques, et l'accroissement des tensions pourrait avoir des conséquences défavorables pour les EME.

## 4 Les implications du ralentissement dans les EME pour l'économie mondiale et pour la zone euro

**Les EME jouent un rôle important dans l'économie mondiale.** En moyenne, les EME ont contribué aux trois quarts de la croissance mondiale depuis 2000 (cf. graphique 11). En 2014, elles représentaient plus d'un tiers des stocks mondiaux d'investissements directs en provenance de l'étranger<sup>15</sup>. Les EME sont aussi une source importante de la demande adressée aux marchés de matières premières. En conséquence, les évolutions dans les EME pourraient affecter d'autres économies (y compris la zone euro) via divers canaux, notamment les liens commerciaux et financiers, leur incidence sur les cours des matières premières et les effets de confiance.

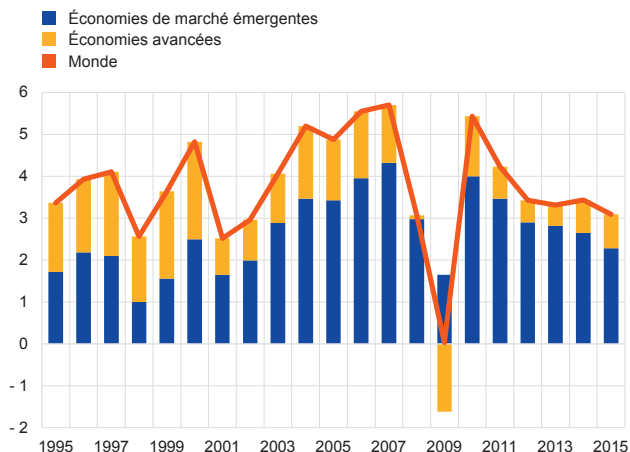
---

<sup>15</sup> Cf. les statistiques de la CNUCED.

## Graphique 11

### Contributions à la croissance du PIB mondial

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



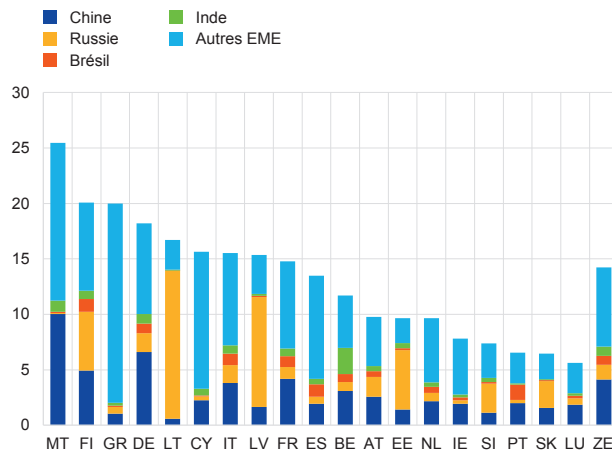
Source : Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

Note : Les agrégats sont pondérés par les PPA.

## Graphique 12

### Expositions commerciales des pays de la zone euro aux EME

(en pourcentage des exportations nominales totales)



Sources : Statistiques sur l'orientation des échanges (*Direction of Trade Statistics*) du FMI, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Ce graphique représente la part des EME dans les exportations nominales totales des pays de la zone euro au deuxième trimestre 2015. Ces EME sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Égypte, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

### Les EME sont une source importante de la demande extérieure adressée à la

**zone euro.** Après une hausse prolongée durant les années deux mille, essentiellement liée à l'accroissement des exportations vers la Chine, la part des EME dans les exportations nominales de la zone euro s'est stabilisée autour de 15 %. Au sein de la zone euro, plusieurs pays ont des expositions importantes vis-à-vis de la Russie. Parmi les plus grands pays de la zone euro, l'Allemagne a la plus forte exposition commerciale vis-à-vis des EME, en particulier de la Chine (cf. graphique 12)<sup>16</sup>. Le ralentissement dans les EME a déjà affecté l'activité économique dans la zone euro *via* le canal des échanges commerciaux. Depuis début 2012, la contribution apportée par les EME à la demande extérieure adressée à la zone euro est inférieure à sa moyenne de long terme (cf. graphique 13). En particulier, l'atonie de la demande en provenance de la Chine, du Brésil et de la Russie a eu une incidence négative sur la croissance des exportations de la zone euro, partiellement compensée par une croissance plus résistante dans les autres EME<sup>17</sup>. Une nouvelle modération de l'activité économique des EME pèserait sur la demande extérieure adressée à la zone euro et sur sa production<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Pour une analyse plus approfondie de la diversité des relations commerciales entre la zone euro et ses partenaires commerciaux, cf. l'article intitulé *La transmission des chocs de production : le rôle des chaînes de production transfrontières* du *Bulletin économique* numéro 2 de la BCE, 2016.

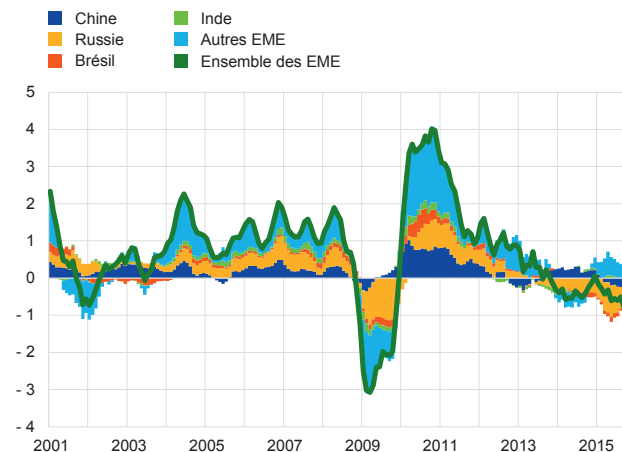
<sup>17</sup> La réduction des dépenses intérieures dans les EME a contribué à la diminution de la demande extérieure adressée à la zone euro, mais certaines EME jouent également un rôle important dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Par exemple, la baisse des exportations de la Chine et d'autres économies essentielles des chaînes d'approvisionnement mondiales peut être également, en partie, le symptôme de la modération plus généralisée des échanges mondiaux analysée dans la section 2. Cf. l'article intitulé *Comprendre la faiblesse du commerce mondial* du *Bulletin économique* numéro 3 de la BCE, 2015.

<sup>18</sup> Une incidence pourrait s'exercer, par exemple, *via* le canal du taux de change. Si les devises des EME devaient se déprécier en réponse à un ralentissement de l'activité, la hausse associée du taux de change effectif de l'euro pèserait sur les exportations.

### Graphique 13

#### Contribution des EME à la croissance des exportations en volume de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



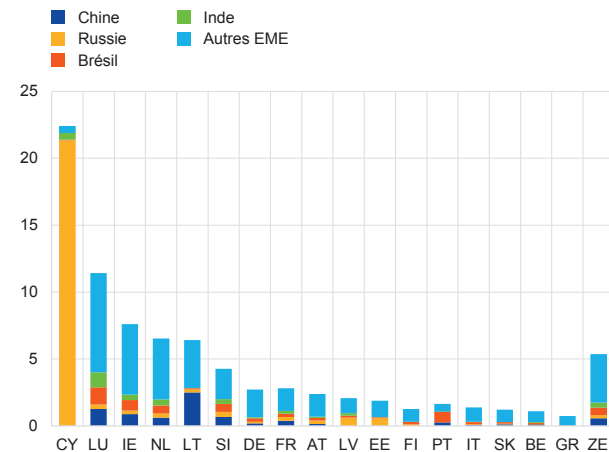
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la contribution des EME à la croissance des exportations en volume de la zone euro, calculée par le taux de croissance annuel des moyennes mobiles sur trois mois des exportations de la zone euro vers les EME, pondérée par la part des EME dans les échanges commerciaux totaux de l'année précédente. Les EME concernées sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie.

### Graphique 14

#### Investissements de portefeuille des pays de la zone euro dans les EME

(investissements de portefeuille dans les EME en pourcentage des avoirs extérieurs totaux)



Sources : Enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille et calculs des services de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les investissements dans les EME en pourcentage du total des investissements étrangers en titres au second semestre 2014 (dernières données disponibles). L'Espagne et Malte ne sont pas représentées en raison de l'absence de données. Les EME représentées sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Égypte, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Russie, l'Arabie saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, Taïwan, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

#### D'autre part, le canal des matières premières aurait tendance à atténuer les effets défavorables de tout affaiblissement de la demande extérieure.

Les EME sont des consommateurs importants de produits énergétiques, représentant plus de la moitié de la consommation totale d'énergie en 2014 et la totalité de la croissance nette de la consommation mondiale d'énergie de ces dix dernières années<sup>19</sup>. S'agissant des autres matières premières (comme les métaux), la part des EME dans la consommation de la production mondiale est encore plus forte. Par exemple, la Chine consomme à elle seule plus de la moitié de la production mondiale de minerai de fer et environ la moitié de la production mondiale de cuivre et d'aluminium affinés<sup>20</sup>. Bien que les prix des matières premières aient déjà beaucoup baissé, un nouveau ralentissement dans les EME pèserait sur ces prix, stimulant les revenus réels disponibles dans les économies importatrices de matières premières comme la zone euro et contribuant à compenser l'incidence d'un affaiblissement de la demande extérieure.

#### En général, les liens financiers directs entre les EME et la zone euro restent faibles.

La part des EME dans l'ensemble des investissements de portefeuille est inférieure à 10 % dans la plupart des pays de la zone euro, avec une exposition limitée au Brésil, à la Chine, à l'Inde et à la Russie (cf. graphique 14). Les données de la BRI relatives aux activités bancaires internationales indiquent que les banques de la zone euro détiennent des créances transfrontières relativement faibles sur les six principales EME (Brésil, Chine, Inde, Mexique, Russie et Turquie), puisqu'elles représentent moins de 4 % du total de leurs actifs, même si les banques de certains

<sup>19</sup> Les pays n'appartenant pas à l'OCDE représentaient 57,5 % de la consommation d'énergie primaire en 2014. Cf. BP, *BP Statistical Review of World Energy*, juin 2015.

<sup>20</sup> Cf. FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2015.

pays de la zone sont plus exposées. Les banques sont exposées principalement via des prêts traditionnels, consentis majoritairement au secteur privé.

**Toutefois, même en l'absence de liens financiers directs étroits avec les EME, la zone euro pourrait encore être affectée si des inquiétudes accrues relatives aux perspectives économiques devaient induire de la volatilité sur les marchés financiers et avoir une incidence négative sur la confiance à l'échelle mondiale.**

En 2015, les perturbations financières ayant été confinées dans un petit nombre des EME les plus fragiles, les effets de contagion à la zone euro ont été assez bien contenus. Toutefois, compte tenu de l'accumulation persistante de dette observée dans les EME ces dernières années, de nouvelles turbulences pourraient apparaître. Dans ces circonstances, un accroissement de l'aversion pour le risque et de l'incertitude pourrait avoir d'importantes répercussions sur l'économie mondiale. En effet, au second semestre 2015 et début 2016, de fortes baisses sur les marchés boursiers chinois ont entraîné une volatilité importante sur les marchés boursiers mondiaux <sup>21</sup>. Cela tend à confirmer que les EME ont le potentiel de provoquer des chocs financiers et de confiance affectant l'économie mondiale.

## 5

## Conclusions

**À plus long terme, les incertitudes accrues entourant les perspectives des EME devraient demeurer un risque clé pour l'économie mondiale.**

La croissance potentielle s'est affaiblie dans un contexte de réduction de l'accumulation de capitaux, de baisse de la croissance de la productivité et d'évolutions démographiques défavorables. D'autres facteurs ont constitué de nouveaux obstacles, comme l'atonie de la demande extérieure, le recul des prix des matières premières (qui a particulièrement affecté les économies exportatrices de matières premières) et le durcissement des conditions de financement à l'échelle mondiale. De nombreuses EME ont entrepris de s'adapter à une nouvelle réalité. Dans certaines économies, le ralentissement a mis en lumière la présence d'obstacles structurels limitant de plus en plus le potentiel de croissance. Ailleurs, il a aggravé les déséquilibres macroéconomiques existants. Plusieurs de ces problèmes ne seront probablement pas résolus rapidement. Le processus de rééquilibrage en cours est nécessaire pour garantir une croissance durable à moyen terme, mais la transition ne devrait pas se faire sans heurts et les risques tendront à être orientés à la baisse.

**Le ralentissement des EME a déjà freiné la croissance mondiale et eu un impact négatif, mais néanmoins modéré, sur l'activité dans la zone euro.**

L'affaiblissement de la demande dans les EME a pesé sur les exportations de la zone euro. Toutefois, les effets défavorables du ralentissement dans les EME ont été partiellement contrebalancés par la baisse des prix des matières premières, qui ont dopé le revenu disponible réel. Pour l'avenir, les risques pesant sur les perspectives relatives aux EME demeurent orientés à la baisse. Un nouveau ralentissement généralisé et prononcé des EME pourrait avoir une forte incidence négative sur les perspectives d'évolution de l'économie mondiale.

<sup>21</sup> Cf. l'encadré intitulé *Understanding the links between China and the euro area*, *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

# Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro

**Cet article analyse les facteurs économiques et institutionnels contribuant à la réduction des ratios dette publique/PIB à partir des niveaux élevés constatés dans la zone euro.** À cet effet, il étudie les épisodes passés de réduction de la dette et évalue, à titre d'exemple d'une stratégie opérationnelle de réduction de la dette publique, la règle relative à la dette inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) réformé.

## 1 Introduction

**De nombreux pays de la zone euro n'ont pas mis à profit les conditions économiques favorables qui ont précédé la crise pour constituer des réserves budgétaires en vue des phases de ralentissement conjoncturel à venir.**

Cette politique a contribué à un accroissement rapide de la dette publique pour atteindre des niveaux élevés après que la crise a éclaté. Il est largement admis qu'une dette publique élevée rend les pays vulnérables à des chocs économiques et peut entraver la croissance de plusieurs façons. La réduction d'une dette publique durablement élevée reste donc l'un des principaux objectifs de la politique économique. Tirant un enseignement majeur de la crise, le cadre de gouvernance budgétaire de l'UE a donc été renforcé en 2011, y compris par l'introduction d'une règle relative à la dette. Dans le cadre du PSC, cette règle rend opérationnel le critère de la dette énoncé dans le traité de Maastricht, qui n'avait pas été mis en œuvre de manière effective jusque-là.

**La règle du PSC relative à la dette est un facteur contraignant essentiellement pour les pays enregistrant des niveaux de dette publique très élevés.** Eu égard à la faiblesse de la croissance et de l'inflation, certains de ces pays ont récemment rencontré des difficultés à réaliser l'ajustement budgétaire requis pour placer leur dette sur la trajectoire baissière souhaitable, en dépit d'un allègement de la charge d'intérêts. Dans ce contexte, le présent article analyse l'expérience des épisodes passés de réduction de la dette et évalue la règle du PSC relative à la dette à titre d'exemple d'une stratégie opérationnelle de réduction de la dette publique.

**L'article s'articule de la manière suivante :** la section 2 présente les avantages liés à la réduction des ratios de dette publique élevés et envisage les principaux facteurs à l'origine des récents épisodes de réduction de la dette qui se sont conclus favorablement. La section 3 examine tout d'abord l'augmentation des ratios de dette publique pour atteindre des niveaux élevés durant la crise, avant de s'intéresser à la règle du PSC relative à la dette et son application à titre d'exemple d'une stratégie opérationnelle de réduction de la dette. La section 4 apporte quelques éléments de conclusion.

## 2 Dette publique et viabilité à long terme des finances publiques

### 2.1 Les répercussions économiques d'une dette publique élevée

**Une dette publique élevée implique des difficultés économiques importantes et réduit la résistance de l'économie aux chocs.** Elle peut avoir une incidence défavorable sur l'économie *via* de multiples canaux.

**Premièrement, une charge de la dette publique importante rend l'économie plus vulnérable à des chocs macroéconomiques et limite la possibilité de mener des politiques budgétaires contracycliques.** Des besoins de financement public importants exposent davantage un pays à des chocs de liquidité et au risque de défaut souverain. Une croissance réelle plus faible ou des chocs d'inflation accroissent la charge réelle de la dette, induisant une hausse des coûts budgétaires si le niveau initial de la dette est élevé. Les investisseurs pourraient dans ce cas plus facilement mettre en cause la soutenabilité des politiques budgétaires d'un emprunteur souverain ayant une charge de la dette élevée, notamment lorsque ses antécédents budgétaires et ses perspectives de croissance sont médiocres. Cela peut accroître la volatilité et restreindre l'activité économique, la vulnérabilité de l'emprunteur souverain perçue par les investisseurs pouvant contaminer d'autres secteurs ou juridictions, notamment dans des unions économiques et monétaires intégrées <sup>1</sup>. Une charge de la dette importante limite la marge de manœuvre permettant à la politique budgétaire d'amortir un choc de demande négatif et peut affecter la reprise si des politiques budgétaires procycliques doivent être mises en œuvre en période de récession.

**Deuxièmement, une charge de la dette importante induit la nécessité de maintenir des excédents primaires importants sur de longues périodes <sup>2</sup>, ce qui peut être difficile dans des circonstances politiques et économiques délicates.**

Comme expliqué précédemment, il est difficile de maintenir des excédents primaires importants dans des conditions économiques défavorables. Les crises bancaires notamment sont associées à des engagements conditionnels importants, ce qui peut rapidement se traduire par une détérioration des soldes budgétaires, aux effets souvent durables, résultant du processus d'assainissement des bilans. En outre, même si la capacité d'un emprunteur souverain à maintenir des excédents primaires importants dépend, entre autres, de la qualité de ses facteurs institutionnels et politiques, une « fatigue budgétaire » est davantage susceptible de se faire jour dans le cas de ratios de dette publique très élevés, où l'ajustement requis doit être de grande ampleur sur une période longue. Enfin, la proximité d'élections a tendance à réduire la réactivité de la politique budgétaire face à un alourdissement de la charge de la dette.

<sup>1</sup> Pour une analyse de la relation politique budgétaire/politique monétaire et leurs interactions avec le secteur financier dans l'Union économique et monétaire, cf. les articles intitulés *Une politique monétaire unique et des politiques budgétaires multiples : comment assurer le bon fonctionnement de l'UEM* du *Bulletin mensuel* de juillet 2008 et *Les interactions entre la politique monétaire et les politiques budgétaires au sein d'une union monétaire* du *Bulletin mensuel* de juillet 2012.

<sup>2</sup> Cf. également l'encadré intitulé *Expérience passée d'importants excédents budgétaires primaires sur une période prolongée dans certains pays de l'UE* du *Bulletin mensuel* de juin 2011.

**Troisièmement, en lien avec les points abordés précédemment, la littérature aussi bien théorique qu'empirique laisse penser qu'une charge de la dette publique importante peut en définitive entraver la croissance à long terme** <sup>3</sup>.

Cela est particulièrement vrai lorsque la dette est contractée pour financer des dépenses improductives ou pour accroître le stock de capital public au-delà des niveaux optimaux (qui maximisent la croissance) <sup>4</sup>. Si la dette publique peut contribuer à lisser la consommation et à financer des investissements irréguliers, ce financement est limité au-delà de certains seuils de dette. Une grande partie de la recherche <sup>5</sup> arrive à la conclusion qu'une dette publique élevée peut affecter la croissance *via* les canaux des *spreads* sur les souverains (effets de confiance), l'éviction de l'investissement privé, une moindre capacité à financer l'investissement public à venir, le développement d'une épargne de précaution (en anticipation de futures hausses de la fiscalité) et une incertitude accrue. Si l'hétérogénéité des pays joue un rôle important, plusieurs études montrent que, en moyenne sur un panel d'économies avancées, les effets dommageables sur la croissance semblent apparaître à des niveaux de 80 %-100 % de PIB environ <sup>6</sup>. Des niveaux de dette comparables apparaissent dans la littérature traitant des signaux précoces de crise de la dette souveraine. Par exemple, le cadre d'analyse de la soutenabilité de la dette du Fonds monétaire international adopte un ratio de dette de 85 % du PIB pour identifier les risques budgétaires dans les économies avancées, une approche similaire étant retenue dans la méthodologie de la Commission européenne <sup>7</sup>.

**L'objectif consistant à maintenir les ratios de dette à des niveaux prudents, c'est-à-dire en dessous du seuil de 60 % défini dans le PSC, rend d'autant plus importante la création de réserves budgétaires suffisantes pour faire face aux chocs macroéconomiques négatifs et aux coûts prévus du vieillissement.** Dans la littérature, plusieurs études opèrent une distinction entre les ratios de dette optimaux ou stables et les niveaux de dette risqués ou les limites d'endettement au-delà desquelles les États peuvent être en situation de défaut de paiement. Dans plusieurs de ces études, les ratios de dette stable sont estimés

<sup>3</sup> Les contributions théoriques et empiriques sur le sujet se sont nettement multipliées depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Pour des analyses récentes, cf. Dieppe, A. and Guarda, P. (eds.), *Public debt, population ageing and medium-term growth*, Occasional Paper Series, N° 165, ECB, 2015 ; l'encadré intitulé *Les effets sur la croissance d'une dette publique élevée* du *Bulletin mensuel* de mars 2013 ; et C. Reinhart, V. Reinhart et K. Rogoff, *Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, N° 3, 2012, p. 69-86.

<sup>4</sup> Cf. J. Aizenman, K. Kletzer et B. Pinto, *Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differences*, NBER Working Paper, No. 12750, 2007 et C. Checherita-Westphal, A. Hughes-Hallett et P. Rother, *Fiscal sustainability using growth-maximising debt targets*, *Applied Economics*, Vol. 46(6), February 2014, p. 638-647.

<sup>5</sup> Cf. les analyses citées dans la note de bas de page 3.

<sup>6</sup> Cf. par exemple Reinhart, Reinhart et Rogoff (2012), *op. cit.* ; C. Checherita et P. Rother, *The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area*, *European Economic Review*, Vol. 56, No 7, 2012, p. 1392-1405 ; et S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, *The real effects of debt*, Working Paper Series, No 352, Bank for International Settlements, 2011.

<sup>7</sup> Cf. *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, IMF, 2013 et *Rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques*, Commission européenne, 2015.

ou calibrés à environ (ou à un niveau inférieur à) 60 % du PIB <sup>8</sup>. À l'évidence, ces ratios de dette sont spécifiques à chaque pays et dépendent d'un large éventail de facteurs, comme les caractéristiques structurelles de l'économie et des facteurs institutionnels. La quantité d'actifs, liquides notamment, que l'État détient ainsi que la décomposition par échéances et la répartition de la détention de la dette publique sont également des déterminants importants de la propension des investisseurs à détenir ou se détourner de la dette d'un emprunteur souverain donné. Cela étant, les limites d'endettement fondées sur les estimations à partir de données antérieures ne prennent généralement pas en compte les différentes sources d'engagements conditionnels des administrations publiques. Bien que les dernières projections des dépenses publiques liées au vieillissement dans la zone euro dénotent des évolutions plus favorables que par le passé, la charge pour les dépenses publiques devrait rester importante <sup>9</sup>. De plus, durant les épisodes de tensions financières, un niveau suffisant de réserves budgétaires est essentiel pour asseoir la confiance dans la capacité du souverain à préserver la stabilité financière <sup>10</sup>.

**Au total, dans une perspective de politique générale, les données existantes soulignent l'importance de réduire la dette publique, lorsqu'elle est élevée, pour restaurer la viabilité des finances publiques et pour favoriser une consolidation des fondamentaux.** Si les données empiriques laissent penser que la relation entre dette et croissance est bidirectionnelle, les crises économique, financière et de la dette souveraine renforçant chacune les effets dommageables de l'autre sur la production et le bien-être, le maintien des ratios de dette à des niveaux prudents est essentiel afin d'éviter de nouvelles crises de la dette souveraine.

## 2.2 Enseignements à tirer des épisodes de réduction de la dette publique

**Différents travaux universitaires ont étudié les épisodes passés de réduction importante de la dette et ont conclu à la nécessité d'une combinaison**

<sup>8</sup> Ghosh et al. (2013) concluent à des ratios de dette « stables » ou à long terme plus bas pour les pays de la zone euro (en moyenne sur le panel, 62 % ou 74 % du PIB selon les hypothèses) par rapport à des limites d'endettement qui entraînent un défaut. Checherita-Westphal *et al.* (2014) *op. cit.* arrivent à un ratio de dette optimal de 50 % du PIB sur un panel de pays de la zone euro établi à partir des estimations moyennes du rendement du capital public en termes de PIB. De même, Fall *et al.* (2015) arrivent à un niveau d'endettement « optimal » lié au rôle de la dette publique dans le financement des infrastructures publiques à 50 %-80 % du PIB. Cf. A. Ghosh, J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry et M. Qureshi, *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*, *Economic Journal*, Vol. 123(566), 2013 ; et F. Fall, D. Bloch, J.-M. Fournier et P. Hoeller, *Cibles de dette prudentes et cadres budgétaires*, *Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE*, N° 15, 2015.

<sup>9</sup> Cf. *The 2015 Ageing Report* (Rapport 2015 sur le vieillissement), *European Economy*, 3/2015, European Commission, 2015.

<sup>10</sup> Étant donné, entre autres, l'existence de boucles de rétroaction négative entre les emprunteurs souverains et les banques lors de la crise, la véritable crise économique et financière qui a suivi a entraîné des coûts budgétaires et des engagements conditionnels importants pour les États. Pour une analyse récente, cf. l'article intitulé *L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise* du *Bulletin économique*, n° 6, 2015.

**de facteurs susceptibles de réduire la dette**<sup>11</sup>. Ces facteurs comportent notamment des mesures d'ajustement budgétaire, de relance de la croissance (comme des réformes structurelles complémentaires), une orientation de la politique monétaire qui soutienne la reprise et généralement aussi des programmes de privatisation de grande envergure.

**Un ajustement budgétaire durable nécessite plusieurs éléments.** Plus précisément, les efforts d'assainissement de la dette publique semblent plus payants lorsqu'ils s'appuient sur des réductions durables des dépenses de fonctionnement (non productives). Un renforcement des institutions, y compris des cadres budgétaires bien conçus s'appuyant sur des règles, une administration publique efficiente, ainsi qu'un soutien au travers d'actions dans d'autres domaines, en particulier une politique monétaire axée sur la stabilité des prix et des réformes structurelles qui renforcent le potentiel de l'économie à croître sans recours à l'endettement sont d'autres facteurs importants. Dans ce contexte, l'encadré 1 présente des scénarios stylisés de dette pour la zone euro qui soulignent comment différents facteurs, comme des modifications de la croissance potentielle et des taux d'intérêt, ont une incidence sur l'accumulation de dette publique.

**L'expérience passée montre que de nombreux États membres de l'UE ont réussi à dégager d'importants excédents primaires pendant des périodes prolongées**<sup>12</sup>. Cela se vérifie en particulier pour les pays qui ont été confrontés à un ratio dette publique/PIB élevé et en progression. Stabiliser et réduire la dette publique a généralement nécessité un effort d'assainissement soutenu en amont permettant de dégager des excédents primaires importants, qui ont persisté sur une période prolongée. Si le fait de dégager des excédents primaires importants peut s'avérer plus difficile dans l'environnement économique actuellement morose, les conditions de taux d'intérêt favorables génèrent des économies budgétaires, qui devraient être mises à profit pour réduire la dette, notamment dans le cas des pays très endettés.

<sup>11</sup> Cf. C. Nickel, P. Rother et L. Zimmerman, *Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future*, Working Paper Series, No. 1241, ECB, 2012 ; E. Baldacci, S. Gupta et C. Mulas-Granados, *Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix*, IMF Working Paper, WP/10/232, 2010 ; et S. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki et J. Tyson, *Dealing with High Debt in an Era of Low Growth*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/07, September 2013.

<sup>12</sup> Au total, dix États membres de l'UE (la Belgique, la Bulgarie, le Danemark, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Finlande et la Suède) ont enregistré des périodes d'au moins dix années ininterrompues d'excédent primaire depuis le début des années 1970. En termes cumulés jusqu'en 2009, l'excédent primaire était supérieur à 50 % du PIB dans sept États membres de l'UE (la Belgique, la Bulgarie, le Danemark, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Finlande). Cf. l'encadré intitulé *La dynamique de la dette publique et l'évolution du solde budgétaire primaire des États membres de l'UE* du *Bulletin mensuel* de mars 2011 et l'encadré intitulé *Expérience passée d'importants excédents budgétaires primaires sur une période prolongée dans certains pays de l'UE* du *Bulletin mensuel* de juin 2011.

## Encadré 1

### Scénarios stylisés d'évolution de la dette de la zone euro

Les évolutions de la dette publique sont déterminées par trois facteurs principaux, à savoir l'effet « boule de neige », le solde primaire des administrations publiques et l'ajustement dette-déficit (DDA). L'équation classique de l'accumulation de la dette les résume ainsi <sup>13</sup> :

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - p b_t + dda_t$$

La variation du ratio de dette publique ( $\Delta b_t$ ) pour chaque période est exprimée par la somme du solde primaire actuel <sup>14</sup> ( $p b_t$ ), de l'effet boule de neige (premier terme du membre de droite <sup>15</sup>), qui rend compte de l'incidence combinée des paiements d'intérêts sur le stock de dette accumulée et de la croissance du PIB en volume et de l'inflation sur le ratio de dette (par le dénominateur). Enfin, l'ajustement dette-déficit ( $dda_t$ ) correspond à la partie de la variation du ratio de dette qui n'est pas reflétée dans le déficit. Ces ajustements stocks-flux peuvent découler, par exemple, de transactions financières des administrations publiques ou de recettes tirées des privatisations. Les ajustements dette-déficit ont joué un rôle important pendant la crise financière <sup>16</sup>.

Les projections déterministes <sup>17</sup> relatives à la dette sont couramment utilisées pour analyser les scénarios de politique budgétaire et leur incidence sur l'accumulation de la dette. Dans son Rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques <sup>18</sup>, la Commission européenne présente des projections de dette à moyen terme pour les États membres ainsi que les agrégations pour l'UE et la zone euro jusqu'en 2026. Entre autres, le rapport fait état d'un scénario de référence reposant sur l'hypothèse de politiques budgétaires inchangées ainsi que d'un scénario faisant l'hypothèse d'un respect des exigences du volet préventif du PSC. En s'appuyant sur les principales hypothèses sous-jacentes du Rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques de la Commission, le graphique A illustre plusieurs scénarios pour la dette agrégée de la zone euro. Le scénario de référence pour la zone euro repose sur l'hypothèse d'une croissance potentielle de 1,1 % en moyenne sur la période 2016-2026, tandis que la croissance du déflateur du PIB augmenterait progressivement de 1,2 % en 2016 à 2 % en 2020 et resterait constante par la suite. L'écart de production devrait être résorbé en 2020. L'hypothèse relative au taux d'intérêt implicite <sup>19</sup> est une hausse, de 2,5 % à 3,7 %, sur l'horizon de projection. Les projections de référence tiennent compte des augmentations des dépenses liées au vieillissement projetées par le Rapport 2015 de la Commission européenne sur le vieillissement.

<sup>13</sup> Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *Assurer la soutenabilité budgétaire dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2011.

<sup>14</sup> Le solde primaire des administrations publiques est défini comme le solde recettes-dépenses net des paiements d'intérêts.

<sup>15</sup>  $g_t$  représente la croissance du PIB nominal et  $i_t$  le taux d'intérêt moyen sur l'encours de la dette publique.

<sup>16</sup> Cf. l'article intitulé *L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise* du *Bulletin économique* numéro 6 de la BCE, 2015.

<sup>17</sup> Les projections déterministes relatives à la dette reposent sur l'équation d'accumulation de la dette et évaluent généralement l'incidence des variations des variables déterminantes par des analyses de scénarios.

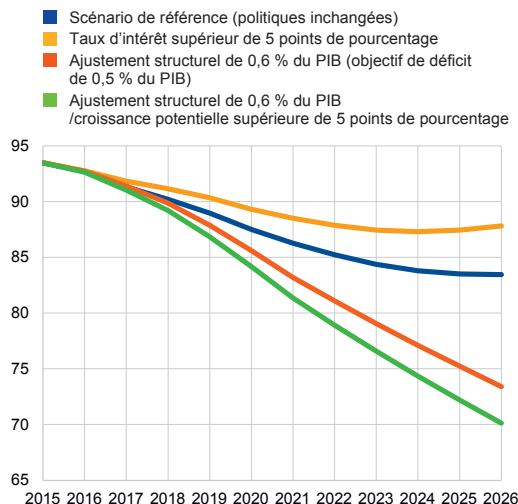
<sup>18</sup> Cf. le [Rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques](#).

<sup>19</sup> Le taux d'intérêt implicite de la dette publique est calculé par les paiements d'intérêts sur la dette de l'année précédente en pourcentage de la dette de l'année en cours.

## Graphique

### Scénarios stylisés d'évolution de la dette de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Dans l'hypothèse de politiques inchangées, la dette agrégée de la zone euro en pourcentage du PIB reviendrait de 94 % environ en 2015 à 84 % environ au cours de la prochaine décennie (cf. la courbe bleue du graphique)<sup>20</sup>. Cette baisse correspond à une réduction annuelle moyenne du ratio de dette de quelque 1 % du PIB entre 2016 et 2026. Les deux tiers environ de l'ajustement nominal résulteraient d'excédents primaires, tandis que le restant serait lié (en moyenne) à un effet boule de neige de réduction de la dette. Toutefois, ce dernier deviendrait un effet d'accroissement de la dette vers la fin de l'horizon de projection en liaison avec l'hypothèse d'une hausse des dépenses au titre des paiements d'intérêts. Dans le même

temps, la hausse des coûts budgétaires liés au vieillissement réduirait progressivement les excédents primaires. Ces deux effets expliquent l'aplatissement de la trajectoire de la dette sur la seconde moitié de l'horizon de projection. L'ajustement de la dette dans le scénario de politiques inchangées pour l'agrégat zone euro ne respecte pas l'exigence formulée par la règle du PSC relative à la dette (cf. la description présentée dans la section 3.2).

### Un taux d'intérêt supérieur de 0,5 point de pourcentage placerait la dette sur une trajectoire haussière vers la fin de l'horizon du scénario (cf. la courbe jaune du graphique).

Dans ce scénario, l'hypothèse relative au taux d'intérêt implicite de la dette publique est une hausse de 0,5 point de pourcentage à partir de 2017. Par rapport au scénario de référence (la courbe bleue), l'ajustement moyen de la dette au cours de la période 2016-2026 reviendrait de 1 % environ à 0,5 % du PIB. Les évolutions moins favorables de la dette seraient liées principalement au fait que l'effet boule de neige contribue à accroître la dette plus tôt que dans le scénario de référence, les hausses de la charge du service de la dette l'emportant sur l'effet de réduction de la dette issu de la croissance du PIB nominal.

<sup>20</sup> Le scénario de référence à politiques inchangées pour la zone euro s'appuie sur les hypothèses du Rapport 2015 de la Commission européenne sur la viabilité des finances publiques. Jusqu'en 2017, les projections relatives à la dette reposent sur les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne. À partir de 2018 (et jusqu'en 2026), l'hypothèse d'évolution de la croissance potentielle est conforme aux trajectoires spécifiques à chaque pays définies par le Groupe de travail sur les écarts de production du Comité de politique économique. Les taux d'intérêt réels à long terme sont supposés converger vers 3 %. En outre, l'inflation, mesurée par la variation du déflateur du PIB, devrait avoir convergé vers 2 % en 2020 parallèlement à la résorption de l'écart de production. Le solde structurel ne serait affecté que par les coûts liés au vieillissement (tels que projetés dans le Rapport 2015 sur le vieillissement) et par les hypothèses de variation des dépenses au titre des paiements d'intérêts.

**L'ajustement structurel conforme aux exigences du volet préventif du PSC placerait le ratio de dette agrégée de la zone euro sur une trajectoire de baisse plus prononcée respectant les exigences de « diminution suffisante » de la règle relative à la dette (cf. la courbe rouge du graphique A).** Conformément à la matrice des exigences d'ajustement dans le cadre du volet préventif du PSC <sup>21</sup>, le scénario fait l'hypothèse d'une amélioration annuelle du solde structurel de 0,6 % du PIB (à partir de 2017) jusqu'à ce que l'objectif d'un déficit structurel de 0,5 % du PIB soit atteint. Un tel ajustement réduirait le ratio de dette de 2 % du PIB environ en moyenne chaque année jusqu'en 2026, ce qui respecterait l'exigence de la règle du PSC relative à la dette. L'ajustement de la dette supérieur à celui du scénario de référence à politiques inchangées se traduirait par un excédent primaire moyen sensiblement plus élevé de l'ordre de 1,5 % du PIB sur l'horizon de projection.

**L'hypothèse d'une plus forte croissance du PIB potentiel se traduit par une trajectoire plus favorable de la dette (cf. la courbe verte du graphique).** Dans ce scénario, l'ajustement structurel est conjugué à une augmentation de la croissance du PIB potentiel de 0,5 point de pourcentage à partir de 2016. Ce renforcement de la croissance du PIB potentiel pourrait être lié, par exemple, à la mise en œuvre de réformes structurelles. En conséquence, l'effet boule de neige devient plus négatif, c'est-à-dire réduisant la dette, ce qui se traduit par une diminution annuelle moyenne de la dette de plus de 2 % du PIB par an au cours de la période 2016-2026. L'ajustement associé de la dette serait conforme à l'exigence de « diminution suffisante » inscrite dans les textes.

---

### 3. La règle relative à la dette inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance

#### 3.1 Évolutions de la dette publique de la zone euro à la veille de la crise

**Au cours des années qui ont précédé la crise de la dette souveraine, de nombreux pays de la zone euro n'ont pas mis à profit l'environnement économique et financier favorable pour constituer des réserves budgétaires en vue de se prémunir contre des chocs négatifs.** Une croissance soutenue mais seulement temporaire des recettes, alimentée par une augmentation non soutenable de la demande intérieure, a été perçue comme permanente, entraînant une progression des dépenses publiques structurelles. Par ailleurs, les allègements importants de la charge d'intérêts observés dans de nombreux pays au cours de la période qui a conduit au lancement de l'Union économique et monétaire (UEM), et dans ses premières années d'existence, ont été utilisés principalement pour accroître les dépenses publiques plutôt que pour réduire les déficits et la dette

---

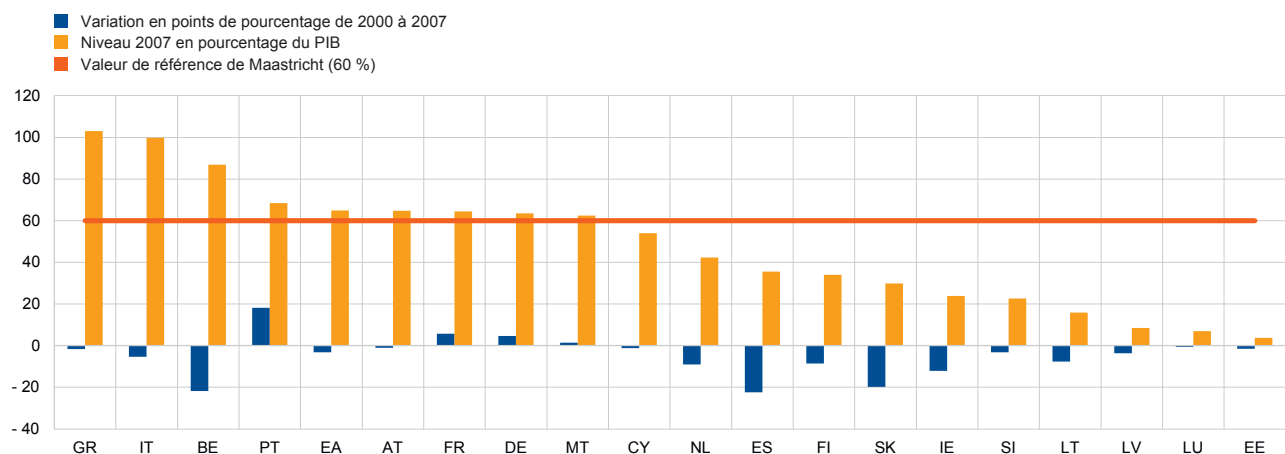
<sup>21</sup> Cf. la communication de la Commission [Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance](#).

des administrations publiques <sup>22</sup>. Ainsi, nombre de pays de la zone euro ont réalisé très peu, voire pas du tout, de progrès sur la voie d'une consolidation de leurs situations budgétaires sous-jacentes. Dans un certain nombre d'États membres, le solde structurel s'est en fait détérioré au cours cette période de forte croissance économique <sup>23</sup>. Par conséquent, si les ratios dette des administrations publiques/PIB ont baissé dans de nombreux pays de la zone euro à la veille de la crise, cette diminution a été très inférieure à ce qui aurait été souhaitable compte tenu des circonstances économiques favorables à ce moment-là. En réalité, à l'exception notable de la Belgique, pour laquelle le ratio de dette publique élevé a diminué de quelque 20 points de pourcentage, plusieurs pays qui affichaient les ratios de dette publique les plus élevés de la zone euro au début de la dernière décennie ont enregistré de nouvelles hausses (comme le Portugal) ou seulement de légères baisses (comme la Grèce et l'Italie) des ratios de dette publique au cours de la période 2000-2007 (cf. graphique 1). Ainsi, même la période d'expansion qui a précédé la crise n'a pas entraîné de baisse tendancielle des ratios dette publique/PIB élevés. En 2007 un certain nombre de pays ont enregistré des ratios dette publique/PIB nettement supérieurs à la valeur de référence de 60 % énoncée dans le traité de Maastricht.

### Graphique 1

#### Niveau et variation des ratios dette publique/PIB au cours de la période 2000-2007

(en pourcentage du PIB)



Sources : AMECO et calculs de la BCE.

**Lorsque la crise a éclaté en 2008, la dette publique s'est rapidement cumulée (cf. graphique 2).** Cela s'est traduit par des pertes en termes de croissance du PIB en volume, une augmentation des rendements obligataires et souvent un soutien important au secteur financier. Selon les estimations, le ratio de dette agrégé de la zone euro a culminé à 94,5 % du PIB en 2014, après 68,5 % en 2007.

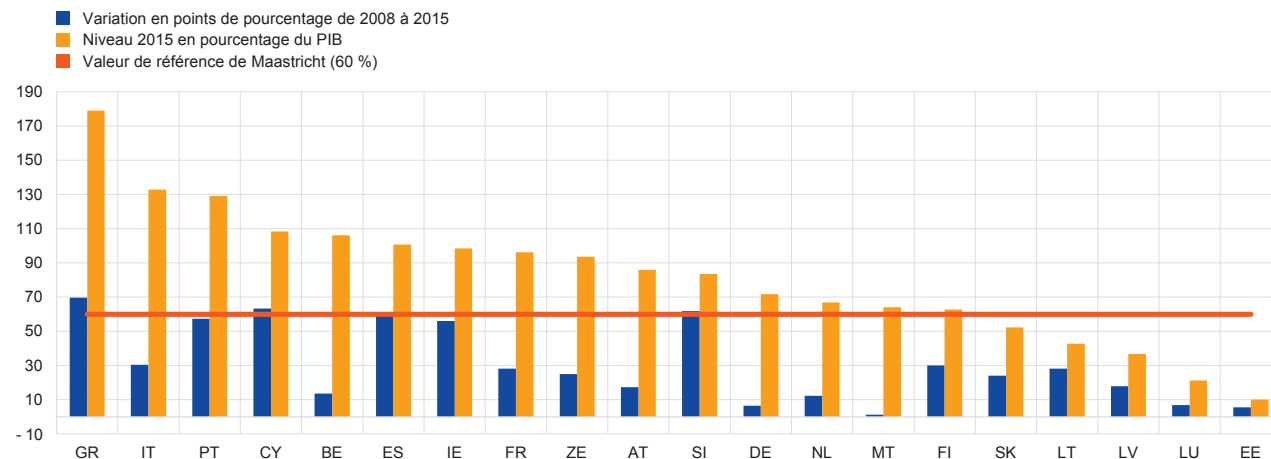
<sup>22</sup> Cf. également *L'UEM et la conduite des politiques budgétaires* du *Bulletin mensuel* de janvier 2004.

<sup>23</sup> Pour une vue d'ensemble des déséquilibres à la veille de la crise, cf. C. Kamps, R. de Stefani, N. Leiner-Killing, R. Rüffer et D. Sondermann, *The identification of macroeconomic imbalances: unexploited synergies under the strengthened EU governance framework*, Occasional Paper Series, No. 157, ECB, 2014 et van Riet, A. (ed.), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper Series, No. 109, ECB, 2010.

## Graphique 2

### Ratios de dette des administrations publiques dans la zone euro au cours de la période 2008-2015

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Cinq pays seulement sur les 19 que compte la zone euro devraient avoir enregistré, en 2015, des ratios de dette inférieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB. Des ratios de dette supérieurs à 90 % du PIB devraient être affichés par huit pays, ces ratios dépassant même 100 % dans six cas (cf. les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne).

**Lorsque le Pacte de stabilité et de croissance de l'UE est entré en vigueur en 1997, son objet était également de limiter le biais en faveur du déficit existant dans de nombreux pays de l'UE depuis les années 1970.** La tendance des États à mener des politiques budgétaires manquant de vision sans mettre suffisamment l'accent sur les tensions qui s'exercent à moyen terme sur les dépenses et sur la viabilité à long terme des finances publiques induit un phénomène de procyclicité et une augmentation des ratios de dette publique <sup>24</sup>. Le PSC ancre donc les politiques budgétaires décentralisées des pays de l'UE sur la base des valeurs de référence définies par le traité de Maastricht, de 3 % du PIB pour le déficit public et de 60 % et pour le ratio dette/PIB. En outre, la réforme de 2005 du PSC a introduit, dans son volet préventif, les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT), qui définissent des cibles de solde structurel spécifiques à chaque pays à moyen terme. Ils sont destinés, entre autres, à garantir des ratios de dette soutenables intégrant également les coûts budgétaires liés au vieillissement <sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Cf. par exemple J. von Hagen et I. Harden, *Budget processes and commitment to fiscal discipline*, European Economic Review, Vol. 39, 1995.

<sup>25</sup> Les OMT sont fixés par chaque État membre selon sa situation spécifique. Ils doivent respecter des valeurs minimales et sont conçus pour servir trois objectifs : (a) les États membres maintiennent une marge de sécurité évitant tout dépassement de la valeur de référence de 3 % retenue pour le déficit lors de ralentissements conjoncturels ; (b) les dettes des États membres sont soutenables, compte tenu de l'incidence économique et budgétaire du vieillissement des populations (c'est-à-dire en anticipant les augmentations prévues des dépenses publiques liées au vieillissement, tout en s'assurant de la convergence à long terme du ratio de dette vers l'objectif de 60 % ; et (c) les États membres dégagent une marge de manœuvre budgétaire, en particulier lorsqu'il s'agit de préserver les investissements publics. Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé *L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires* du Bulletin économique, n° 4, 2015.

**Le critère de dette du Pacte n'a pas été mis en œuvre de manière effective depuis le démarrage de l'UEM.**

Premièrement, la surveillance du critère de déficit du PSC a été considérée comme suffisante par la Commission européenne et par le Conseil européen pour orienter les politiques budgétaires des pays sur la voie de la soutenabilité du solde de dette publique <sup>26</sup>. C'est l'une des raisons pour lesquelles les dépassements importants de la valeur de référence de 60 % du PIB sur une période prolongée n'ont pas conduit le Conseil à prendre les mesures prévues par la procédure afin de garantir un retour au seuil de dette défini par le Traité. Deuxièmement, la stipulation « diminue suffisamment » du Traité <sup>27</sup> ne s'est pas traduite de manière opérationnelle avant la mise en place d'une référence pour la réduction de la dette en 2011. Troisièmement, les écarts importants par rapport à l'exigence d'un effort structurel de référence dans le cadre du volet préventif du Pacte destiné à garantir des progrès suffisants sur la voie de positions budgétaires saines n'étaient pas sanctionnés. En l'absence d'un mécanisme de correction des dérapages budgétaires passés, l'ensemble de ces raisons ont contribué à une accumulation de la dette publique.

**Les règles budgétaires qui ciblent directement le niveau de dette publique présentent l'avantage de garder la trace des évolutions budgétaires passées.**

Plus précisément, les évolutions qui se traduisent par des variations du solde budgétaire primaire, l'évolution de la charge d'intérêts ainsi que les ajustements stock-flux (comme le soutien de l'État au secteur financier) concourent ensemble à des évolutions du niveau de la dette publique. Des règles relatives à la dette appliquées de manière effective laissent donc moins de place à une augmentation de la dette publique que des règles en matière de déficit qui ne prévoient pas la correction de dérapages budgétaires passés <sup>28, 29</sup>.

### 3.2 Les caractéristiques de la règle du PSC relative à la dette

**Tirant un enseignement important de la crise de la dette souveraine, le critère de dette énoncé par le traité de l'UE est devenu opérationnel grâce à son intégration dans les réformes *six-pack* qui sont entrées en vigueur en novembre 2011.** L'article 126, paragraphe 2 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que l'analyse du respect de la discipline budgétaire au sein de l'UE évalue « si le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment

<sup>26</sup> Cf., par exemple, la partie IV du Rapport sur les finances publiques dans l'UEM en 2015, qui conclut que le ratio dette/PIB n'a pas eu un rôle significatif pour expliquer les recommandations du Conseil dans le cadre de la procédure de déficit excessif.

<sup>27</sup> Cf. l'article 126, paragraphe 2, point b), du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

<sup>28</sup> Le « pacte budgétaire » intégré dans le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire, qui a été signé le 2 mars 2012 par la plupart des chefs d'État ou de gouvernement, comporte une règle d'équilibre budgétaire qui inclut, en principe, un mécanisme de correction automatique dont la mise en œuvre doit être régie par une législation nationale. L'Allemagne et l'Autriche ont promulgué des « règles relatives à la dette », qui consistent en une règle d'équilibre budgétaire s'accompagnant d'un mécanisme de correction automatique des écarts passés par rapport aux exigences formulées par la règle.

<sup>29</sup> Pour une analyse, cf. L. Eyraud et T. Wu, *Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe*, IMF Working Paper, WP/15/67, 2015, p. 35.

et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant ». Dans la même veine, la règle relative à la dette rend opérationnel le rythme satisfaisant de convergence vers ce niveau à long terme. D'après le règlement (CE) n° 1467/97, modifié par le règlement (UE) n° 1177/2011, la réduction du ratio de dette est considérée comme suffisante et s'approchant de la valeur de référence à un rythme satisfaisant si l'écart du ratio dette publique/PIB par rapport à la valeur de référence de 60 % se réduit en moyenne d'1/20e sur une période de trois ans, ce qui constitue une référence pour la réduction de la dette. Avec cette spécification, la règle relative à la dette vise à faire en sorte que les pays enregistrant des déséquilibres budgétaires plus importants, se traduisant par des ratios de dette publique plus élevés, fournissent des efforts plus grands afin de garantir un retour à des situations budgétaires saines.

### **La règle du PSC relative à la dette est évaluée dans trois configurations.**

Une configuration est rétrospective sur les trois dernières années, une autre est prospective sur les deux prochaines années et une autre est corrigée de l'incidence du cycle économique. En principe, c'est seulement si un pays enfreint la règle dans l'intégralité des trois configurations qu'une procédure de déficit excessif (PDE) peut être engagée sur la base du critère de la dette. Pour les pays soumis à une PDE le 8 novembre 2011, lorsque la règle relative à la dette est entrée en vigueur, des dispositions transitoires s'appliquent sur les trois années qui suivent la correction du déficit excessif. Durant cette période de transition, les pays concernés doivent progresser suffisamment en vue d'être en conformité avec la référence pour la réduction de la dette (à savoir la règle du 1/20<sup>e</sup>) à la fin de cette période, pour garantir son respect ultérieurement. Les progrès au cours de cette période de transition sont mesurés à l'aune de l'ajustement du solde budgétaire structurel, qui doit être conforme à l'« ajustement structurel linéaire minimum (ASLM) »<sup>30, 31</sup>.

### **La règle du PSC relative à la dette autorise une certaine flexibilité par la prise en compte des facteurs pertinents.**

En vue de la préparation des rapports dans le cadre de l'article 126, paragraphe 3 du Traité sur le respect du critère de la dette, le PSC prévoit qu'un certain nombre de facteurs pertinents peuvent être pris en compte en tant que circonstances atténuantes ou aggravantes en cas de non-respect de la référence pour la réduction de la dette. Au nombre de ces facteurs figurent l'évolution de la situation économique du pays à moyen terme (y compris les évolutions cycliques), l'évolution de la position budgétaire à moyen terme (y compris l'historique de l'ajustement conduisant à la réalisation de l'OMT) ainsi que tout autre facteur qui, de l'avis de l'État membre évalué au regard du respect du critère de la dette, est pertinent pour juger de sa conformité (par exemple la dette résultant d'un soutien bilatéral et multilatéral entre États membres).

<sup>30</sup> Cf. le code de conduite accompagnant le PSC pour plus de précisions : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/coc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf)

<sup>31</sup> D'après la règle relative à la dette, l'ajustement structurel annuel d'un pays ne doit pas s'écarter de l'ASLM de plus de 0,25 % du PIB, ce qui garantit que la condition la moins stricte permettant de se conformer à la référence en matière de réduction de la dette est remplie à la fin de la période transitoire. Par ailleurs, à tout moment au cours de la période de transition, l'ajustement structurel annuel résiduel ne doit pas excéder 0,75 % du PIB. Cf. *Vade mecum on the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper Series, No. 151, European Commission, May 2013.

**Jusqu'à présent, la règle du PSC relative à la dette n'a été contraignante que pour un nombre limité de pays de la zone euro.**

Parmi les 14 pays qui ont enregistré des ratios de dette supérieurs au seuil de 60 % du PIB depuis l'entrée en vigueur de la règle relative à la dette, soit au cours des années 2012-2015, sept pays étaient soumis à une PDE. Ces pays devaient se conformer aux recommandations du Conseil en vue de corriger leurs déficits excessifs. Les autres pays devaient mener des politiques budgétaires garantissant des progrès suffisants sur la voie de la réalisation de l'OMT dans le cadre du volet préventif du PSC et respecter la règle relative à la dette afin de converger vers le seuil de dette publique défini par le traité de Maastricht <sup>32</sup>.

**Pour la plupart des pays de la zone euro dont les ratios de dette sont élevés, la règle relative à la dette a été moins exigeante que le volet préventif du Pacte.**

En fait, lorsqu'elle est entrée en vigueur, il n'y a qu'en Belgique et en Italie que la règle relative à la dette a été contraignante pour les politiques budgétaires. Comme indiqué dans le tableau 1, pour ces deux pays, les efforts structurels requis en vue de se conformer à la règle relative à la dette (tels qu'ils ressortent de l'ASLM) ont été constamment supérieurs à l'ajustement de référence de 0,5 % du PIB au titre du volet préventif du PSC. Suivant la logique de la règle relative à la dette, les efforts structurels requis ont été plus importants que pour des pays ayant des ratios de dette publique beaucoup plus proches du seuil de 60 % du PIB.

**Les écarts par rapport au respect de la règle relative à la dette se sont creusés, notamment pour les pays très endettés.**

Pour la Belgique et l'Italie, l'ajustement structurel linéaire minimum a progressivement augmenté au cours de la période considérée. Ce phénomène reflète le mécanisme inhérent à la règle relative à la dette visant à corriger les dérapages passés par rapport au respect des exigences de la règle relative à la dette au cours de la période de transition. Dans le même temps, les autres pays ont amélioré leur solde structurel plus fortement que le respect de la règle relative à la dette ne l'aurait requis. En 2014 les écarts en termes de respect de la règle relative à la dette se sont établis à 0,8 % du PIB en Belgique et à 1,2 % du PIB en Italie (sur la base des prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne). En 2015 cet écart devrait avoir augmenté pour atteindre 2 % environ du PIB dans le cas de l'Italie.

<sup>32</sup> Les pays qui étaient soumis à une PDE le 8 novembre 2011 sont dans l'obligation de fournir un effort structurel sur une période de transition de trois ans (l'ASLM). L'Allemagne est sortie de la PDE en 2011, l'Italie en 2012 et la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche en 2013. La PDE de Malte sur la base du critère de la dette, qui a été abrogée en 2014, avait été lancée après les réformes *six-pack* ; il n'y a donc pas de période de transition.

Tableau 1

Conformité à la règle relative à la dette et au volet préventif du PSC

|           | Correction du déficit excessif | Période de transition pour l'application de la règle relative à la dette | Évolution du solde structurel (en points de pourcentage) |      |       |       | Exigences au titre de la règle relative à la dette pendant la période de transition (la valeur de référence pour la dette est mesurée par l'ajustement structurel linéaire minimum) |       |       |       | Écart par rapport aux exigences au titre de la règle relative à la dette pendant la période de transition (soit l'ajustement structurel linéaire minimum) |       |       |       | Écart par rapport à la valeur de référence pour la dette |
|-----------|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|----------------------------------------------------------|
|           |                                |                                                                          | 2012                                                     | 2013 | 2014  | 2015  | 2012                                                                                                                                                                                | 2013  | 2014  | 2015  | 2012                                                                                                                                                      | 2013  | 2014  | 2015  |                                                          |
| Belgique  | 2013                           | 2014-2016                                                                | 0,6                                                      | 0,7  | - 0,1 | 0,2   | .                                                                                                                                                                                   | .     | 0,7   | 1,1   | .                                                                                                                                                         | .     | 0,8   | 0,9   | .                                                        |
| Allemagne | 2011                           | 2012-2014                                                                | 1,2                                                      | 0,4  | 0,6   | - 0,1 | 0,0                                                                                                                                                                                 | - 0,7 | - 2,6 | .     | - 1,2                                                                                                                                                     | - 1,1 | - 3,2 | .     | - 5,2                                                    |
| Irlande   | 2015                           | 2016-2018                                                                | 1,1                                                      | 2,1  | 1,1   | 0,5   | .                                                                                                                                                                                   | .     | .     | .     | .                                                                                                                                                         | .     | .     | .     | .                                                        |
| Italie    | 2012                           | 2013-2015                                                                | 2,0                                                      | 0,4  | - 0,2 | 0,1   | .                                                                                                                                                                                   | 0,8   | 1,0   | 2,3   | .                                                                                                                                                         | 0,4   | 1,2   | 2,2   | .                                                        |
| Malte     | 2011                           | 2012-2014                                                                | - 0,9                                                    | 0,8  | 0,1   | 0,4   | - 0,6                                                                                                                                                                               | - 0,4 | - 1,7 | .     | 0,3                                                                                                                                                       | - 1,2 | - 1,8 | .     | - 4,9                                                    |
| Pays-Bas  | 2013                           | 2014-2016                                                                | 1,3                                                      | 1,3  | 0,4   | - 0,6 | .                                                                                                                                                                                   | .     | - 0,6 | - 1,3 | .                                                                                                                                                         | .     | - 1,0 | - 0,7 | .                                                        |
| Autriche  | 2013                           | 2014-2016                                                                | 0,7                                                      | 0,6  | 0,5   | 0,4   | .                                                                                                                                                                                   | .     | 0,1   | - 0,2 | .                                                                                                                                                         | .     | - 0,5 | - 0,6 | .                                                        |

Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Le tableau étudie la conformité à la règle du PSC relative à la dette pour les pays de la zone euro. Par exemple, le déficit excessif de la Belgique a été corrigé en 2013 et le pays s'est engagé en 2014 dans la période de transition en vue d'un respect total de la référence pour la réduction de la dette. La période de transition de trois ans a donc débuté en 2014 et se terminera en 2016. L'obligation qui s'impose à la Belgique au titre de la règle relative à la dette correspond à un ASLM qui représente une amélioration du solde structurel de 0,7 % du PIB chaque année au cours de la période de transition 2014-2016. En 2014, toutefois, le solde structurel de la Belgique s'est détérioré de 0,1 % du PIB. L'écart par rapport à l'impératif d'ASLM a donc augmenté pour s'établir à 0,8 % du PIB en 2014. Cet écart se répartit de manière égale sur les deux années restantes de la période de transition, à savoir 2015 et 2016 ; par conséquent, l'ASLM s'accroît par rapport à un impératif d'ajustement initial de 0,7 % du PIB, de 0,4 point de pourcentage, pour atteindre 1,1 % du PIB en 2015. En 2015 le solde structurel de la Belgique devrait s'être amélioré de 0,2 % du PIB. L'écart par rapport à l'ASLM de 1,1 % du PIB en 2015 s'établit ainsi à 0,9 % du PIB (soit 1,1 % du PIB moins l'effort de 0,2 % du PIB fourni en 2015).

**Les insuffisances d'efforts structurels dans le cadre du volet préventif du PSC, conjuguées aux moindres exigences en matière d'ajustement résultant des dispositions récentes permettant une certaine flexibilité, ont contribué à des lacunes dans le respect de la référence pour la réduction de la dette (cf. également l'encadré 2).** En 2013, la Commission a proposé des

« calendriers de convergence », c'est-à-dire des périodes spécifiques à chaque pays pour la réalisation des OMT à une date donnée dans le prolongement du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, également dénommé « pacte budgétaire »<sup>33</sup>. Le mécanisme de correction inscrit dans le pacte budgétaire, qui devrait être activé automatiquement au niveau national en cas d'« écart significatif » par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement vers celui-ci, était supposé assurer une convergence rapide des pays vers leurs objectifs respectifs. Toutefois, ainsi que le montre le graphique 3, les progrès dans la réalisation des OMT ne se sont pas matérialisés comme recommandé à cette date. Dans le cas de la Belgique, ces insuffisances expliquent les écarts par rapport au respect intégral de la règle relative à la dette. Dans le même ordre d'idées, si l'Italie avait amélioré son solde structurel de quelque 1,5 point de pourcentage par rapport à son niveau de 2012 pour atteindre son OMT d'un budget structurel en équilibre en 2014 (comme défini dans le calendrier de convergence), l'écart vis-à-vis du respect de la règle relative à la dette aurait été presque comblé. Au lieu de cela, la réalisation de l'objectif a été plusieurs fois reportée. Ces reports sont également associés à une diminution des exigences d'ajustement découlant de la flexibilité accrue dans le cadre du PSC accordée en 2015 à la suite d'une communication de la Commission<sup>34</sup>. Ces dispositions ont clarifié, mais aussi

<sup>33</sup> Les échéances de réalisation des OMT ont été fixées sur la base des plans budgétaires à moyen terme présentés dans le contexte de l'actualisation 2013 des programmes de stabilité et de convergence et en conformité avec le PSC. Cf. le rapport sur les finances publiques dans l'UEM en 2013 (*Report on Public Finances in EMU 2013*), *European Economy*, numéro 4, Commission européenne, 2013, Partie 1, Annexe 1.

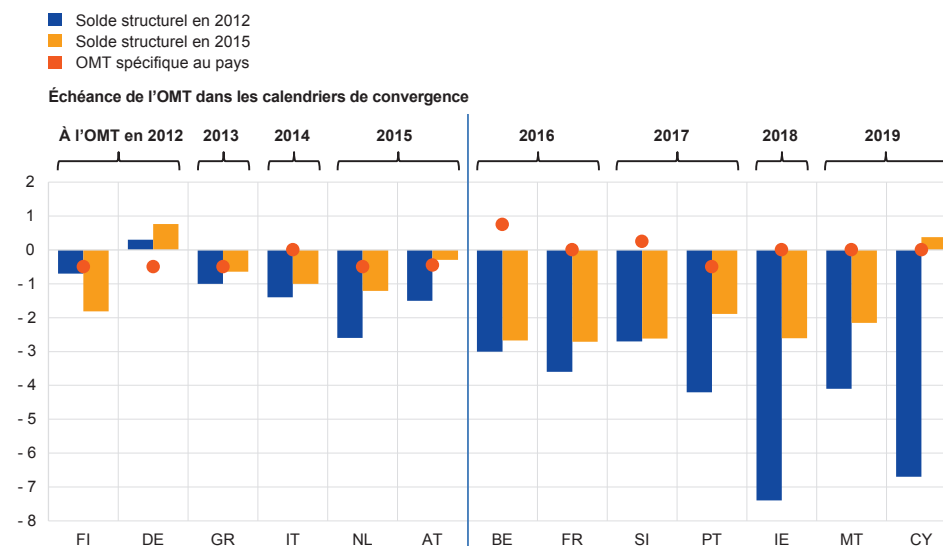
<sup>34</sup> Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé *La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance* du *Bulletin économique* numéro 1 de la BCE, 2015.

étendu, la flexibilité du PSC en ce qui concerne l'application des règles relatives aux conditions conjoncturelles, aux réformes structurelles et à l'investissement public.

### Graphique 3

#### Insuffisances des soldes structurels par rapport aux calendriers de convergence 2013

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne (prévisions de l'hiver 2016 et Rapport sur les finances publiques dans l'UEM en 2013) et calculs de la BCE.

### Encadré 2

La cohérence du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance avec la règle relative à la dette

**Par construction, les exigences formulées dans le cadre du volet préventif du PSC ne sont pas nécessairement cohérentes avec celles de la règle relative à la dette.** Les premières

visent à atteindre et à maintenir les objectifs à moyen terme (OMT) propres à chaque pays, qui constituent le pilier du volet préventif. Le rythme de convergence vers l'OMT est déterminé par la matrice des exigences en matière d'ajustement budgétaire. La référence pour la règle du PSC relative à la dette correspond, pour sa part, à la limite de 60 % du PIB inscrite dans le Traité. La convergence vers cette référence doit suivre la règle du 1/20<sup>e</sup>, selon laquelle l'écart par rapport à la valeur de référence doit être réduit en moyenne de 1/20<sup>e</sup> par an. Par conséquent, le rythme d'ajustement dans le cadre du volet préventif peut différer de celui induit par la règle relative à la dette. De même, la réalisation de l'OMT propre à chaque pays ne garantit pas nécessairement le respect de la règle relative à la dette <sup>35</sup>.

**En Belgique et en Italie, d'importants écarts ont été constatés par rapport aux dispositions (transitoires) de la règle relative à la dette.** Dans le même temps, les deux pays ont été jugés globalement en conformité avec les exigences du volet préventif. En février 2015,

<sup>35</sup> Dans une récente communication sur les mesures à prendre pour compléter l'UEM, la Commission a annoncé qu'elle élaborerait des propositions en vue de garantir la cohérence méthodologique entre la règle de la dette de la PDE et les OMT des États membres. Cf. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0600>

la Commission européenne a élaboré un rapport au titre de l'article 126, paragraphe 3, du Traité pour la Belgique et pour l'Italie ; ces rapports sont parvenus à la conclusion que, à première vue, c'est-à-dire avant de prendre en considération l'ensemble des facteurs pertinents, le critère de la dette inscrit dans le Traité n'avait pas été respecté dans les deux cas, la prévision de l'hiver 2015 faisant apparaître un ajustement structurel très insuffisant par rapport au niveau requis. Dans le même temps, les deux pays devaient, selon les prévisions, être globalement en conformité avec la trajectoire d'ajustement requise en vue de la réalisation de l'OMT, ce qui a été considéré comme un facteur pertinent pour ne pas engager de PDE à leur rencontre sur la base du critère de la dette. Les incohérences entre l'évaluation menée dans le cadre du volet préventif et l'évaluation de la conformité à la règle relative à la dette du PSC sont liées à plusieurs facteurs : (a) les exigences en matière d'ajustement dans le cadre du volet préventif étaient inférieures à l'ajustement de référence de 0,5 % du PIB (en raison de la mise en œuvre des dispositions relatives à la flexibilité dans le cas de l'Italie) ; (b) la méthodologie utilisée pour évaluer la conformité dans le cadre du volet préventif diffère de celle qui s'applique pour la règle relative à la dette ; et (c) les écarts par rapport au critère de réduction de la dette se cumulent sur la durée, ce qui n'est pas le cas pour le volet préventif.

**Des scénarios illustrant l'évolution de la dette montrent que la pleine conformité avec les exigences du volet préventif permettrait à la Belgique et à l'Italie de respecter dès 2019 le critère de réduction de la dette (cf. les lignes jaunes dans les graphiques A et B).**

Les scénarios de pleine conformité partent de l'hypothèse que l'ajustement structurel respecte la matrice du volet préventif à compter de 2017, jusqu'à la réalisation de l'OMT spécifique au pays. En conséquence, la Belgique enregistrerait une amélioration de 0,6 % du PIB de son solde structurel au cours de la période 2017-2019 et serait en conformité avec le critère prospectif de réduction de la dette à compter de 2019. La dette publique enregistrerait alors une diminution annuelle équivalente à 2,5 % du PIB environ en moyenne, pour s'établir à 80 % du PIB environ en 2026. S'agissant de l'Italie, des ajustements structurels de 0,6 % du PIB en 2017 et en 2018, et de 0,5 % du PIB en 2019 seraient suffisants pour respecter le critère de réduction de la dette, dans son approche prospective, et l'OMT d'ici 2019.

**En revanche, la conformité globale aux exigences du volet préventif retarderait indûment le respect du critère prospectif de réduction de la dette, à savoir de un et quatre ans, respectivement, pour l'Italie et pour la Belgique (cf. les lignes rouges des graphiques A et B).** Les scénarios de conformité globale intègrent une marge correspondant à un écart de 0,25 % du PIB destinée à éviter une procédure au titre d'un écart significatif par rapport aux exigences du volet préventif, cette marge étant déduite des exigences d'ajustement structurel et de l'OMT <sup>36</sup>. Dans le cas de la Belgique, une réduction de 0,25 % du PIB de l'ajustement reporterait de trois ans, c'est-à-dire à 2025, la réalisation de l'OMT. En conséquence, la trajectoire de la dette est plus plate. Pour l'Italie, une réduction de 0,25 % du PIB de l'ajustement annuel reporterait d'un an, à 2020, la réalisation de l'OMT.

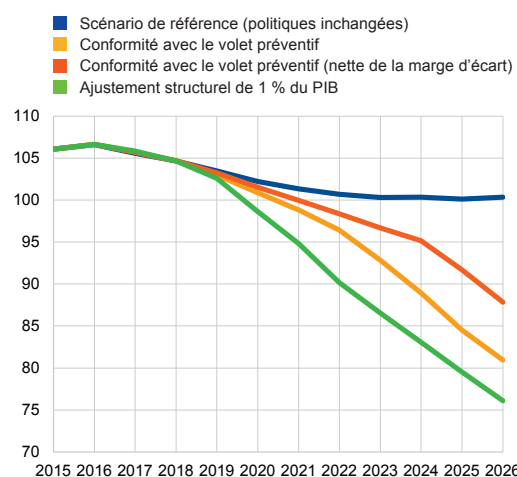
<sup>36</sup> L'expérience récente de la mise en œuvre du PSC montre une tendance parmi les États membres à internaliser la marge d'écart dans la définition de leurs plans budgétaires de manière à éviter une procédure. Par exemple, parmi les projets de plans budgétaires présentés en 2016, seuls cinq États membres sur douze relevant du volet préventif ont soumis un plan jugé conforme aux exigences, tandis que les autres étaient considérés comme globalement conformes ou présentant un risque de non-conformité. En revanche, dans aucun projet de plan budgétaire il n'a été relevé de manquement particulièrement grave qui aurait conduit à un rejet.

Un ajustement structurel de 1 % du PIB en vue de la réalisation de l'OMT garantirait la conformité avec le critère prospectif de réduction de la dette à compter de 2018 en Italie et en Belgique, respectivement (cf. les lignes vertes des graphiques A et B). Dans ce scénario, la Belgique atteindrait son OMT en 2020, sa dette étant ramenée à 75 % du PIB environ en 2026. En Italie, une situation budgétaire en équilibre serait atteinte en 2018. La dette reviendrait à quelque 100 % du PIB en 2026.

### Graphique A

#### Belgique : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)

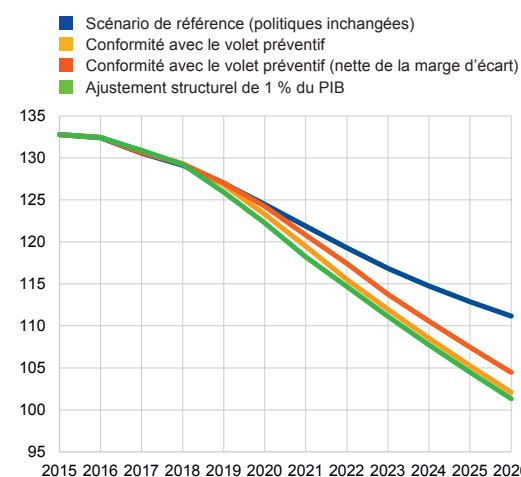


Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

### Graphique B

#### Italie : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

D'une manière générale, la règle relative à la dette n'est pas contraignante pour les pays dont les ratios de dette sont plus faibles et qui ont atteint leur OMT. Les graphiques C et D présentent plusieurs scénarios d'évolution de la dette pour l'Allemagne et pour l'Autriche. Actuellement, l'Allemagne respecte très largement son OMT, de sorte que le scénario de référence à politiques inchangées implique une diminution du ratio de dette plus importante que pour la conformité aux exigences du volet préventif<sup>37</sup>. La réduction moyenne du ratio de dette au cours de la période 2016-2026 est également plus élevée que la règle du 1/20<sup>e</sup> (cf. la ligne rouge du graphique C)<sup>38</sup>. Concernant l'Autriche, le maintien de l'OMT sur l'horizon 2016-2026 nécessiterait un ajustement structurel (par rapport au scénario de référence). Par conséquent, la trajectoire de la dette dans le cadre du scénario de conformité au volet préventif fait apparaître un recul plus important, en moyenne, du ratio de dette (cf. graphique D).

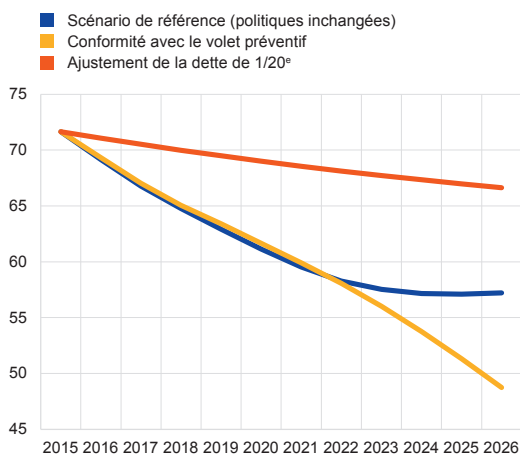
<sup>37</sup> Le scénario de conformité avec le volet préventif concernant l'Allemagne prend comme hypothèse une détérioration progressive du solde structurel jusqu'à ce que l'OMT soit atteint et maintenu à compter de 2018.

<sup>38</sup> Le scénario d'une réduction de la dette selon la règle du 1/20<sup>e</sup> prend comme hypothèse une baisse annuelle du ratio de dette équivalente à 1/20<sup>e</sup> de la différence entre le ratio de dette de l'année précédente et 60 % du PIB.

### Graphique C

#### Allemagne : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)

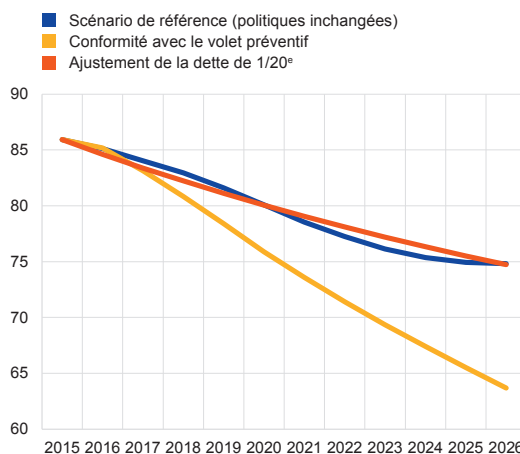


Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

### Graphique D

#### Autriche : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

## 3.4 Procédure d'application de la règle du PSC relative à la dette.

**Jusqu'à présent, une PDE était basée sur le critère de dette.** En mai 2013, le Conseil a formulé une PDE pour Malte et recommandé un effort d'ajustement structurel annuel de 0,7 % du PIB en 2013 et en 2014 pour garantir que le déficit soit ramené à 2,7 % du PIB en 2014, conformément à la règle relative à la dette. La PDE a été abrogée en temps opportun avant son échéance de 2014, ce qui a nécessité une procédure préalable de respect de la règle prospective relative à la dette.

**La prise en considération de circonstances atténuantes pertinentes a jusqu'à présent empêché l'ouverture d'une PDE pour l'Italie et la Belgique malgré des écarts (cumulés) importants par rapport aux exigences de la règle transitoire relative à la dette.** Les rapports de la Commission au titre de l'article 126 (3) pour la Belgique et l'Italie, qui ont été rédigés en tenant compte des écarts significatifs par rapport aux exigences, ont conclu qu'à cette date les pays respectaient le critère de dette. Dans son évaluation, la Commission a identifié trois facteurs qui ont été jugés à l'origine des insuffisances vis-à-vis des exigences ASLM<sup>39</sup>. Premièrement, il a été considéré que les deux pays respectaient (globalement) les exigences d'efforts structurels du volet préventif (cf. également encadré 2). Deuxièmement, les rapports ont examiné les conditions économiques défavorables liées, en particulier, au bas niveau de l'inflation et à la croissance réelle négative (dans le cas de l'Italie). Ainsi que le montre l'encadré 3, la faiblesse de la croissance et de l'inflation affecte bien défavorablement les évolutions de la dette et rend donc plus difficile le respect de la référence pour la réduction de la dette. Troisièmement, les rapports ont analysé

<sup>39</sup> Les facteurs pertinents peuvent être pris en compte dans la règle relative à la dette quelle que soit l'ampleur de l'écart vis-à-vis de la référence. En revanche, pour les pays dont le ratio de dette dépasse 60 % du PIB, les facteurs pertinents ne peuvent pas être pris en compte pour une PDE liée à un déficit, sauf si le non-respect de la valeur de référence est temporaire et minime.

la mise en œuvre attendue des réformes structurelles propices à la croissance. Toutefois, les rapports n'ont pas quantifié l'allègement de la charge de la dette attendu des réformes structurelles au fil du temps.

**Pour tenir compte de manière transparente des circonstances atténuantes dans l'évaluation du respect du critère de dette, ces facteurs doivent être mesurés au moyen de méthodologies communément acceptées.**

Les circonstances atténuantes mentionnées ci-dessus prises en compte dans le cas de l'Italie et de la Belgique semblent en effet particulièrement pertinentes pour l'évaluation du respect du critère de dette dans la mesure où elles ont rendu plus difficile l'effort structurel requis pour se conformer à la référence pour la réduction de la dette. Cependant, les rapports au titre de l'article 126 (3) n'attribuent pas la totalité de l'écart par rapport à la référence pour la réduction de la dette aux différentes circonstances atténuantes qui ont été prises en compte. Le manque de transparence associé risque d'affaiblir la cohérence de la mise en œuvre de la règle relative à la dette et d'en réduire ainsi l'efficacité et la crédibilité. Par conséquent, les facteurs pertinents doivent être quantifiés dans l'analyse et expliciter complètement l'écart par rapport aux exigences de la règle relative à la dette. À cet effet, l'évaluation du respect du critère de la dette doit reposer sur une méthode qui mesure les effets de chacun des facteurs pertinents tels que le bas niveau de la croissance et de l'inflation ainsi que la mise en œuvre des réformes structurelles et leur contribution à l'existence d'insuffisances vis-à-vis des exigences de la référence pour la réduction de la dette d'une manière transparente<sup>40</sup>. Pour ce faire, un cadre méthodologique solide doit être défini *ex ante* et appliqué avec constance sur la durée. En l'absence de cette mise en œuvre transparente et cohérente, la règle relative à la dette risque d'être reléguée au second plan.

### Encadré 3

Les effets de la faiblesse de l'inflation et de l'atonie de la croissance sur les exigences de la règle relative à la dette.

---

**Un taux d'inflation négatif non prévu tend à rendre plus difficile à court terme le respect des exigences de la règle relative à la dette.** Les recettes publiques s'ajustent généralement plus vite aux variations de prix que les dépenses primaires. Les premières tendent à évoluer de concert avec l'inflation, en fonction de la vitesse d'ajustement des assiettes fiscales respectives, tandis que, s'agissant des dépenses publiques, des plafonds sont généralement établis avant leur mise en œuvre effective afin que les évolutions inattendues de l'inflation n'entraînent pas immédiatement un ajustement. Les soldes budgétaires tendent donc à être impactés par des baisses de l'inflation non anticipées. Par ailleurs, dans la mesure où les paiements d'intérêts sont sensibles aux évolutions de l'inflation à court terme, dans le cas par exemple des obligations indexées sur l'inflation ou des titres de dette assortis d'un taux variable, un taux d'inflation négatif non prévu peut réduire la charge de la dette, contrebalançant ainsi l'effet négatif

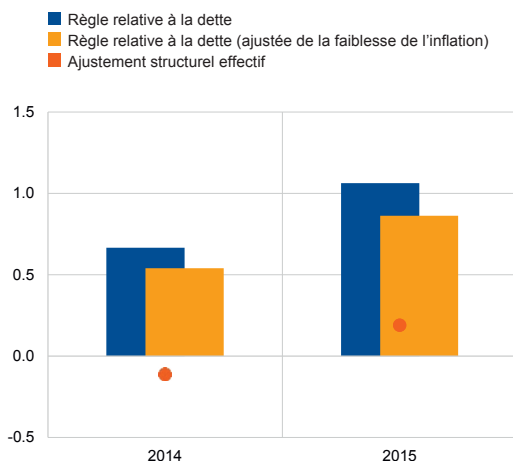
---

<sup>40</sup> Cf. également l'article intitulé *Les implications budgétaires à court terme des réformes structurelles* du *Bulletin économique* numéro 7 de la BCE, 2015, qui souligne l'importance de mesurer les coûts à court terme des réformes structurelles dans le contexte de la clause des réformes structurelles du PSC. Il s'agit de s'assurer que cette clause, qui a été élargie par la communication de la Commission relative à la flexibilité du PSC en janvier 2015, est appliquée d'une manière qui préserve la viabilité budgétaire et l'application crédible des dispositions du PSC.

## Graphique A

### Belgique : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)

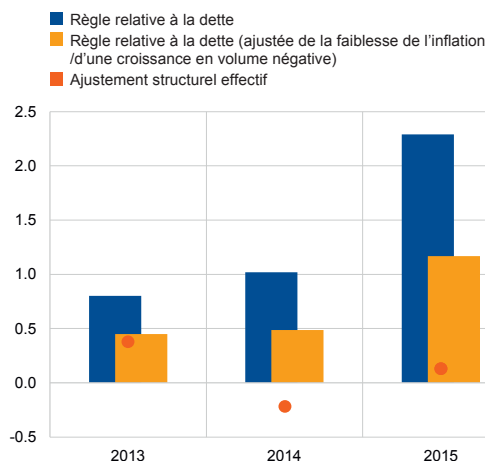


Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

## Graphique B

### Italie : scénarios relatifs à la dette publique

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

sur le solde primaire. Dans son Rapport sur les finances publiques dans l'UEM - 2015<sup>41</sup>, la Commission européenne analyse l'incidence du taux d'inflation négatif enregistré de façon inattendue en 2014 dans les États membres de l'UE. L'analyse fait apparaître une incidence relativement faible en moyenne sur les soldes budgétaires<sup>42</sup>. Surtout, dans le même temps, des reculs non prévu de l'inflation ont accéléré l'accumulation de dette publique via un effet dénominateur, rendant ainsi plus difficile le respect de la référence en matière de réduction de la dette. Si la faiblesse de l'inflation s'accompagne d'une atonie de la croissance réelle (ou d'une contraction du PIB en volume), le respect de la règle relative à la dette demandera davantage d'efforts. Une croissance réelle atone ou négative pèsera sur la dynamique de la dette par le biais d'un « effet boule de neige » plus important et d'une incidence conjoncturelle négative sur le solde primaire.

**D'après les Prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne, en Belgique et en Italie, l'ajustement structurel pour 2014 et 2015 a été largement en deçà des exigences de la règle (transitoire) relative à la dette.** En Belgique, la situation budgétaire structurelle s'est relâchée en 2014, alors qu'un ajustement de 0,7 % du PIB était requis. Malgré quelques ajustements en 2015, l'insuffisance de l'ajustement par rapport au niveau exigé dans le cadre de la règle relative à la dette a été significative cette année-là (c'est-à-dire supérieure à 0,25 % du PIB – cf. graphique A). Dans le cas de l'Italie (cf. graphique B), l'ajustement structurel de 0,4 % du PIB observé en 2013 a été quelque peu insuffisant par rapport à l'ajustement structurel linéaire minimum (ASLM) si l'on tient compte de la marge correspondant à un écart de 0,25 % du PIB. Par ailleurs, des écarts importants ont été observés en 2014 et en 2015.

<sup>41</sup> Cf. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip014\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip014_en.pdf)

<sup>42</sup> D'après l'analyse, la semi-élasticité des déficits publics par rapport à une déflation inattendue de 1 point de pourcentage s'élève à environ 0,1 % du PIB pour la première année et est inférieure à ce chiffre pour la deuxième année.

**Les insuffisances par rapport aux exigences de la règle relative à la dette demeurent significatives en Belgique et en Italie après élimination des effets de la faiblesse de l'inflation et de l'atonie de la croissance.** Les simulations mécaniques suggèrent que les exigences d'ajustement dans le cadre de la règle transitoire relative à la dette réagissent sensiblement aux évolutions de l'inflation et de la croissance <sup>43</sup>. S'agissant de la Belgique, une croissance du déflateur du PIB de 2 % à partir de 2014 réduirait les exigences de la règle relative à la dette d'environ 0,2 % du PIB par an en 2014 et en 2015 (cf. graphique A). L'ajustement structurel moyen de 0,1 % du PIB pour 2014-2015 est toutefois largement insuffisant par rapport aux exigences ajustées de l'effet de la faiblesse de l'inflation (à hauteur de 0,7 % du PIB en moyenne sur la période). Pour l'Italie, outre celle d'une croissance plus élevée du déflateur du PIB à partir de 2014, les simulations font également l'hypothèse d'une croissance du PIB en volume égale à zéro en 2014 (alors qu'il s'est en réalité contracté au cours de cette année). Cela se traduit par une réduction de moitié environ des exigences d'ajustement dans le cadre de la règle relative à la dette entre 2013 et 2015 (cf. graphique B). L'ajustement effectif pour 2013 est globalement conforme aux exigences de la règle relative à la dette ajustée de la croissance négative et de la faiblesse de l'inflation. Pour 2014-2015, l'ajustement structurel est toutefois nettement insuffisant par rapport aux exigences moyennes ajustées de la règle relative à la dette (à hauteur de 0,7 % du PIB environ).

---

## 4. Conclusions

**La réduction de l'endettement excessif des administrations publiques de la zone euro demeure une priorité de politique publique.** Le niveau de la dette agrégée continue de dépasser 90 % du PIB, ce qui est bien supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB définie dans le Traité. Les scénarios stylisés d'évolution de la dette présentés dans cet article montrent qu'un ajustement budgétaire conforme aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance contribuerait en dix ans à une réduction du ratio de dette publique de la zone euro, le rapprochant de son niveau de référence. En l'absence d'une telle action sur le plan budgétaire, l'ajustement à la baisse de la dette serait beaucoup plus limité, essentiellement en raison de la montée des pressions sur les dépenses liées au vieillissement et de la hausse des dépenses au titre des intérêts.

**Au niveau des États membres, la convergence vers des situations budgétaires saines et des niveaux de dette soutenables sera essentielle pour reconstituer des réserves budgétaires et accroître la résistance des économies.** La référence du PSC pour la réduction de la dette, introduite dans le contexte du paquet législatif *six-pack* de 2011 pour rendre opérationnel le critère de la dette, constitue un cadre approprié pour orienter la réduction des ratios de dette encore très élevés dans de nombreux États membres. Tout en donnant une référence numérique pour le

---

<sup>43</sup> Les simulations sont été réalisées sur la base du cadre méthodologique pour le calcul de l'ajustement structurel linéaire minimum (ASLM) pour l'application du critère de la dette pendant la période de transition, comme indiqué dans le « *Vade-mecum* sur le Pacte de stabilité et de croissance » (cf. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2013/pdf/ocp151\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp151_en.pdf)). Seul l'effet dénominateur de l'accélération de la croissance du déflateur du PIB est pris en compte étant donné la taille réduite des effets directs sur les déficits totaux.

rythme de réduction de la dette, elle tient compte explicitement des conditions conjoncturelles et apporte une flexibilité supplémentaire au travers de la prise en considération des circonstances atténuantes pertinentes qui freinent l'ajustement requis.

**La règle du PSC relative à la dette a été introduite comme un enseignement principal tiré de la crise de la dette souveraine européenne et doit être appliquée avec rigueur.** Des écarts importants par rapport aux exigences de la règle transitoire relative à la dette n'ont jusqu'à présent pas entraîné l'ouverture de PDE fondées sur la dette en raison de la prise en considération de circonstances atténuantes pertinentes. Il est nécessaire de s'assurer que le respect des exigences de la référence pour la réduction de la dette n'est pas indûment retardé.

**L'application de la règle relative à la dette doit reposer sur un cadre méthodologique bien défini et transparent afin de garantir une mise en œuvre cohérente entre les différents pays ainsi que dans le temps.** En particulier, seuls les facteurs pertinents quantifiables doivent être pris en compte pour l'évaluation du respect du critère de dette. Une mesure correcte de l'incidence des circonstances atténuantes pertinentes et de leur contribution à l'existence d'insuffisances par rapport aux exigences de la référence pour la réduction de la dette améliorera la transparence de l'analyse sous-jacente. En conséquence, la marge de manœuvre pour l'application de la règle relative à la dette devrait être réduite, ce qui devrait favoriser une mise en œuvre plus efficace.

**L'expérience des épisodes passés de réduction de la dette indique que l'abaissement des niveaux de dette publique élevés impose de recourir à des mesures complémentaires.** Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix soutient déjà l'activité économique. Elle doit être complétée par la poursuite de véritables réformes structurelles afin d'accroître le potentiel de croissance de la zone euro. De plus, l'ajustement budgétaire peut apporter une contribution décisive pour aider les pays à soulager l'endettement public. À cet effet, les politiques budgétaires doivent rester conformes aux règles du PSC en la matière. Dans le même temps, tous les pays doivent s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires davantage propices à la croissance. En convergeant vers de plus bas niveaux d'endettement public et en reconstituant des réserves budgétaires, la zone euro renforcera sa résistance et sa marge de manœuvre budgétaire pour faire face à des chocs économiques futurs potentiellement défavorables.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

|              | PIB <sup>1)</sup><br>(variations en pourcentage d'une période sur l'autre) |            |             |       |       |                          | IPC<br>(variations annuelles en pourcentage) |                                       |            |                    |       |       |                                               |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------|------------|--------------------|-------|-------|-----------------------------------------------|
|              | G20 <sup>2)</sup>                                                          | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Pays de l'OCDE                               |                                       | États-Unis | Royaume-Uni (IPCH) | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro <sup>3)</sup> (IPCH) |
|              | 1                                                                          | 2          | 3           | 4     | 5     | 6                        | Total                                        | Hors produits alimentaires et énergie | 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         | 3,4                                                                        | 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         | 3,2                                                                        | 2,4        | 2,3         | 0,5   | 6,9   | 1,6                      | 0,6                                          | 1,7                                   | 0,1        | 0,0                | 0,8   | 1,4   | 0,0                                           |
| 2015 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           | 0,8                                                                        | 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           | 0,7                                                                        | 0,3        | 0,6         | -0,3  | 1,6   | 0,3                      | 0,7                                          | 1,8                                   | 0,5        | 0,1                | 0,3   | 1,5   | 0,2                                           |
| 2016 T1      | .                                                                          | .          | .           | .     | .     | .                        | .                                            | .                                     | 1,1        | 0,3                | .     | 2,1   | 0,0                                           |
| 2015 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      | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 1,0                                          | 1,9                                   | 1,0        | 0,3                | 0,3   | 2,3   | -0,2                                          |
| Mars         | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | .                                            | .                                     | 0,9        | 0,5                | .     | 2,3   | 0,0                                           |

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

2) Les données relatives à l'Argentine ne sont pas disponibles actuellement en raison de l'état d'urgence dans le système statistique national déclaré par le gouvernement argentin le 7 janvier 2016. Par conséquent, l'Argentine est exclue du calcul de l'agrégat pour le G20. La politique relative à l'intégration de l'Argentine sera réexaminée ultérieurement en fonction des nouvelles évolutions.

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

|                | Zone euro <sup>1)</sup> |                              |                              |                              |                               | États-Unis                 | Japon                      |
|----------------|-------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------------|
|                | Dépôts à vue<br>(Eonia) | Dépôts à 1 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 3 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 6 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 12 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 3 mois<br>(Libor) | Dépôts à 3 mois<br>(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 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                       |
| Mars           | -0,29                   | -0,31                        | -0,23                        | -0,13                        | -0,01                         | 0,63                       | -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 <sup>1), 2)</sup> |       |       |       |        | Zone euro <sup>1), 2)</sup> | États-Unis  | Royaume-Uni | Zone euro <sup>1), 2)</sup> |       |       |        |
|                | 3 mois                      | 1 an  | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 10 ans-1 an                 | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 1 an                        | 2 ans | 5 ans | 10 ans |
|                | 1                           | 2     | 3     | 4     | 5      | 6                           | 7           | 8           | 9                           | 10    | 11    | 12     |
| 2013           | 0,08                        | 0,09  | 0,25  | 1,07  | 2,24   | 2,15                        | 2,91        | 2,66        | 0,18                        | 0,67  | 2,53  | 3,88   |
| 2014           | -0,02                       | -0,09 | -0,12 | 0,07  | 0,65   | 0,74                        | 1,95        | 1,45        | -0,15                       | -0,11 | 0,58  | 1,77   |
| 2015           | -0,45                       | -0,40 | -0,35 | 0,02  | 0,77   | 1,17                        | 1,66        | 1,68        | -0,35                       | -0,22 | 0,82  | 1,98   |
| 2015 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   |
| Mars           | -0,49                       | -0,49 | -0,49 | -0,30 | 0,26   | 0,75                        | 1,18        | 1,03        | -0,49                       | -0,47 | 0,25  | 1,21   |

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 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 |
| Mars           | 322,2                       | 3 031,4 | 598,6               | 257,6                      | 595,8                 | 271,6          | 155,9   | 483,1     | 366,3       | 248,1               | 349,9              | 746,9 | 2 022,0    | 16 897,3 |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

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

|      |                        | Dépôts |                                     |               |         | Crédits renouvelables et découverts | Prorogations de crédit sur carte | Prêts à la consommation                  |        |                    | Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes | Prêts au logement                        |                     |          |      |                    | Indicateur composite du coût d'emprunt |
|------|------------------------|--------|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------|--------|--------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------|----------|------|--------------------|----------------------------------------|
|      |                        | À vue  | Remboursables avec préavis ≤ 3 mois | D'une durée : |         |                                     |                                  | Par période de fixation initiale du taux |        | TAEG <sup>3)</sup> |                                                                  | Par période de fixation initiale du taux |                     |          |      | TAEG <sup>3)</sup> |                                        |
|      |                        |        |                                     | ≤ 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 | 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                                                             | 2,02                                     | 2,41                | 2,17     | 2,35 | 2,50               | 2,24                                   |
|      | Mai                    | 0,16   | 0,82                                | 0,84          | 1,13    | 6,98                                | 17,08                            | 5,04                                     | 6,29   | 6,60               | 2,67                                                             | 2,06                                     | 2,35                | 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                                                             | 2,06                                     | 2,32                | 2,21     | 2,35 | 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                | 0,12   | 0,62                                | 0,63          | 1,24    | 6,65                                | 16,88                            | 5,31                                     | 6,29   | 6,65               | 2,53                                                             | 1,98                                     | 2,23                | 2,30     | 2,40 | 2,53               | 2,23                                   |
|      | Février <sup>(p)</sup> | 0,12   | 0,60                                | 0,60          | 0,90    | 6,66                                | 16,88                            | 5,00                                     | 6,13   | 6,47               | 2,59                                                             | 2,00                                     | 2,20                | 2,23     | 2,33 | 2,49               | 2,20                                   |

Source : BCE.

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

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

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

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

|      |                        | Dépôts |               |         | Crédits<br>renou-<br>velables<br><br>et<br>décou-<br>verts | Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux |                          |        |                                              |                          |        |                                              |                          |        | Indicateur<br>com-<br>posite<br>du coût<br>d'em-<br>prunt |
|------|------------------------|--------|---------------|---------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|-----------------------------------------------------------|
|      |                        | À vue  | D'une durée : |         |                                                            | ≤ 250 000 euros                                                      |                          |        | > 250 000 euros<br>et ≤ 1 million            |                          |        | > 1 million d'euros                          |                          |        |                                                           |
|      |                        |        | ≤ 2 ans       | > 2 ans |                                                            | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois                         | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an |                                                           |
|      |                        | 1      | 2             | 3       | 4                                                          | 5                                                                    | 6                        | 7      | 8                                            | 9                        | 10     | 11                                           | 12                       | 13     | 14                                                        |
| 2015 | 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                | 0,13   | 0,27          | 0,78    | 2,97                                                       | 3,23                                                                 | 3,25                     | 2,78   | 2,00                                         | 2,22                     | 2,17   | 1,39                                         | 1,68                     | 2,06   | 2,09                                                      |
|      | Février <sup>(p)</sup> | 0,13   | 0,24          | 0,71    | 2,93                                                       | 3,16                                                                 | 3,28                     | 2,76   | 1,96                                         | 2,11                     | 2,10   | 1,28                                         | 1,48                     | 1,73   | 1,98                                                      |

Source : BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

|             |           | Encours |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 | Émissions brutes <sup>1)</sup> |                                           |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
|-------------|-----------|---------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------|
|             |           | Total   | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                              |                                   | Administrations<br>publiques        |                                 | Total                          | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                      |                                                          | Administrations<br>publiques      |                                     |                                 |                                                  |
|             |           |         |                                           | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale |                                |                                           | Autres<br>admini-<br>strations<br>pu-<br>bliques | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale | Autres<br>admini-<br>strations<br>pu-<br>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                                              | 31                                                       | .                                 | 44                                  | 99                              | 21                                               |
| 2014        |           | 1 320   | 544                                       | 129                                                      | .                                 | 59                                  | 538                             | 50                             | 410                                       | 219                                              | 34                                                       | .                                 | 38                                  | 93                              | 25                                               |
| 2015        |           | 1 261   | 521                                       | 136                                                      | .                                 | 61                                  | 478                             | 65                             | 334                                       | 151                                              | 36                                                       | .                                 | 32                                  | 82                              | 34                                               |
| 2015        | Septembre | 1 325   | 544                                       | 127                                                      | .                                 | 75                                  | 520                             | 59                             | 345                                       | 162                                              | 31                                                       | .                                 | 29                                  | 93                              | 30                                               |
|             | Octobre   | 1 338   | 551                                       | 144                                                      | .                                 | 74                                  | 509                             | 60                             | 363                                       | 172                                              | 31                                                       | .                                 | 32                                  | 86                              | 42                                               |
|             | Novembre  | 1 350   | 558                                       | 144                                                      | .                                 | 73                                  | 509                             | 66                             | 311                                       | 140                                              | 39                                                       | .                                 | 30                                  | 75                              | 26                                               |
|             | Décembre  | 1 261   | 521                                       | 136                                                      | .                                 | 61                                  | 478                             | 65                             | 294                                       | 133                                              | 50                                                       | .                                 | 27                                  | 57                              | 26                                               |
| 2016        | Janvier   | 1 284   | 527                                       | 138                                                      | .                                 | 68                                  | 483                             | 67                             | 329                                       | 141                                              | 35                                                       | .                                 | 33                                  | 87                              | 33                                               |
|             | Février   | 1 299   | 539                                       | 137                                                      | .                                 | 71                                  | 487                             | 66                             | 317                                       | 143                                              | 31                                                       | .                                 | 30                                  | 81                              | 31                                               |
| Long terme  |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                |                                           |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
| 2013        |           | 15 109  | 4 404                                     | 3 088                                                    | .                                 | 921                                 | 6 069                           | 627                            | 222                                       | 70                                               | 39                                                       | .                                 | 16                                  | 89                              | 9                                                |
| 2014        |           | 15 128  | 4 047                                     | 3 159                                                    | .                                 | 994                                 | 6 285                           | 643                            | 221                                       | 66                                               | 43                                                       | .                                 | 16                                  | 85                              | 10                                               |
| 2015        |           | 15 179  | 3 781                                     | 3 215                                                    | .                                 | 1 065                               | 6 482                           | 637                            | 213                                       | 66                                               | 44                                                       | .                                 | 13                                  | 81                              | 8                                                |
| 2015        | Septembre | 15 256  | 3 860                                     | 3 234                                                    | .                                 | 1 042                               | 6 488                           | 632                            | 256                                       | 63                                               | 82                                                       | .                                 | 14                                  | 93                              | 4                                                |
|             | Octobre   | 15 327  | 3 854                                     | 3 289                                                    | .                                 | 1 048                               | 6 500                           | 636                            | 232                                       | 78                                               | 44                                                       | .                                 | 12                                  | 89                              | 10                                               |
|             | Novembre  | 15 372  | 3 864                                     | 3 275                                                    | .                                 | 1 061                               | 6 528                           | 644                            | 196                                       | 67                                               | 34                                                       | .                                 | 16                                  | 67                              | 11                                               |
|             | Décembre  | 15 179  | 3 781                                     | 3 215                                                    | .                                 | 1 065                               | 6 482                           | 637                            | 153                                       | 49                                               | 60                                                       | .                                 | 16                                  | 23                              | 4                                                |
| 2016        | Janvier   | 15 147  | 3 746                                     | 3 194                                                    | .                                 | 1 051                               | 6 522                           | 634                            | 203                                       | 74                                               | 23                                                       | .                                 | 6                                   | 93                              | 8                                                |
|             | Février   | 15 099  | 3 743                                     | 3 129                                                    | .                                 | 1 044                               | 6 550                           | 633                            | 208                                       | 65                                               | 42                                                       | .                                 | 4                                   | 88                              | 10                                               |

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<br>(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 | Sociétés non financières | Adminis-tration centrale  | Autres ad-ministrations publiques |                      |                |       |                                         |                          |
|                    |           |                   |                                 |                                         |                          |                           |                                   | Véhicules financiers |                |       |                                         |                          |
|                    |           | 1                 | 2                               | 3                                       | 4                        | 5                         | 6                                 | 7                    | 8              | 9     | 10                                      | 11                       |
| Encours            |           |                   |                                 |                                         |                          |                           |                                   |                      |                |       |                                         |                          |
| 2013               |           | 16 362,0          | 4 886,5                         | 3 210,4                                 | .                        | 987,4                     | 6 598,1                           | 679,6                | 5 649,0        | 569,1 | 747,3                                   | 4 332,7                  |
| 2014               |           | 16 447,6          | 4 590,6                         | 3 288,5                                 | .                        | 1 052,4                   | 6 823,2                           | 692,9                | 5 958,0        | 591,1 | 784,6                                   | 4 582,3                  |
| 2015               |           | 16 440,0          | 4 301,7                         | 3 351,1                                 | .                        | 1 125,9                   | 6 959,9                           | 701,4                | 6 745,1        | 586,1 | 915,9                                   | 5 243,1                  |
| 2015               | Septembre | 16 580,7          | 4 403,7                         | 3 361,5                                 | .                        | 1 116,9                   | 7 007,3                           | 691,3                | 6 291,3        | 582,5 | 822,4                                   | 4 886,4                  |
|                    | Octobre   | 16 665,7          | 4 405,0                         | 3 432,9                                 | .                        | 1 122,3                   | 7 009,4                           | 696,2                | 6 832,3        | 612,1 | 892,6                                   | 5 327,6                  |
|                    | Novembre  | 16 721,8          | 4 422,6                         | 3 418,4                                 | .                        | 1 134,4                   | 7 036,3                           | 710,2                | 7 030,0        | 613,9 | 946,4                                   | 5 469,8                  |
|                    | Décembre  | 16 440,0          | 4 301,7                         | 3 351,1                                 | .                        | 1 125,9                   | 6 959,9                           | 701,4                | 6 745,1        | 586,1 | 915,9                                   | 5 243,1                  |
| 2016               | Janvier   | 16 431,2          | 4 273,1                         | 3 332,2                                 | .                        | 1 119,3                   | 7 005,6                           | 701,1                | 6 337,8        | 490,7 | 856,2                                   | 4 990,9                  |
|                    | Février   | 16 398,0          | 4 281,2                         | 3 265,9                                 | .                        | 1 114,9                   | 7 037,1                           | 698,9                | 6 235,8        | 471,7 | 872,8                                   | 4 891,3                  |
| 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              | -6,9                            | 3,2                                     | .                        | 5,3                       | 1,8                               | 0,5                  | 1,1            | 4,5   | 1,5                                     | 0,6                      |
| 2015               | Septembre | -0,5              | -7,5                            | 2,1                                     | .                        | 4,4                       | 2,4                               | -1,9                 | 1,0            | 3,3   | 0,6                                     | 0,7                      |
|                    | Octobre   | 0,1               | -6,0                            | 2,4                                     | .                        | 4,3                       | 2,4                               | 0,1                  | 1,0            | 3,3   | 1,0                                     | 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              | -6,9                            | 3,2                                     | .                        | 5,3                       | 1,8                               | 0,5                  | 1,1            | 4,5   | 1,5                                     | 0,6                      |
| 2016               | Janvier   | -0,7              | -7,8                            | 1,8                                     | .                        | 4,4                       | 2,0                               | 0,6                  | 1,0            | 3,3   | 1,8                                     | 0,7                      |
|                    | Février   | -1,0              | -7,2                            | -0,2                                    | .                        | 2,8                       | 2,0                               | -0,5                 | 1,0            | 3,3   | 1,5                                     | 0,7                      |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

|                                                           | TCE-19       |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  | TCE-38       |                                  |
|-----------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------|--------------|----------------------------------|
|                                                           | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) | Taux réel (sur la base de l'IPP) | Taux réel (sur la base du déflateur du PIB) | Taux réel (sur la base des CUMIM <sup>2)</sup> ) | Taux réel (sur la base des CUME) | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) |
|                                                           | 1            | 2                                | 3                                | 4                                           | 5                                                | 6                                | 7            | 8                                |
| 2013                                                      | 101,2        | 98,2                             | 96,7                             | 91,1                                        | 102,1                                            | 98,6                             | 111,9        | 95,6                             |
| 2014                                                      | 101,8        | 97,9                             | 96,7                             | 91,3                                        | 102,4                                            | 100,2                            | 114,7        | 96,1                             |
| 2015                                                      | 92,4         | 88,4                             | 89,1                             | 83,4                                        | 91,4                                             | 91,2                             | 106,5        | 87,9                             |
| 2015 T2                                                   | 91,2         | 87,5                             | 88,2                             | 82,2                                        | 90,4                                             | 90,1                             | 104,4        | 86,3                             |
| T3                                                        | 92,7         | 88,7                             | 89,6                             | 83,8                                        | 92,3                                             | 91,4                             | 107,6        | 88,7                             |
| T4                                                        | 92,4         | 88,4                             | 89,3                             | 83,9                                        | 91,0                                             | 91,0                             | 107,7        | 88,4                             |
| 2016 T1                                                   | 94,1         | 89,5                             | 90,9                             | -                                           | -                                                | -                                | 110,4        | 90,1                             |
| 2015 Octobre                                              | 93,6         | 89,6                             | 90,4                             | -                                           | -                                                | -                                | 109,0        | 89,7                             |
| Novembre                                                  | 91,1         | 87,1                             | 88,1                             | -                                           | -                                                | -                                | 106,0        | 86,9                             |
| Décembre                                                  | 92,5         | 88,3                             | 89,3                             | -                                           | -                                                | -                                | 108,0        | 88,4                             |
| 2016 Janvier                                              | 93,6         | 89,1                             | 90,4                             | -                                           | -                                                | -                                | 109,9        | 89,6                             |
| Février                                                   | 94,7         | 90,1                             | 91,5                             | -                                           | -                                                | -                                | 111,3        | 91,0                             |
| Mars                                                      | 94,1         | 89,4                             | 90,8                             | -                                           | -                                                | -                                | 110,0        | 89,7                             |
| variation en pourcentage par rapport au mois précédent    |              |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  |              |                                  |
| 2016 Mars                                                 | -0,7         | -0,8                             | -0,7                             | -                                           | -                                                | -                                | -1,2         | -1,4                             |
| variation en pourcentage par rapport à l'année précédente |              |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  |              |                                  |
| 2016 Mars                                                 | 3,8          | 2,8                              | 4,0                              | -                                           | -                                                | -                                | 6,0          | 4,3                              |

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 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                 |
| 2016 T1                                                   | 7,210                 | 7,617       | 27,040           | 7,461            | 312,024         | 126,997      | 4,365          | 0,770          | 4,4924      | 9,327             | 1,096        | 1,102                 |
| 2015 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                 |
| Mars                                                      | 7,222                 | 7,559       | 27,051           | 7,457            | 311,154         | 125,385      | 4,293          | 0,780          | 4,4666      | 9,285             | 1,092        | 1,110                 |
| variation en pourcentage par rapport au mois précédent    |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2016 Mars                                                 | -0,6                  | -1,0        | 0,0              | -0,1             | 0,3             | -1,5         | -2,4           | 0,6            | -0,3        | -1,3              | -0,9         | 0,1                   |
| variation en pourcentage par rapport à l'année précédente |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2016 Mars                                                 | 6,8                   | -1,1        | -1,2             | 0,0              | 2,5             | -3,9         | 4,1            | 7,8            | 0,7         | 0,4               | 2,9          | 2,4                   |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

|                                                |           | Total <sup>1)</sup> |             |        | Investissements directs |             | Investissements de portefeuille |             | Dérivés financiers nets | Autres investissements |             | Avoirs de réserve | Pour mémoire : dette extérieure brute |
|------------------------------------------------|-----------|---------------------|-------------|--------|-------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------------------|------------------------|-------------|-------------------|---------------------------------------|
|                                                |           | Avoirs              | Engagements | Net    | Avoirs                  | Engagements | Avoirs                          | Engagements |                         | Avoirs                 | Engagements |                   |                                       |
|                                                |           | 1                   | 2           | 3      | 4                       | 5           | 6                               | 7           | 8                       | 9                      | 10          | 11                | 12                                    |
| Encours (position extérieure)                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2015                                           | T1        | 22 500,8            | 23 313,7    | -812,9 | 9 479,7                 | 7 094,0     | 7 296,1                         | 10 971,1    | -67,3                   | 5 101,9                | 5 248,6     | 690,4             | 13 190,0                              |
|                                                | T2        | 22 094,2            | 22 748,5    | -654,3 | 9 382,6                 | 7 171,3     | 7 193,4                         | 10 532,3    | -26,1                   | 4 885,9                | 5 044,9     | 658,5             | 12 815,0                              |
|                                                | T3        | 21 653,1            | 22 261,8    | -608,6 | 9 384,2                 | 7 265,4     | 6 854,8                         | 9 999,3     | -33,6                   | 4 803,5                | 4 997,1     | 644,2             | 12 660,8                              |
|                                                | T4        | 22 101,4            | 22 519,6    | -418,2 | 9 694,9                 | 7 521,1     | 7 169,5                         | 10 157,5    | -42,6                   | 4 635,4                | 4 840,9     | 644,2             | 12 498,8                              |
| encours en pourcentage du PIB                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2015                                           | T4        | 212,5               | 216,5       | -4,0   | 93,2                    | 72,3        | 68,9                            | 97,7        | -0,4                    | 44,6                   | 46,5        | 6,2               | 120,2                                 |
| Flux                                           |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2015                                           | T1        | 599,2               | 618,0       | -18,8  | 243,6                   | 146,5       | 128,1                           | 250,4       | 26,3                    | 195,5                  | 221,1       | 5,8               | —                                     |
|                                                | T2        | 95,8                | 3,1         | 92,7   | 123,9                   | 130,7       | 135,9                           | 8,7         | -0,1                    | -161,5                 | -136,3      | -2,4              | —                                     |
|                                                | T3        | 87,3                | 35,8        | 51,5   | 119,3                   | 131,9       | 24,3                            | -67,4       | -0,8                    | -58,2                  | -28,8       | 2,7               | —                                     |
|                                                | T4        | 31,3                | -149,9      | 181,2  | 114,7                   | 77,7        | 106,2                           | -31,3       | 45,1                    | -239,3                 | -196,3      | 4,6               | —                                     |
| 2015                                           | Septembre | -32,9               | -47,2       | 14,2   | 33,6                    | 55,3        | 15,1                            | 9,4         | -3,7                    | -86,2                  | -111,9      | 8,3               | —                                     |
|                                                | Octobre   | 235,4               | 109,0       | 126,3  | 119,5                   | 62,6        | 63,4                            | 24,4        | 8,0                     | 50,6                   | 22,1        | -6,0              | —                                     |
|                                                | Novembre  | -74,3               | -47,6       | -26,7  | -84,7                   | -14,3       | 23,7                            | 1,9         | 17,9                    | -33,6                  | -35,2       | 2,5               | —                                     |
|                                                | Décembre  | -129,8              | -211,3      | 81,5   | 80,0                    | 29,5        | 19,1                            | -57,5       | 19,3                    | -256,2                 | -183,3      | 8,1               | —                                     |
| 2016                                           | Janvier   | 136,7               | 151,7       | -15,0  | 6,6                     | -9,9        | -16,7                           | -50,5       | 10,0                    | 137,9                  | 212,1       | -1,1              | —                                     |
|                                                | Février   | 170,8               | 122,4       | 48,3   | 67,7                    | 21,1        | 44,5                            | -30,4       | 4,4                     | 52,9                   | 131,8       | 1,1               | —                                     |
| flux cumulés sur 12 mois                       |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2016                                           | Février   | 611,8               | 226,5       | 385,3  | 494,4                   | 375,2       | 334,6                           | -113,7      | 68,3                    | -290,6                 | -35,0       | 5,1               | —                                     |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2016                                           | Février   | 5,9                 | 2,2         | 3,7    | 4,8                     | 3,6         | 3,2                             | -1,1        | 0,7                     | -2,8                   | -0,3        | 0,0               | —                                     |

Source : BCE.

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

## 3 Activité économique

### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

|                                                                                              | PIB      |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
|                                                                                              | Total    | Demande intérieure |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       | Solde extérieur <sup>1)</sup>   |                                 |         |
|                                                                                              |          | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation brute de capital fixe |                       |                                               | Variation<br>des stocks<br><sup>2)</sup> | Total | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |         |
|                                                                                              |          |                    |                             |                               | Total des<br>bâtiments          | Total des<br>machines | Droits de<br>propriété<br>intellec-<br>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                         | 1 004,3               | 573,1                                         | 366,7                                    | -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                         | 1 007,5               | 595,7                                         | 376,3                                    | -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                         | 1 020,5               | 631,9                                         | 396,5                                    | -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                           | 255,8                 | 154,9                                         | 97,0                                     | -5,4  | 110,9                           | 1 167,6                         | 1 056,8 |
| T2                                                                                           | 2 591,7  | 2 473,5            | 1 433,0                     | 540,4                         | 510,1                           | 253,4                 | 155,6                                         | 99,8                                     | -10,0 | 118,2                           | 1 196,8                         | 1 078,7 |
| T3                                                                                           | 2 606,9  | 2 490,4            | 1 439,4                     | 543,0                         | 513,6                           | 253,8                 | 156,7                                         | 101,7                                    | -5,6  | 116,5                           | 1 195,2                         | 1 078,7 |
| T4                                                                                           | 2 624,0  | 2 510,0            | 1 444,1                     | 546,4                         | 521,6                           | 256,4                 | 161,2                                         | 102,7                                    | -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                            | 9,8                   | 6,1                                           | 3,8                                      | -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                             | 1,0                   | 2,1                                           | 1,5                                      | —     | —                               | 1,4                             | 2,1     |
| T2                                                                                           | 0,4      | 0,0                | 0,3                         | 0,3                           | 0,1                             | -1,0                  | 0,2                                           | 2,7                                      | —     | —                               | 1,7                             | 1,0     |
| T3                                                                                           | 0,3      | 0,7                | 0,5                         | 0,3                           | 0,4                             | 0,0                   | 0,5                                           | 1,3                                      | —     | —                               | 0,2                             | 1,2     |
| T4                                                                                           | 0,3      | 0,6                | 0,2                         | 0,6                           | 1,3                             | 1,1                   | 2,0                                           | 0,9                                      | —     | —                               | 0,2                             | 0,9     |
| variations annuelles en pourcentage                                                          |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2013                                                                                         | -0,3     | -0,7               | -0,6                        | 0,2                           | -2,6                            | -3,6                  | -2,5                                          | 0,1                                      | —     | —                               | 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                             | 0,7                   | 5,2                                           | 4,2                                      | —     | —                               | 5,0                             | 5,7     |
| 2015 T1                                                                                      | 1,3      | 1,4                | 1,6                         | 1,1                           | 2,0                             | 0,0                   | 5,0                                           | 2,7                                      | —     | —                               | 5,3                             | 6,0     |
| T2                                                                                           | 1,6      | 1,4                | 1,7                         | 1,2                           | 2,6                             | 0,4                   | 4,6                                           | 5,2                                      | —     | —                               | 6,0                             | 5,8     |
| T3                                                                                           | 1,6      | 1,9                | 1,8                         | 1,2                           | 2,5                             | 0,4                   | 3,1                                           | 6,9                                      | —     | —                               | 4,6                             | 5,5     |
| T4                                                                                           | 1,6      | 2,2                | 1,5                         | 1,6                           | 3,4                             | 1,2                   | 5,0                                           | 6,5                                      | —     | —                               | 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                                           | 0,1                                      | 0,3   | -0,4                            | —                               | —       |
| T4                                                                                           | 0,3      | 0,6                | 0,1                         | 0,1                           | 0,3                             | 0,1                   | 0,1                                           | 0,0                                      | 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                  | -0,2                                          | 0,0                                      | 0,2   | 0,4                             | —                               | —       |
| 2014                                                                                         | 0,9      | 0,9                | 0,4                         | 0,2                           | 0,3                             | 0,0                   | 0,2                                           | 0,1                                      | 0,0   | 0,0                             | —                               | —       |
| 2015                                                                                         | 1,6      | 1,7                | 0,9                         | 0,3                           | 0,5                             | 0,1                   | 0,3                                           | 0,2                                      | 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                             | 0,0                   | 0,3                                           | 0,2                                      | -0,4  | 0,3                             | —                               | —       |
| T3                                                                                           | 1,6      | 1,8                | 1,0                         | 0,3                           | 0,5                             | 0,0                   | 0,2                                           | 0,3                                      | 0,1   | -0,2                            | —                               | —       |
| T4                                                                                           | 1,6      | 2,2                | 0,8                         | 0,3                           | 0,7                             | 0,1                   | 0,3                                           | 0,2                                      | 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 <sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

|                                                              | Total | Par statut |                                        | Par activité économique                            |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
|--------------------------------------------------------------|-------|------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                                                              |       | Salariés   | Tra-<br>vailleurs<br>indé-<br>pendants | Agricul-<br>ture,<br>sylvicul-<br>ture<br>et pêche | Industrie<br>manu-<br>factu-<br>rière,<br>énergie<br>et<br>services<br>publics | Cons-<br>truction | Commerce,<br>transport,<br>hébergement<br>et restaura-<br>tion | Information<br>et commu-<br>nication | Activités<br>finan-<br>cières<br>et d'assu-<br>rance | Activités<br>immobi-<br>lières | Activités<br>spéciali-<br>sées<br>de ser-<br>vices<br>aux entre-<br>prises et<br>de soutien | Adminis-<br>tration<br>publique,<br>en-<br>sei-gne-<br>ment,<br>santé<br>et action<br>sociale | Arts,<br>spec-<br>tacles et<br>autres<br>activités<br>de ser-<br>vices |
|                                                              | 1     | 2          | 3                                      | 4                                                  | 5                                                                              | 6                 | 7                                                              | 8                                    | 9                                                    | 10                             | 11                                                                                          | 12                                                                                            | 13                                                                     |
| <b>Personnes employées</b>                                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| <i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i> |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| 2013                                                         | 100,0 | 85,0       | 15,0                                   | 3,4                                                | 15,3                                                                           | 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                                                                    |
| 2015                                                         | 100,0 | 85,3       | 14,7                                   | 3,4                                                | 15,1                                                                           | 6,0               | 24,9                                                           | 2,7                                  | 2,6                                                  | 1,0                            | 13,3                                                                                        | 24,0                                                                                          | 7,0                                                                    |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| 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        | -0,2                                   | 0,7                                                | -0,1                                                                           | -1,8              | 0,7                                                            | 0,8                                  | -0,9                                                 | 1,0                            | 1,9                                                                                         | 0,7                                                                                           | 0,7                                                                    |
| 2015                                                         | 1,0   | 1,2        | -0,2                                   | 0,1                                                | 0,3                                                                            | -0,2              | 1,3                                                            | 1,0                                  | -0,1                                                 | 1,7                            | 2,8                                                                                         | 0,8                                                                                           | 0,6                                                                    |
| 2015 T1                                                      | 0,9   | 1,0        | -0,2                                   | -0,3                                               | 0,2                                                                            | -0,3              | 1,2                                                            | 0,4                                  | -0,5                                                 | 1,4                            | 2,6                                                                                         | 0,7                                                                                           | 0,5                                                                    |
| T2                                                           | 0,9   | 1,1        | 0,1                                    | 0,4                                                | 0,1                                                                            | 0,5               | 1,0                                                            | 0,8                                  | 0,2                                                  | 2,1                            | 2,8                                                                                         | 0,7                                                                                           | 0,4                                                                    |
| T3                                                           | 1,0   | 1,3        | -0,4                                   | 0,1                                                | 0,5                                                                            | -0,6              | 1,3                                                            | 1,4                                  | -0,1                                                 | 1,7                            | 3,0                                                                                         | 0,9                                                                                           | 0,4                                                                    |
| T4                                                           | 1,2   | 1,5        | -0,3                                   | 0,3                                                | 0,5                                                                            | -0,4              | 1,6                                                            | 1,5                                  | 0,0                                                  | 1,2                            | 3,0                                                                                         | 0,9                                                                                           | 1,3                                                                    |
| <b>Heures travaillées</b>                                    |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| <i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| 2013                                                         | 100,0 | 80,1       | 19,9                                   | 4,4                                                | 15,7                                                                           | 6,9               | 25,8                                                           | 2,9                                  | 2,8                                                  | 1,0                            | 12,5                                                                                        | 21,8                                                                                          | 6,3                                                                    |
| 2014                                                         | 100,0 | 80,3       | 19,7                                   | 4,4                                                | 15,6                                                                           | 6,7               | 25,8                                                           | 2,9                                  | 2,7                                                  | 1,0                            | 12,7                                                                                        | 21,9                                                                                          | 6,3                                                                    |
| 2015                                                         | 100,0 | 80,5       | 19,5                                   | 4,4                                                | 15,6                                                                           | 6,7               | 25,7                                                           | 2,9                                  | 2,7                                                  | 1,0                            | 12,9                                                                                        | 21,9                                                                                          | 6,3                                                                    |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| 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                                   | -0,4                                               | 0,2                                                                            | -1,7              | 0,6                                                            | 1,0                                  | -1,0                                                 | 0,6                            | 2,0                                                                                         | 1,1                                                                                           | 0,6                                                                    |
| 2015                                                         | 1,2   | 1,4        | 0,1                                    | 0,9                                                | 0,7                                                                            | 0,4               | 1,0                                                            | 1,9                                  | -0,2                                                 | 2,0                            | 3,0                                                                                         | 0,9                                                                                           | 1,0                                                                    |
| 2015 T1                                                      | 0,7   | 0,9        | -0,3                                   | 0,4                                                | 0,0                                                                            | -0,6              | 0,6                                                            | 0,7                                  | -0,9                                                 | 1,7                            | 2,4                                                                                         | 0,8                                                                                           | 1,1                                                                    |
| T2                                                           | 1,0   | 1,3        | 0,1                                    | 0,9                                                | 0,6                                                                            | 0,8               | 0,5                                                            | 1,7                                  | 0,0                                                  | 2,7                            | 3,0                                                                                         | 0,9                                                                                           | 1,0                                                                    |
| T3                                                           | 1,2   | 1,5        | 0,1                                    | 0,8                                                | 0,8                                                                            | 0,0               | 1,0                                                            | 2,7                                  | -0,4                                                 | 2,9                            | 3,5                                                                                         | 1,1                                                                                           | 1,1                                                                    |
| T4                                                           | 1,3   | 1,6        | 0,1                                    | 1,3                                                | 0,9                                                                            | 0,5               | 1,4                                                            | 2,1                                  | 0,2                                                  | 0,8                            | 2,9                                                                                         | 0,7                                                                                           | 1,5                                                                    |
| <b>Heures travaillées par personne employée</b>              |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                             |                                                                                               |                                                                        |
| 2013                                                         | -0,8  | -0,7       | -0,8                                   | 0,2                                                | -0,2                                                                           | -1,4              | -0,8                                                           | -0,4                                 | -0,5                                                 | -1,3                           | -1,1                                                                                        | -0,5                                                                                          | -1,2                                                                   |
| 2014                                                         | 0,0   | 0,1        | -0,1                                   | -1,1                                               | 0,2                                                                            | 0,1               | -0,1                                                           | 0,1                                  | -0,1                                                 | -0,4                           | 0,1                                                                                         | 0,4                                                                                           | -0,1                                                                   |
| 2015                                                         | 0,1   | 0,2        | 0,3                                    | 0,8                                                | 0,4                                                                            | 0,6               | -0,2                                                           | 0,8                                  | -0,1                                                 | 0,3                            | 0,2                                                                                         | 0,1                                                                                           | 0,3                                                                    |
| 2015 T1                                                      | -0,2  | -0,1       | -0,1                                   | 0,7                                                | -0,2                                                                           | -0,2              | -0,6                                                           | 0,3                                  | -0,4                                                 | 0,3                            | -0,3                                                                                        | 0,1                                                                                           | 0,6                                                                    |
| T2                                                           | 0,1   | 0,2        | 0,0                                    | 0,5                                                | 0,4                                                                            | 0,3               | -0,5                                                           | 0,8                                  | -0,1                                                 | 0,6                            | 0,2                                                                                         | 0,2                                                                                           | 0,6                                                                    |
| T3                                                           | 0,2   | 0,3        | 0,4                                    | 0,7                                                | 0,3                                                                            | 0,6               | -0,3                                                           | 1,2                                  | -0,3                                                 | 1,2                            | 0,5                                                                                         | 0,2                                                                                           | 0,7                                                                    |
| T4                                                           | 0,1   | 0,1        | 0,5                                    | 1,0                                                | 0,5                                                                            | 0,9               | -0,1                                                           | 0,6                                  | 0,2                                                  | -0,4                           | -0,1                                                                                        | -0,3                                                                                          | 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-<br>lation<br>active,<br>millions<br><sup>1)</sup> | Sous-<br>emploi,<br>% de la<br>popu-<br>lation<br>active <sup>1)</sup> | Chômage  |                                      |                                                                                 |          |                                      |          |                                      |          |                                      |          |                                      | Taux de<br>vacance<br>d'em-<br>ploi <sup>2)</sup> |
|--------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|---------------------------------------------------|
|                    |                                                         |                                                                        | Total    |                                      | Chômage<br>de longue<br>durée,<br>% de la<br>population<br>active <sup>1)</sup> | Par âge  |                                      |          |                                      | Par sexe |                                      |          |                                      | % du<br>total des<br>postes                       |
|                    |                                                         |                                                                        | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active |                                                                                 | Adultes  |                                      | Jeunes   |                                      | Hommes   |                                      | Femmes   |                                      |                                                   |
|                    |                                                         |                                                                        |          |                                      |                                                                                 | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>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                                                                    | 19,218   | 12,0                                 | 5,9                                                                             | 15,623   | 10,7                                 | 3,595    | 24,4                                 | 10,300   | 11,9                                 | 8,918    | 12,1                                 | 1,4                                               |
| 2014               | 160,308                                                 | 4,6                                                                    | 18,630   | 11,6                                 | 6,1                                                                             | 15,214   | 10,4                                 | 3,416    | 23,7                                 | 9,932    | 11,5                                 | 8,698    | 11,8                                 | 1,5                                               |
| 2015               | 160,556                                                 | .                                                                      | 17,437   | 10,9                                 | 5,6                                                                             | 14,293   | 9,8                                  | 3,144    | 22,3                                 | 9,251    | 10,7                                 | 8,186    | 11,0                                 | 1,6                                               |
| 2015 T1            | 160,090                                                 | 4,7                                                                    | 17,965   | 11,2                                 | 5,9                                                                             | 14,729   | 10,1                                 | 3,236    | 22,7                                 | 9,536    | 11,0                                 | 8,428    | 11,4                                 | 1,6                                               |
| T2                 | 160,462                                                 | 4,6                                                                    | 17,699   | 11,0                                 | 5,7                                                                             | 14,530   | 9,9                                  | 3,168    | 22,4                                 | 9,393    | 10,9                                 | 8,306    | 11,2                                 | 1,5                                               |
| T3                 | 160,591                                                 | 4,4                                                                    | 17,196   | 10,7                                 | 5,3                                                                             | 14,083   | 9,6                                  | 3,113    | 22,2                                 | 9,132    | 10,6                                 | 8,064    | 10,9                                 | 1,5                                               |
| T4                 | 161,081                                                 | .                                                                      | 16,890   | 10,5                                 | 5,4                                                                             | 13,830   | 9,4                                  | 3,060    | 21,9                                 | 8,941    | 10,3                                 | 7,948    | 10,7                                 | 1,6                                               |
| 2015 Septembre     | –                                                       | –                                                                      | 17,083   | 10,6                                 | –                                                                               | 13,977   | 9,5                                  | 3,106    | 22,1                                 | 9,067    | 10,5                                 | 8,017    | 10,8                                 | –                                                 |
| Octobre            | –                                                       | –                                                                      | 17,020   | 10,6                                 | –                                                                               | 13,919   | 9,5                                  | 3,101    | 22,1                                 | 9,022    | 10,4                                 | 7,997    | 10,8                                 | –                                                 |
| Novembre           | –                                                       | –                                                                      | 16,858   | 10,5                                 | –                                                                               | 13,811   | 9,4                                  | 3,047    | 21,9                                 | 8,905    | 10,3                                 | 7,952    | 10,7                                 | –                                                 |
| Décembre           | –                                                       | –                                                                      | 16,791   | 10,4                                 | –                                                                               | 13,759   | 9,4                                  | 3,033    | 21,8                                 | 8,896    | 10,3                                 | 7,895    | 10,6                                 | –                                                 |
| 2016 Janvier       | –                                                       | –                                                                      | 16,673   | 10,4                                 | –                                                                               | 13,663   | 9,3                                  | 3,010    | 21,7                                 | 8,795    | 10,2                                 | 7,878    | 10,6                                 | –                                                 |
| Février            | –                                                       | –                                                                      | 16,634   | 10,3                                 | –                                                                               | 13,622   | 9,3                                  | 3,011    | 21,6                                 | 8,812    | 10,2                                 | 7,822    | 10,5                                 | –                                                 |

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-<br>struction | Indicateur<br>BCE relatif<br>aux entrées<br>de<br>commandes<br>dans<br>l'industrie | Ventes au détail |                                                           |                                      |            | Nouvelles<br>immatricu-<br>lations de<br>voitures<br>particulières |
|----------------------------------------------------|------------------------------|------|---------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------|--------------------------------------------------------------------|
|                                                    | Total (hors<br>construction) |      | Principaux secteurs industriels       |                                   |                            |                               |                   |                                                                                    | Total            | Produits<br>alimen-<br>taires,<br>bois-<br>sons,<br>tabac | Produits<br>non<br>alimen-<br>taires | Carburants |                                                                    |
|                                                    |                              |      | Industrie<br>manu-<br>factu-<br>rière | Biens<br>inter-<br>mé-<br>diaires | Biens<br>d'équi-<br>pement | Biens de<br>consom-<br>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                                               | -0,6                         | -0,6 | -0,9                                  | -0,5                              | -0,4                       | -0,8                          | -2,3              | -0,1                                                                               | -0,6             | -0,6                                                      | -1,0                                 | -0,8       | -4,4                                                               |
| 2014                                               | 0,9                          | 1,8  | 1,3                                   | 1,8                               | 2,6                        | -5,4                          | 1,7               | 3,3                                                                                | 1,5              | 0,7                                                       | 1,6                                  | -0,1       | 3,8                                                                |
| 2015                                               | 1,6                          | 1,8  | 0,9                                   | 2,1                               | 2,1                        | 0,5                           | -0,9              | 2,6                                                                                | 2,7              | 1,7                                                       | 2,8                                  | 2,7        | 8,9                                                                |
| 2015 T2                                            | 1,5                          | 1,8  | 1,0                                   | 2,8                               | 1,1                        | -0,9                          | -1,0              | 5,4                                                                                | 2,7              | 1,7                                                       | 3,0                                  | 2,9        | 6,9                                                                |
| T3                                                 | 1,9                          | 2,2  | 1,0                                   | 2,7                               | 2,8                        | 0,0                           | -1,1              | 2,2                                                                                | 3,4              | 2,6                                                       | 3,4                                  | 3,0        | 9,4                                                                |
| T4                                                 | 1,3                          | 1,7  | 1,6                                   | 1,7                               | 1,7                        | -2,0                          | 0,3               | 1,6                                                                                | 2,4              | 1,2                                                       | 2,5                                  | 2,1        | 10,4                                                               |
| 2016 T1                                            | .                            | .    | .                                     | .                                 | .                          | .                             | .                 | .                                                                                  | .                | .                                                         | .                                    | .          | 9,4                                                                |
| 2015 Octobre                                       | 2,1                          | 2,3  | 1,6                                   | 3,6                               | 1,3                        | 0,9                           | 0,0               | 0,7                                                                                | 2,5              | 1,2                                                       | 2,8                                  | 1,4        | 5,8                                                                |
| Novembre                                           | 1,8                          | 2,0  | 2,3                                   | 2,0                               | 1,5                        | -0,3                          | 0,4               | 3,4                                                                                | 2,1              | 1,0                                                       | 2,1                                  | 2,1        | 10,9                                                               |
| Décembre                                           | -0,1                         | 0,8  | 0,9                                   | -0,4                              | 2,4                        | -6,0                          | 0,5               | 0,6                                                                                | 2,5              | 1,4                                                       | 2,6                                  | 2,8        | 15,1                                                               |
| 2016 Janvier                                       | 2,9                          | 3,9  | 2,0                                   | 4,2                               | 6,5                        | -2,8                          | 4,9               | 1,6                                                                                | 2,0              | 1,2                                                       | 2,5                                  | -0,6       | 10,9                                                               |
| Février                                            | 0,8                          | 1,8  | 1,9                                   | 3,0                               | 0,8                        | -5,2                          | 2,5               | .                                                                                  | 2,4              | 2,9                                                       | 1,7                                  | -0,5       | 10,3                                                               |
| Mars                                               | .                            | .    | .                                     | .                                 | .                          | .                             | .                 | .                                                                                  | .                | .                                                         | .                                    | .          | 7,6                                                                |
| variations mensuelles en pourcentage (données cvs) |                              |      |                                       |                                   |                            |                               |                   |                                                                                    |                  |                                                           |                                      |            |                                                                    |
| 2015 Octobre                                       | 0,7                          | 0,5  | 0,1                                   | 1,1                               | 0,7                        | 1,8                           | 0,4               | 1,6                                                                                | -0,1             | -0,3                                                      | 0,1                                  | -0,3       | -1,1                                                               |
| Novembre                                           | -0,1                         | -0,1 | 0,8                                   | -1,3                              | 0,1                        | -1,8                          | 1,1               | 0,9                                                                                | 0,1              | 0,0                                                       | -0,1                                 | 0,4        | 2,4                                                                |
| Décembre                                           | -0,5                         | -0,2 | -0,2                                  | -0,6                              | 0,3                        | -3,3                          | -0,7              | 0,0                                                                                | 0,6              | 0,6                                                       | 0,7                                  | 1,3        | 4,9                                                                |
| 2016 Janvier                                       | 1,9                          | 1,8  | 0,9                                   | 2,9                               | 2,6                        | 3,1                           | 2,4               | -0,9                                                                               | 0,3              | 0,4                                                       | 0,5                                  | -0,1       | 1,3                                                                |
| Février                                            | -0,8                         | -0,8 | 0,0                                   | -0,3                              | -1,7                       | -1,2                          | -1,1              | .                                                                                  | 0,2              | 0,5                                                       | -0,2                                 | -0,2       | -0,9                                                               |
| Mars                                               | .                            | .    | .                                     | .                                 | .                          | .                             | .                 | .                                                                                  | .                | .                                                         | .                                    | .          | -2,3                                                               |

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<br>(soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire) |                                          |                                                       |                                           |                                                            |                                               |                                                      |                                                       | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion) |                                          |                                       |                                     |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
|              | Indicateur du climat économique<br>(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                                          | 6,8                                                  | —                                                     | 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 T2      | 103,6                                                                                                                                                   | -3,2                                     | 81,1                                                  | -5,2                                      | -24,4                                                      | 0,0                                           | 7,7                                                  | 88,3                                                  | 52,3                                                             | 53,4                                     | 54,1                                  | 53,9                                |
| T3           | 104,4                                                                                                                                                   | -2,9                                     | 81,3                                                  | -7,0                                      | -22,5                                                      | 3,0                                           | 10,4                                                 | 88,4                                                  | 52,3                                                             | 53,6                                     | 54,0                                  | 53,9                                |
| T4           | 106,2                                                                                                                                                   | -2,4                                     | 81,7                                                  | -6,4                                      | -18,4                                                      | 5,1                                           | 12,6                                                 | 88,6                                                  | 52,8                                                             | 54,0                                     | 54,2                                  | 54,1                                |
| 2016 T1      | 104,0                                                                                                                                                   | -3,8                                     | .                                                     | -8,3                                      | -19,1                                                      | 2,0                                           | 10,6                                                 | .                                                     | 51,7                                                             | 52,9                                     | 53,3                                  | 53,2                                |
| 2015 Octobre | 106,0                                                                                                                                                   | -1,9                                     | 81,5                                                  | -7,5                                      | -20,1                                                      | 6,5                                           | 12,3                                                 | 88,7                                                  | 52,3                                                             | 53,6                                     | 54,1                                  | 53,9                                |
| Novembre     | 105,9                                                                                                                                                   | -3,3                                     | —                                                     | -5,9                                      | -17,5                                                      | 5,8                                           | 12,7                                                 | —                                                     | 52,8                                                             | 54,0                                     | 54,2                                  | 54,2                                |
| Décembre     | 106,6                                                                                                                                                   | -2,0                                     | —                                                     | -5,7                                      | -17,6                                                      | 2,9                                           | 12,8                                                 | —                                                     | 53,2                                                             | 54,5                                     | 54,2                                  | 54,3                                |
| 2016 Janvier | 105,0                                                                                                                                                   | -3,1                                     | 81,9                                                  | -6,3                                      | -19,0                                                      | 2,7                                           | 11,5                                                 | 88,5                                                  | 52,3                                                             | 53,4                                     | 53,6                                  | 53,6                                |
| Février      | 103,9                                                                                                                                                   | -4,1                                     | —                                                     | -8,8                                      | -17,6                                                      | 1,4                                           | 10,8                                                 | —                                                     | 51,2                                                             | 52,3                                     | 53,3                                  | 53,0                                |
| Mars         | 103,0                                                                                                                                                   | -4,2                                     | —                                                     | -9,7                                      | -20,8                                                      | 1,8                                           | 9,6                                                  | —                                                     | 51,6                                                             | 53,1                                     | 53,1                                  | 53,1                                |

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

### 3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

|         | Ménages                                           |                |                                     |                          |                                     |                            |                       | Sociétés non financières                  |                      |                              |                                     |                                     |             |
|---------|---------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------------|-------------------------------------------|----------------------|------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------|
|         | Taux d'épargne (brut) <sup>1)</sup>               | Ratio de dette | Revenu disponible brut réel         | Investissement financier | Investissement non financier (brut) | Valeur nette <sup>2)</sup> | Patrimoine immobilier | Participation aux bénéfices <sup>3)</sup> | Taux d'épargne (net) | Ratio de dette <sup>4)</sup> | 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           | -1,7                                | 1,7                      | -5,3                                | -0,1                       | -3,0                  | 30,9                                      | 1,5                  | 132,7                        | 1,5                                 | -6,6                                | 1,2         |
| 2013    | 12,7                                              | 97,3           | -0,3                                | 1,2                      | -4,1                                | 0,5                        | -1,8                  | 32,2                                      | 3,3                  | 130,3                        | 2,1                                 | -1,4                                | 0,9         |
| 2014    | 12,7                                              | 96,6           | 0,7                                 | 1,8                      | 0,9                                 | 2,8                        | 1,2                   | 31,9                                      | 3,7                  | 131,5                        | 1,6                                 | 3,3                                 | 0,9         |
| 2015 T1 | 12,7                                              | 96,0           | 1,8                                 | 2,0                      | -0,4                                | 4,0                        | 1,5                   | 32,3                                      | 4,4                  | 134,0                        | 2,0                                 | 2,8                                 | 1,2         |
| T2      | 12,8                                              | 95,7           | 2,0                                 | 2,0                      | -0,4                                | 2,7                        | 1,6                   | 33,1                                      | 5,1                  | 133,1                        | 2,6                                 | 4,8                                 | 1,4         |
| T3      | 12,7                                              | 95,6           | 1,6                                 | 2,0                      | 1,3                                 | 2,6                        | 2,0                   | 33,0                                      | 5,4                  | 132,0                        | 3,0                                 | 3,7                                 | 1,7         |
| T4      | .                                                 | .              | 1,5                                 | 2,2                      | 4,1                                 | 3,4                        | 2,9                   | 33,9                                      | 7,0                  | 131,8                        | 3,3                                 | 8,7                                 | 1,7         |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

## 3 Activité économique

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

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

|                                                |           | Compte des transactions courantes |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     |       | Compte de capital <sup>1)</sup> |       |
|------------------------------------------------|-----------|-----------------------------------|---------|-------|---------|---------|----------|-------|-------------------|-------|---------------------|-------|---------------------------------|-------|
|                                                |           | Total                             |         |       | Biens   |         | Services |       | Revenus primaires |       | Revenus secondaires |       |                                 |       |
|                                                |           | Crédit                            | Débit   | 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        | 892,4                             | 808,1   | 84,3  | 514,7   | 439,0   | 187,7    | 170,5 | 164,7             | 138,9 | 25,4                | 59,7  | 8,8                             | 7,6   |
|                                                | T2        | 905,2                             | 822,5   | 82,8  | 525,8   | 445,3   | 190,5    | 171,8 | 162,6             | 146,9 | 26,4                | 58,4  | 9,7                             | 37,4  |
|                                                | T3        | 892,6                             | 810,3   | 82,3  | 514,2   | 434,6   | 190,5    | 174,5 | 162,6             | 144,0 | 25,3                | 57,2  | 9,7                             | 4,1   |
|                                                | T4        | 894,9                             | 810,6   | 84,3  | 515,8   | 431,9   | 195,3    | 180,5 | 157,7             | 140,8 | 26,0                | 57,4  | 15,4                            | 8,9   |
| 2015                                           | Septembre | 298,9                             | 268,1   | 30,7  | 171,6   | 143,8   | 63,5     | 58,4  | 55,5              | 47,1  | 8,2                 | 18,9  | 3,0                             | 1,6   |
|                                                | Octobre   | 300,8                             | 272,9   | 27,9  | 172,8   | 144,8   | 64,8     | 60,6  | 54,3              | 48,0  | 8,8                 | 19,5  | 4,9                             | 1,8   |
|                                                | Novembre  | 299,1                             | 269,5   | 29,5  | 172,0   | 144,2   | 65,4     | 59,7  | 52,9              | 46,3  | 8,8                 | 19,3  | 4,3                             | 1,9   |
|                                                | Décembre  | 295,0                             | 268,2   | 26,9  | 170,9   | 142,9   | 65,1     | 60,1  | 50,5              | 46,6  | 8,5                 | 18,6  | 6,3                             | 5,2   |
| 2016                                           | Janvier   | 292,4                             | 264,9   | 27,5  | 171,9   | 141,5   | 64,0     | 60,3  | 48,0              | 44,8  | 8,5                 | 18,4  | 2,7                             | 3,5   |
|                                                | Février   | 288,2                             | 269,1   | 19,0  | 166,5   | 141,8   | 64,3     | 57,5  | 48,9              | 47,5  | 8,6                 | 22,3  | 3,5                             | 1,2   |
| flux cumulés sur 12 mois                       |           |                                   |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     |       |                                 |       |
| 2016                                           | Février   | 3 576,0                           | 3 254,5 | 321,5 | 2 067,0 | 1 747,1 | 768,0    | 702,9 | 638,0             | 571,3 | 103,0               | 233,3 | 44,6                            | 57,6  |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |           |                                   |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     |       |                                 |       |
| 2016                                           | Février   | 34,4                              | 31,3    | 3,1   | 19,9    | 16,8    | 7,4      | 6,8   | 6,1               | 5,5   | 1,0                 | 2,2   | 0,4                             | 0,6   |

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

### 3.9 Échanges de biens de la zone euro <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

|                                                                                               |           | Total (données brutes) |              | Exportations (FAB) |                      |                    |                                      |       | Importations (CAF) |                      |                    |                                      |       |         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------------------------|--------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------------------------|-------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------------------------|-------|---------|
|                                                                                               |           | Exportations           | Importations | Total              |                      |                    | Pour mémoire : produits manufacturés |       | Total              |                      |                    | Pour mémoire : Produits manufacturés |       | Pétrole |
|                                                                                               |           | 1                      | 2            | 3                  | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation                | 7     | 8                  | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation                | 11    | 13      |
| Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |       |                    |                      |                    |                                      |       |         |
| 2015                                                                                          | T1        | 5,6                    | 1,9          | 510,2              | 241,7                | 106,1              | 149,8                                | 423,0 | 448,7              | 260,2                | 70,8               | 109,7                                | 315,7 | 55,5    |
|                                                                                               | T2        | 8,2                    | 4,2          | 514,0              | 242,6                | 106,0              | 153,4                                | 429,4 | 453,8              | 265,2                | 70,7               | 110,8                                | 317,9 | 60,0    |
|                                                                                               | T3        | 4,5                    | 0,9          | 507,8              | 235,0                | 105,7              | 153,7                                | 423,5 | 446,4              | 255,0                | 71,3               | 113,3                                | 318,2 | 51,0    |
|                                                                                               | T4        | 3,4                    | 2,3          | 509,7              | 238,5                | 105,2              | 154,8                                | 426,4 | 445,4              | 250,2                | 72,7               | 114,7                                | 324,7 | 45,5    |
| 2015                                                                                          | Septembre | 0,8                    | -0,4         | 167,9              | 77,7                 | 35,2               | 50,4                                 | 141,1 | 148,3              | 84,3                 | 23,9               | 37,8                                 | 107,0 | 15,8    |
|                                                                                               | Octobre   | 0,4                    | -0,6         | 168,3              | 79,9                 | 34,9               | 50,8                                 | 142,8 | 148,8              | 84,5                 | 24,8               | 37,7                                 | 107,6 | 16,1    |
|                                                                                               | Novembre  | 6,2                    | 4,4          | 170,9              | 78,8                 | 35,1               | 51,7                                 | 141,2 | 148,3              | 82,8                 | 24,1               | 38,3                                 | 107,9 | 14,5    |
|                                                                                               | Décembre  | 4,0                    | 3,5          | 170,5              | 79,7                 | 35,2               | 52,3                                 | 142,5 | 148,4              | 82,9                 | 23,9               | 38,7                                 | 109,2 | 14,9    |
| 2016                                                                                          | Janvier   | -2,0                   | -2,8         | 166,9              | 77,7                 | 33,1               | 50,5                                 | 139,1 | 144,1              | 79,4                 | 22,7               | 38,2                                 | 105,1 | 12,3    |
|                                                                                               | Février   | 1,3                    | 2,1          | 168,0              | .                    | .                  | .                                    | 139,9 | 147,8              | .                    | .                  | .                                    | 110,9 | .       |
| Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |       |                    |                      |                    |                                      |       |         |
| 2015                                                                                          | T1        | 2,6                    | 5,0          | 119,1              | 115,3                | 121,2              | 123,5                                | 119,0 | 106,7              | 106,6                | 107,9              | 105,8                                | 108,8 | 106,1   |
|                                                                                               | T2        | 2,9                    | 2,4          | 117,1              | 113,6                | 119,1              | 121,5                                | 118,2 | 104,2              | 104,1                | 104,0              | 104,7                                | 107,2 | 99,4    |
|                                                                                               | T3        | 1,3                    | 3,0          | 116,8              | 111,9                | 118,9              | 122,5                                | 117,0 | 106,0              | 105,7                | 106,9              | 106,7                                | 107,9 | 99,5    |
|                                                                                               | T4        | 0,8                    | 5,2          | 117,8              | 115,2                | 117,8              | 122,6                                | 117,5 | 107,8              | 108,6                | 106,5              | 107,6                                | 110,1 | 103,4   |
| 2015                                                                                          | Août      | 2,2                    | 5,3          | 115,1              | 110,6                | 116,6              | 121,4                                | 114,2 | 105,2              | 105,4                | 106,3              | 105,7                                | 105,4 | 100,7   |
|                                                                                               | Septembre | -1,5                   | 2,5          | 116,4              | 111,7                | 119,7              | 120,5                                | 117,4 | 106,5              | 106,8                | 106,5              | 106,3                                | 108,7 | 100,8   |
|                                                                                               | Octobre   | -1,7                   | 3,3          | 117,1              | 115,4                | 118,5              | 122,0                                | 118,8 | 107,5              | 108,3                | 111,1              | 106,2                                | 110,2 | 103,8   |
|                                                                                               | Novembre  | 3,7                    | 7,4          | 118,5              | 114,3                | 118,5              | 122,4                                | 116,9 | 107,5              | 107,2                | 106,7              | 108,0                                | 110,2 | 96,2    |
|                                                                                               | Décembre  | 0,5                    | 5,0          | 117,8              | 115,9                | 116,5              | 123,5                                | 116,8 | 108,4              | 110,3                | 101,8              | 108,8                                | 109,9 | 110,2   |
| 2016                                                                                          | Janvier   | -3,7                   | -0,6         | 116,8              | 114,2                | 111,0              | 120,8                                | 115,2 | 107,5              | 108,1                | 101,1              | 106,6                                | 106,7 | 108,2   |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|                    | Total               |                                              |      |       |          | Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) |                                   |                                       |                                    |                          |          | 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                              | 7,4                                   | 26,3                               | 10,6                     | 43,5     | 86,7                              | 13,3             |
| 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 T2            | 100,5               | 0,2                                          | 0,8  | -0,5  | 1,1      | 0,5                                                                        | 0,3                               | 0,6                                   | 0,2                                | 2,4                      | 0,3      | 0,1                               | 0,9              |
| T3                 | 100,0               | 0,1                                          | 0,9  | -0,8  | 1,2      | 0,0                                                                        | 0,2                               | 0,4                                   | 0,2                                | -2,5                     | 0,4      | 0,0                               | 0,9              |
| T4                 | 100,2               | 0,2                                          | 1,0  | -0,6  | 1,2      | -0,1                                                                       | 0,1                               | 0,9                                   | 0,1                                | -3,0                     | 0,2      | 0,1                               | 0,6              |
| 2016 T1            | 99,2                | 0,0                                          | 1,0  | -0,8  | 1,1      | -0,4                                                                       | 0,1                               | -0,8                                  | 0,2                                | -4,4                     | 0,2      | 0,0                               | 0,3              |
| 2015 Octobre       | 100,3               | 0,1                                          | 1,1  | -0,8  | 1,3      | 0,1                                                                        | 0,0                               | 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                               | -0,3                                  | 0,0                                | 0,0                      | 0,0      | 0,1                               | 0,6              |
| Décembre           | 100,2               | 0,2                                          | 0,9  | -0,5  | 1,1      | -0,2                                                                       | 0,0                               | -0,7                                  | 0,0                                | -1,8                     | 0,0      | 0,2                               | 0,7              |
| 2016 Janvier       | 98,7                | 0,3                                          | 1,0  | -0,3  | 1,2      | -0,2                                                                       | 0,0                               | -0,3                                  | 0,1                                | -2,7                     | 0,1      | 0,3                               | 0,3              |
| Février            | 98,9                | -0,2                                         | 0,8  | -1,0  | 0,9      | -0,1                                                                       | 0,0                               | -0,1                                  | 0,0                                | -1,3                     | 0,0      | -0,2                              | 0,3              |
| Mars               | 100,1               | 0,0                                          | 1,0  | -1,1  | 1,4      | 0,3                                                                        | 0,0                               | 0,5                                   | 0,0                                | 1,0                      | 0,3      | -0,1                              | 0,4              |

|                    | Biens                                                     |                                                   |                                                          |                       |                                                  |         | Services |     |            |                     |                                              |        |  |
|--------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------|---------|----------|-----|------------|---------------------|----------------------------------------------|--------|--|
|                    | Alimentation (y compris<br>boissons alcoolisées et tabac) |                                                   |                                                          | Produits manufacturés |                                                  |         | Logement |     | Transports | Communi-<br>cations | Services<br>de loisirs<br>et per-<br>sonnels | Divers |  |
|                    | Total                                                     | Produits<br>alimen-<br>taires<br>transfor-<br>més | Produits<br>alimen-<br>taires<br>non<br>transfor-<br>més | Total                 | Produits<br>manu-<br>facturés<br>hors<br>énergie | Énergie | Loyers   |     |            |                     |                                              |        |  |
|                    | 14                                                        | 15                                                | 16                                                       | 17                    | 18                                               | 19      | 20       | 21  | 22         | 23                  | 24                                           | 25     |  |
| % du total en 2015 | 19,7                                                      | 12,2                                              | 7,4                                                      | 36,9                  | 26,3                                             | 10,6    | 10,6     | 6,3 | 7,4        | 3,1                 | 14,9                                         | 7,4    |  |
| 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 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    |  |
| 2016 T1            | 0,8                                                       | 0,6                                               | 1,1                                                      | -1,7                  | 0,6                                              | -7,4    | 1,1      | 1,0 | 0,6        | 0,0                 | 1,6                                          | 1,2    |  |
| 2015 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            | 0,6                                                       | 0,6                                               | 0,6                                                      | -1,9                  | 0,7                                              | -8,1    | 1,1      | 1,0 | 0,4        | -0,1                | 1,0                                          | 1,3    |  |
| Mars               | 0,8                                                       | 0,4                                               | 1,3                                                      | -2,1                  | 0,5                                              | -8,7    | 1,1      | 1,0 | 0,7        | 0,1                 | 2,1                                          | 1,3    |  |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|                    | Prix à la production hors construction |       |                                        |       |                              |                            |                       |                                                        |         |                                      | Construc-<br>tion | Prix de<br>l'immo-<br>bilier<br>résiden-<br>tiel <sup>1)</sup> | Indicateur<br>expérimen-<br>tal<br>relatif<br>aux prix de<br>l'immobilier<br>commer-<br>cial <sup>1)</sup> |
|--------------------|----------------------------------------|-------|----------------------------------------|-------|------------------------------|----------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Total<br>(indice :<br>2010 =<br>100)   | Total | Industrie hors construction et énergie |       |                              |                            |                       |                                                        | Énergie |                                      |                   |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                        |       | Secteur<br>manu-<br>facturier          | Total | Biens<br>intermé-<br>diaires | Biens<br>d'équi-<br>pement | Biens de consommation |                                                        |         |                                      |                   |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                        |       |                                        |       |                              |                            | Total                 | Produits<br>alimen-<br>taires,<br>boissons<br>et tabac |         | Produits<br>non<br>alimen-<br>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               | 1,6                                                            | .                                                                                                          |
| 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               | 1,2                                                            | 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               | 1,6                                                            | 5,1                                                                                                        |
| T4                 | 102,7                                  | -3,1  | -2,5                                   | -0,7  | -2,0                         | 0,6                        | -0,2                  | -0,3                                                   | 0,2     | -9,4                                 | -0,1              | 2,3                                                            | .                                                                                                          |
| 2015 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                         | 0,5                        | -0,3                  | -0,4                                                   | 0,2     | -8,9                                 | —                 | —                                                              | —                                                                                                          |
| 2016 Janvier       | 100,9                                  | -3,0  | -2,0                                   | -0,7  | -1,8                         | 0,4                        | -0,2                  | -0,2                                                   | 0,1     | -9,1                                 | —                 | —                                                              | —                                                                                                          |
| Février            | 100,2                                  | -4,2  | -3,0                                   | -0,8  | -2,1                         | 0,4                        | -0,4                  | -0,5                                                   | -0,1    | -12,8                                | —                 | —                                                              | —                                                                                                          |

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<br>pétrole<br>(euros<br>par baril) | Prix des matières premières hors énergie                 |                   |                          |                                                       |                   |                          |
|---------------|---------------------------------------------|-------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|
|               | Total<br>(cvs ;<br>indice<br>2010<br>= 100) | Total | Demande intérieure |                             |                               |                                          | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |                                            | Pondération fondée<br>sur les importations <sup>2)</sup> |                   |                          | Pondération fondée<br>sur l'utilisation <sup>2)</sup> |                   |                          |
|               |                                             |       | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation<br>brute<br>de capital<br>fixe |                                 |                                 |                                            | Total                                                    | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>taires | Total                                                 | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>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 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                    |
| 2016 T1       | .                                           | .     | .                  | .                           | .                             | .                                        | .                               | .                               | 32,5                                       | -13,3                                                    | -4,8              | -18,2                    | -13,7                                                 | -9,8              | -17,2                    |
| 2015 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                                       | -14,4                                                    | -5,5              | -19,5                    | -14,1                                                 | -9,5              | -18,3                    |
| Mars          | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 36,5                                       | -10,8                                                    | -5,1              | -14,1                    | -12,3                                                 | -10,2             | -14,2                    |

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<br>auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs<br>(soldes d'opinion en pourcentage) |                       |          |              |                                                                                | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion) |          |                             |          |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----------|-----------------------------|----------|
|              | Anticipations relatives aux prix de vente<br>(pour les trois prochains mois)                                                    |                       |          |              | Évolution<br>des prix à la<br>consomma-<br>tion sur les<br>12 derniers<br>mois | Prix des consommations<br>intermédiaires                         |          | Prix facturés               |          |
|              | Industrie<br>manufacturière                                                                                                     | Commerce<br>de détail | Services | Construction |                                                                                | Industrie<br>manufacturière                                      | Services | Industrie<br>manufacturière | Services |
|              | 1                                                                                                                               | 2                     | 3        | 4            | 5                                                                              | 6                                                                | 7        | 8                           | 9        |
| 1999-2013    | 4,8                                                                                                                             | —                     | —        | -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 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           | -2,2                                                                                                                            | 1,9                   | 3,7      | -8,6         | -0,8                                                                           | 45,6                                                             | 53,6     | 49,2                        | 49,6     |
| 2016 T1      | -4,7                                                                                                                            | 0,8                   | 3,4      | -9,3         | -1,7                                                                           | 41,5                                                             | 52,5     | 47,7                        | 49,0     |
| 2015 Octobre | -2,5                                                                                                                            | 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      | -5,6                                                                                                                            | 1,5                   | 3,4      | -10,4        | -1,4                                                                           | 40,8                                                             | 52,4     | 47,6                        | 48,9     |
| Mars         | -4,4                                                                                                                            | 0,5                   | 3,7      | -9,4         | -2,9                                                                           | 41,6                                                             | 52,5     | 47,1                        | 49,1     |

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<br>(indice :<br>2012 = 100) | Total | Par composante             |                                           | Pour une sélection d'activités |                                             | Pour mémoire :<br>indicateur<br>des salaires<br>négociés <sup>1)</sup> |
|--------------------|-----------------------------------|-------|----------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                    | 1                                 | 2     | Salaires<br>et traitements | Cotisations<br>sociales des<br>employeurs | Économie<br>marchande          | Principalement<br>économie<br>non marchande |                                                                        |
|                    | 1                                 | 2     | 3                          | 4                                         | 5                              | 6                                           | 7                                                                      |
| % du total en 2012 | 100,0                             | 100,0 | 74,6                       | 25,4                                      | 69,3                           | 30,7                                        |                                                                        |
| 2013               | 101,4                             | 1,4   | 1,5                        | 1,1                                       | 1,2                            | 1,9                                         | 1,8                                                                    |
| 2014               | 102,7                             | 1,3   | 1,3                        | 1,2                                       | 1,3                            | 1,2                                         | 1,7                                                                    |
| 2015               | 104,2                             | 1,5   | 1,8                        | 0,6                                       | 1,6                            | 1,4                                         | 1,5                                                                    |
| 2015 T1            | 97,6                              | 1,9   | 2,1                        | 1,1                                       | 2,0                            | 1,5                                         | 1,5                                                                    |
| T2                 | 108,3                             | 1,7   | 2,2                        | 0,4                                       | 1,8                            | 1,6                                         | 1,5                                                                    |
| T3                 | 101,6                             | 1,1   | 1,5                        | 0,2                                       | 1,2                            | 0,9                                         | 1,5                                                                    |
| T4                 | 109,4                             | 1,3   | 1,5                        | 0,7                                       | 1,2                            | 1,6                                         | 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<br>(indice :<br>2010 = 100) | Total | Par activité économique                  |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
|------------------------------------|-----------------------------------|-------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
|                                    | 1                                 | 2     | Agriculture,<br>sylviculture<br>et pêche | Industrie<br>manufacturière,<br>énergie<br>et services<br>publics | Construction | Commerce,<br>transport,<br>hébergement<br>et restauration | Information<br>et communi-<br>cation | Activités<br>financières<br>et d'assu-<br>rance | Activités<br>immobilières | Activités<br>spécialisées<br>de services<br>aux entre-<br>prises et de<br>soutien | Adminis-<br>tration<br>publique,<br>enseigne-<br>ment,<br>santé<br>et action<br>sociale | Arts,<br>spectacles<br>et autres<br>activités<br>de services |
|                                    |                                   |       | 3                                        | 4                                                                 | 5            | 6                                                         | 7                                    | 8                                               | 9                         | 10                                                                                | 11                                                                                      | 12                                                           |
| Coûts unitaires de main-d'œuvre    |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
| 2013                               | 103,7                             | 1,2   | -1,2                                     | 2,1                                                               | 0,3          | 0,9                                                       | -1,6                                 | 3,6                                             | -2,9                      | 1,0                                                                               | 1,4                                                                                     | 2,1                                                          |
| 2014                               | 104,7                             | 1,0   | -4,0                                     | 1,4                                                               | 0,7          | 0,5                                                       | 0,8                                  | 1,3                                             | 1,4                       | 2,1                                                                               | 1,2                                                                                     | 0,7                                                          |
| 2015                               | 105,4                             | 0,6   | 0,3                                      | 0,1                                                               | 0,4          | 0,6                                                       | 0,6                                  | 0,1                                             | 3,3                       | 1,6                                                                               | 1,1                                                                                     | 0,9                                                          |
| 2015 T1                            | 105,1                             | 0,8   | -0,3                                     | 0,6                                                               | 1,2          | 0,6                                                       | -0,2                                 | -0,1                                            | 3,4                       | 2,3                                                                               | 1,2                                                                                     | 1,0                                                          |
| T2                                 | 105,3                             | 0,7   | 0,6                                      | 0,3                                                               | 0,9          | 0,4                                                       | 0,3                                  | 0,1                                             | 3,3                       | 1,4                                                                               | 1,1                                                                                     | 1,2                                                          |
| T3                                 | 105,6                             | 0,7   | 0,8                                      | 0,0                                                               | 0,3          | 0,6                                                       | 1,3                                  | 1,1                                             | 3,1                       | 1,9                                                                               | 1,2                                                                                     | 0,8                                                          |
| T4                                 | 106,1                             | 0,9   | 0,4                                      | 0,9                                                               | -0,2         | 1,4                                                       | 0,8                                  | 0,5                                             | 3,3                       | 1,1                                                                               | 1,5                                                                                     | 0,7                                                          |
| Rémunération par tête              |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
| 2013                               | 105,2                             | 1,6   | 3,7                                      | 2,7                                                               | 1,2          | 0,8                                                       | 0,6                                  | 2,0                                             | 0,0                       | 1,1                                                                               | 1,6                                                                                     | 1,8                                                          |
| 2014                               | 106,6                             | 1,3   | -1,6                                     | 2,0                                                               | 1,7          | 1,2                                                       | 2,0                                  | 1,7                                             | 1,6                       | 1,6                                                                               | 1,0                                                                                     | 1,2                                                          |
| 2015                               | 107,9                             | 1,3   | 1,0                                      | 1,6                                                               | 0,9          | 1,3                                                       | 2,3                                  | 1,0                                             | 2,7                       | 1,5                                                                               | 1,1                                                                                     | 1,3                                                          |
| 2015 T1                            | 107,7                             | 1,2   | 0,5                                      | 1,6                                                               | 0,5          | 1,0                                                       | 1,9                                  | 1,5                                             | 3,0                       | 1,9                                                                               | 1,2                                                                                     | 1,4                                                          |
| T2                                 | 107,9                             | 1,4   | 0,8                                      | 1,9                                                               | 0,6          | 1,4                                                       | 2,6                                  | 1,3                                             | 1,9                       | 1,4                                                                               | 1,2                                                                                     | 1,8                                                          |
| T3                                 | 108,2                             | 1,3   | 0,9                                      | 1,4                                                               | 1,1          | 1,4                                                       | 2,2                                  | 1,3                                             | 2,5                       | 1,7                                                                               | 1,0                                                                                     | 1,4                                                          |
| T4                                 | 108,7                             | 1,3   | 2,2                                      | 1,5                                                               | 1,1          | 1,7                                                       | 2,0                                  | 0,9                                             | 3,3                       | 1,2                                                                               | 1,3                                                                                     | 0,7                                                          |
| Productivité par personne employée |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
| 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                               | 101,8                             | 0,3   | 2,4                                      | 0,6                                                               | 1,0          | 0,7                                                       | 1,2                                  | 0,4                                             | 0,3                       | -0,5                                                                              | -0,2                                                                                    | 0,5                                                          |
| 2015                               | 102,4                             | 0,6   | 0,7                                      | 1,5                                                               | 0,5          | 0,7                                                       | 1,7                                  | 0,9                                             | -0,6                      | -0,1                                                                              | 0,0                                                                                     | 0,4                                                          |
| 2015 T1                            | 102,5                             | 0,4   | 0,8                                      | 1,0                                                               | -0,6         | 0,5                                                       | 2,1                                  | 1,6                                             | -0,4                      | -0,4                                                                              | 0,0                                                                                     | 0,3                                                          |
| T2                                 | 102,5                             | 0,7   | 0,2                                      | 1,6                                                               | -0,4         | 1,1                                                       | 2,3                                  | 1,1                                             | -1,3                      | 0,0                                                                               | 0,1                                                                                     | 0,6                                                          |
| T3                                 | 102,5                             | 0,6   | 0,1                                      | 1,4                                                               | 0,8          | 0,7                                                       | 1,0                                  | 0,3                                             | -0,5                      | -0,2                                                                              | -0,1                                                                                    | 0,5                                                          |
| T4                                 | 102,5                             | 0,4   | 1,9                                      | 0,6                                                               | 1,3          | 0,3                                                       | 1,2                                  | 0,4                                             | 0,0                       | 0,1                                                                               | -0,2                                                                                    | 0,0                                                          |
| Rémunération par heure travaillée  |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
| 2013                               | 107,2                             | 2,3   | 3,7                                      | 2,9                                                               | 2,6          | 1,8                                                       | 0,8                                  | 2,5                                             | 1,5                       | 2,2                                                                               | 2,1                                                                                     | 3,0                                                          |
| 2014                               | 108,5                             | 1,2   | -0,4                                     | 1,8                                                               | 1,5          | 1,3                                                       | 1,8                                  | 1,7                                             | 1,2                       | 1,2                                                                               | 0,7                                                                                     | 1,3                                                          |
| 2015                               | 109,6                             | 1,1   | 0,7                                      | 1,2                                                               | 0,3          | 1,3                                                       | 1,2                                  | 1,3                                             | 2,4                       | 1,3                                                                               | 1,1                                                                                     | 0,9                                                          |
| 2015 T1                            | 109,5                             | 1,4   | 1,0                                      | 1,9                                                               | 0,5          | 1,5                                                       | 1,1                                  | 2,1                                             | 2,8                       | 2,1                                                                               | 1,0                                                                                     | 0,4                                                          |
| T2                                 | 109,6                             | 1,2   | 0,2                                      | 1,5                                                               | 0,3          | 1,7                                                       | 1,5                                  | 1,5                                             | 0,7                       | 1,1                                                                               | 1,0                                                                                     | 1,1                                                          |
| T3                                 | 109,7                             | 1,0   | 0,6                                      | 1,0                                                               | 0,5          | 1,4                                                       | 1,1                                  | 1,8                                             | 1,9                       | 1,3                                                                               | 0,9                                                                                     | 0,4                                                          |
| T4                                 | 110,3                             | 1,2   | 1,4                                      | 0,9                                                               | 0,4          | 1,7                                                       | 1,2                                  | 1,0                                             | 3,2                       | 1,1                                                                               | 1,7                                                                                     | 0,5                                                          |
| Productivité horaire du travail    |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                         |                                                              |
| 2013                               | 103,5                             | 1,2   | 4,7                                      | 0,9                                                               | 2,3          | 0,7                                                       | 2,6                                  | -1,0                                            | 4,4                       | 1,2                                                                               | 0,7                                                                                     | 0,9                                                          |
| 2014                               | 103,8                             | 0,3   | 3,6                                      | 0,4                                                               | 0,9          | 0,8                                                       | 1,0                                  | 0,5                                             | 0,7                       | -0,6                                                                              | -0,6                                                                                    | 0,6                                                          |
| 2015                               | 104,3                             | 0,5   | -0,2                                     | 1,1                                                               | -0,1         | 1,0                                                       | 0,9                                  | 1,0                                             | -0,9                      | -0,3                                                                              | -0,1                                                                                    | 0,1                                                          |
| 2015 T1                            | 104,4                             | 0,6   | 0,1                                      | 1,2                                                               | -0,4         | 1,1                                                       | 1,8                                  | 2,0                                             | -0,7                      | -0,2                                                                              | -0,1                                                                                    | -0,3                                                         |
| T2                                 | 104,4                             | 0,6   | -0,3                                     | 1,2                                                               | -0,7         | 1,6                                                       | 1,5                                  | 1,3                                             | -1,9                      | -0,2                                                                              | -0,1                                                                                    | 0,0                                                          |
| T3                                 | 104,2                             | 0,4   | -0,6                                     | 1,1                                                               | 0,3          | 1,0                                                       | -0,3                                 | 0,6                                             | -1,7                      | -0,7                                                                              | -0,3                                                                                    | -0,2                                                         |
| T4                                 | 104,2                             | 0,3   | 0,9                                      | 0,2                                                               | 0,4          | 0,5                                                       | 0,5                                  | 0,2                                             | 0,4                       | 0,2                                                                               | 0,0                                                                                     | -0,2                                                         |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

|                    |                        | M3      |                                    |                                               |          |         |         |          |       |       |                                            |                                       | 12       |
|--------------------|------------------------|---------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|---------|---------|----------|-------|-------|--------------------------------------------|---------------------------------------|----------|
|                    |                        | M2      |                                    |                                               |          |         |         | M3-M2    |       |       |                                            |                                       |          |
|                    |                        |         |                                    |                                               |          |         |         |          |       |       |                                            |                                       |          |
|                    |                        | M1      |                                    | M2-M1                                         |          | 7       | 8       | 9        | 10    | 11    |                                            |                                       |          |
| Monnaie fiduciaire | Dépôts à vue           |         | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions |         |         |          |       |       | Parts de fonds d'investissement monétaires | Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans |          |
|                    |                        | 1       | 2                                  | 3                                             | 4        | 5       | 6       |          |       |       |                                            |                                       |          |
| 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               | 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                | 1 044,5 | 5 622,6                            | 6 667,1                                       | 1 450,2  | 2 156,8 | 3 607,0 | 10 274,0 | 86,1  | 471,1 | 78,7                                       | 635,9                                 | 10 909,9 |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 1 046,9 | 5 669,2                            | 6 716,1                                       | 1 430,3  | 2 165,1 | 3 595,4 | 10 311,4 | 92,9  | 475,3 | 88,3                                       | 656,5                                 | 10 967,9 |
| 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               | 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                                  | 67,3     |
|                    | 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    | 27,9     | -14,0 | -6,1  | -12,2                                      | -32,3                                 | -4,4     |
| 2016               | Janvier                | 10,1    | 54,7                               | 64,8                                          | 3,1      | -3,7    | -0,6    | 64,2     | 9,1   | -2,7  | 4,7                                        | 11,1                                  | 75,3     |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 2,4     | 46,0                               | 48,4                                          | -18,2    | 8,3     | -9,8    | 38,6     | 6,7   | 4,2   | 8,5                                        | 19,4                                  | 58,0     |
| 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               | 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                | 6,1     | 11,3                               | 10,5                                          | -7,4     | 0,7     | -2,7    | 5,5      | -29,2 | 9,4   | -16,1                                      | -1,5                                  | 5,0      |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 5,7     | 11,2                               | 10,3                                          | -7,4     | 1,0     | -2,5    | 5,4      | -27,9 | 9,4   | -12,4                                      | -1,1                                  | 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 <sup>1)</sup>

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

|                        | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |              |                                    |                                               |          | Ménages <sup>3)</sup> |              |                                    |                                               |          | Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup> | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Autres administrations publiques <sup>4)</sup> |
|------------------------|----------------------------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-----------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                        | Total                                  | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | Total                 | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions |                                                                                                       |                                          |                                                |
|                        | 1                                      | 2            | 3                                  | 4                                             | 5        | 6                     | 7            | 8                                  | 9                                             | 10       | 11                                                                                                    | 12                                       | 13                                             |
| 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                   | 1 927,4                                | 1 480,9      | 321,8                              | 116,5                                         | 8,2      | 5 751,1               | 3 061,0      | 694,3                              | 1 993,1                                       | 2,6      | 989,4                                                                                                 | 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                     | 1 927,4                                | 1 480,9      | 321,8                              | 116,5                                         | 8,2      | 5 751,1               | 3 061,0      | 694,3                              | 1 993,1                                       | 2,6      | 989,4                                                                                                 | 224,6                                    | 362,5                                          |
| 2015 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               | 1 927,4                                | 1 480,9      | 321,8                              | 116,5                                         | 8,2      | 5 751,1               | 3 061,0      | 694,3                              | 1 993,1                                       | 2,6      | 989,4                                                                                                 | 224,6                                    | 362,5                                          |
| 2016 Janvier           | 1 966,2                                | 1 521,0      | 319,9                              | 115,5                                         | 9,8      | 5 764,6               | 3 077,4      | 694,5                              | 1 989,1                                       | 3,6      | 983,0                                                                                                 | 224,2                                    | 377,7                                          |
| Février <sup>(p)</sup> | 1 977,4                                | 1 530,9      | 320,9                              | 116,0                                         | 9,6      | 5 795,1               | 3 102,8      | 693,4                              | 1 996,0                                       | 3,0      | 979,6                                                                                                 | 232,0                                    | 373,4                                          |
| 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                   | 99,8                                   | 140,2        | -34,1                              | 4,9                                           | -11,2    | 194,8                 | 302,8        | -108,2                             | 0,7                                           | -0,4     | 76,7                                                                                                  | -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                     | 14,5                                   | 18,6         | -2,8                               | 0,7                                           | -2,0     | 56,2                  | 72,1         | -11,4                              | -4,0                                          | -0,5     | 19,1                                                                                                  | 4,2                                      | 6,1                                            |
| 2015 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                                   | -10,1        | 3,8                                | -0,1                                          | -1,2     | 21,4                  | 28,6         | -5,5                               | -2,1                                          | 0,4      | 21,1                                                                                                  | -2,4                                     | 5,5                                            |
| Décembre               | -3,1                                   | -3,3         | 1,3                                | -0,3                                          | -0,8     | 24,2                  | 28,4         | -3,9                               | 1,0                                           | -1,3     | 2,5                                                                                                   | 2,1                                      | -8,8                                           |
| 2016 Janvier           | 40,3                                   | 41,2         | -1,6                               | -0,9                                          | 1,6      | 13,9                  | 16,4         | 0,5                                | -4,0                                          | 1,0      | -5,7                                                                                                  | -0,5                                     | 15,0                                           |
| Février <sup>(p)</sup> | 10,9                                   | 9,5          | 1,1                                | 0,5                                           | -0,1     | 30,4                  | 25,2         | -1,1                               | 6,8                                           | -0,6     | -3,7                                                                                                  | 7,9                                      | -2,7                                           |
| 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 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           | 6,5                                    | 10,8         | -9,0                               | 4,4                                           | -17,6    | 3,8                   | 10,5         | -11,3                              | 0,2                                           | -12,4    | 9,2                                                                                                   | -3,1                                     | 9,8                                            |
| Février <sup>(p)</sup> | 6,5                                    | 10,5         | -7,5                               | 4,7                                           | -28,8    | 4,0                   | 10,5         | -10,1                              | 0,4                                           | -25,5    | 7,0                                                                                                   | 1,8                                      | 7,8                                            |

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.3 Créances sur les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

|                    |                        | Créances sur les administrations publiques |         |                   | Créances sur les autres résidents de la zone euro |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                                                                  |
|--------------------|------------------------|--------------------------------------------|---------|-------------------|---------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
|                    |                        | Total                                      | Prêts   | Titres de créance | Total                                             | Prêts    |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  | Titres de créance | Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires |                                                                  |
|                    |                        |                                            |         |                   |                                                   | Total    | Aux sociétés non financières <sup>3)</sup> | Aux ménages <sup>4)</sup> | Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup> | Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension |                   |                                                           |                                                                  |
|                    |                        |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           | Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation <sup>2)</sup> |
|                    |                        | 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 | 10 989,6                                   | 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 | 10 989,6                                   | 4 273,4                   | 5 307,5                                                                                                       | 887,3                                            | 123,6             | 1 301,1                                                   | 786,8                                                            |
| 2015               | 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                                                                                                       | 908,2                                            | 124,4             | 1 287,6                                                   | 798,2                                                            |
|                    | Décembre               | 3 893,3                                    | 1 109,5 | 2 783,9           | 12 679,6                                          | 10 591,7 | 10 989,6                                   | 4 273,4                   | 5 307,5                                                                                                       | 887,3                                            | 123,6             | 1 301,1                                                   | 786,8                                                            |
| 2016               | Janvier                | 3 965,3                                    | 1 117,2 | 2 848,1           | 12 689,8                                          | 10 617,5 | 11 013,8                                   | 4 289,2                   | 5 312,0                                                                                                       | 890,8                                            | 125,5             | 1 306,0                                                   | 766,3                                                            |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 4 005,6                                    | 1 117,7 | 2 888,0           | 12 728,2                                          | 10 658,6 | 11 043,9                                   | 4 301,6                   | 5 330,8                                                                                                       | 899,8                                            | 126,4             | 1 308,7                                                   | 760,9                                                            |
| 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             | 96,7                                              | 68,5     | 48,5                                       | 0,7                       | 98,0                                                                                                          | -24,7                                            | -5,5              | 24,2                                                      | 4,0                                                              |
| 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      | 1,5                                        | -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              | 7,6                                               | 23,5     | 18,1                                       | -1,4                      | 23,4                                                                                                          | -1,0                                             | 2,6               | -22,4                                                     | 6,5                                                              |
| 2015               | 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              | 16,2                                              | 27,3     | 25,3                                       | 7,0                       | 15,0                                                                                                          | 2,2                                              | 3,1               | -19,1                                                     | 8,0                                                              |
|                    | Novembre               | 36,6                                       | -1,5    | 38,1              | 18,7                                              | 35,4     | 31,3                                       | 12,5                      | 8,3                                                                                                           | 14,6                                             | 0,0               | -20,4                                                     | 3,7                                                              |
|                    | Décembre               | 26,7                                       | -7,1    | 33,9              | -27,3                                             | -39,1    | -38,6                                      | -20,9                     | 0,1                                                                                                           | -17,9                                            | -0,5              | 17,1                                                      | -5,2                                                             |
| 2016               | Janvier                | 61,5                                       | 5,1     | 56,4              | 26,8                                              | 35,9     | 33,0                                       | 22,3                      | 6,7                                                                                                           | 4,9                                              | 2,0               | 7,0                                                       | -16,0                                                            |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 36,7                                       | 0,1     | 36,6              | 44,6                                              | 43,2     | 40,7                                       | 15,0                      | 18,8                                                                                                          | 8,6                                              | 0,8               | 3,8                                                       | -2,4                                                             |
| 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                                               | 0,6      | 0,4                                        | 0,0                       | 1,9                                                                                                           | -2,7                                             | -4,2              | 1,9                                                       | 0,5                                                              |
| 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                                               | 0,6      | 0,4                                        | 0,0                       | 1,9                                                                                                           | -2,7                                             | -4,2              | 1,9                                                       | 0,5                                                              |
| 2015               | 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                                                                                                           | -0,2                                             | -1,4              | -0,7                                                      | 3,4                                                              |
|                    | Décembre               | 7,9                                        | -1,8    | 12,3              | 0,8                                               | 0,6      | 0,4                                        | 0,0                       | 1,9                                                                                                           | -2,7                                             | -4,2              | 1,9                                                       | 0,5                                                              |
| 2016               | Janvier                | 8,7                                        | -2,5    | 13,8              | 0,9                                               | 0,8      | 0,6                                        | 0,5                       | 1,9                                                                                                           | -2,5                                             | -9,6              | 2,4                                                       | -0,3                                                             |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 10,1                                       | -2,4    | 15,9              | 1,2                                               | 1,1      | 0,9                                        | 0,6                       | 2,2                                                                                                           | -1,5                                             | -6,9              | 2,9                                                       | -1,4                                                             |

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 <sup>1)</sup>

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

|                    |                        | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |                                                               |         |                         | Ménages <sup>3)</sup> |         |                                                               |                                   |                      |                 |
|--------------------|------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------|-------------------------|-----------------------|---------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------------|
|                    |                        | Total                                  |                                                               | ≤ 1 an  | > 1 an<br>et<br>≤ 5 ans | > 5 ans               | Total   |                                                               | Crédits à la<br>consomma-<br>tion | Prêts au<br>logement | Autres<br>prêts |
|                    |                        |                                        | Corrigé des<br>cessions et de la<br>titrisation <sup>4)</sup> |         |                         |                       |         | Corrigé des<br>cessions et de la<br>titrisation <sup>4)</sup> |                                   |                      |                 |
|                    |                        | 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 | 5 639,0                                                       | 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 | 5 639,0                                                       | 595,6                             | 3 948,3              | 763,6           |
| 2015               | 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 | 755,6                   | 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 | 5 639,0                                                       | 595,6                             | 3 948,3              | 763,6           |
| 2016               | Janvier                | 4 289,2                                | 4 352,3                                                       | 1 048,5 | 765,8                   | 2 475,0               | 5 312,0 | 5 643,3                                                       | 596,4                             | 3 953,2              | 762,4           |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 4 301,6                                | 4 360,5                                                       | 1 051,1 | 775,8                   | 2 474,8               | 5 330,8 | 5 651,7                                                       | 602,5                             | 3 966,7              | 761,6           |
| 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               |                        | 0,7                                    | 6,4                                                           | -45,7   | 32,3                    | 14,1                  | 98,0    | 76,7                                                          | 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                                   | 0,5                                                           | -22,6   | 13,5                    | 7,6                   | 23,4    | 18,3                                                          | 5,1                               | 20,3                 | -1,9            |
| 2015               | 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               | 12,5                                   | 9,4                                                           | 15,5    | -2,4                    | -0,7                  | 8,3     | 8,7                                                           | 2,6                               | 3,6                  | 2,1             |
|                    | Décembre               | -20,9                                  | -19,0                                                         | -32,5   | 5,8                     | 5,7                   | 0,1     | 2,1                                                           | -0,6                              | 4,2                  | -3,4            |
| 2016               | Janvier                | 22,3                                   | 24,1                                                          | 13,1    | 6,2                     | 3,0                   | 6,7     | 6,2                                                           | 1,2                               | 6,0                  | -0,6            |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 15,0                                   | 17,9                                                          | 3,5     | 11,4                    | 0,1                   | 18,8    | 9,4                                                           | 6,3                               | 13,2                 | -0,7            |
| 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               | 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                | 0,5                                    | 0,6                                                           | -3,1    | 4,7                     | 0,8                   | 1,9     | 1,4                                                           | 4,0                               | 2,1                  | -0,5            |
|                    | Février <sup>(p)</sup> | 0,6                                    | 0,9                                                           | -2,9    | 6,3                     | 0,5                   | 2,2     | 1,6                                                           | 5,2                               | 2,3                  | -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 <sup>1)</sup>

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

|                        | Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup> | 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 <sup>3)</sup> | Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup> |
|                        | 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                                        | 2 551,6             | 1 331,3                               | 283,5 | 205,9                                                            | 135,6                                                      |
| 2015 T1                | 283,2                                             | 7 320,8                                                                            | 2 258,5                            | 90,6                                       | 2 395,7                                        | 2 576,0             | 1 505,5                               | 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                                        | 2 551,6             | 1 331,3                               | 283,5 | 205,9                                                            | 135,6                                                      |
| 2015 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                                        | 2 551,6             | 1 331,3                               | 283,5 | 205,9                                                            | 135,6                                                      |
| 2016 Janvier           | 306,2                                             | 7 049,6                                                                            | 2 174,2                            | 78,6                                       | 2 221,8                                        | 2 575,0             | 1 308,2                               | 302,4 | 215,0                                                            | 141,7                                                      |
| Février <sup>(p)</sup> | 294,6                                             | 7 074,4                                                                            | 2 185,3                            | 77,6                                       | 2 193,1                                        | 2 618,4             | 1 305,8                               | 297,2 | 246,6                                                            | 142,5                                                      |
| 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                                               | -217,0                                                                             | -104,0                             | -13,5                                      | -203,6                                         | 104,1               | -97,2                                 | -7,4  | 21,4                                                             | -4,0                                                       |
| 2015 T1                | 15,5                                              | -36,9                                                                              | -27,8                              | -2,6                                       | -52,3                                          | 45,8                | 3,4                                   | 33,3  | 51,7                                                             | 21,0                                                       |
| T2                     | -18,0                                             | -87,3                                                                              | -34,7                              | -3,9                                       | -50,5                                          | 1,9                 | -0,2                                  | -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                                             | -55,2                                                                              | -47,5                              | -3,9                                       | -42,3                                          | 38,5                | -36,3                                 | 13,7  | -7,7                                                             | -4,3                                                       |
| 2015 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                 | 10,7                                  | 54,4  | -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                                             | -10,1                                                                              | -3,0                               | -0,5                                       | -18,5                                          | 11,9                | -31,8                                 | -0,4  | -11,7                                                            | -10,4                                                      |
| 2016 Janvier           | 27,8                                              | -33,3                                                                              | -9,3                               | -1,1                                       | -22,5                                          | -0,4                | -30,0                                 | 11,5  | 9,1                                                              | 6,9                                                        |
| Février <sup>(p)</sup> | -11,5                                             | -14,8                                                                              | 11,4                               | -1,0                                       | -30,9                                          | 5,7                 | -49,9                                 | 0,3   | 31,6                                                             | 0,9                                                        |
| 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                                           | 4,2                 | —                                     | —     | 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                                           | 4,2                 | —                                     | —     | 11,6                                                             | -2,9                                                       |
| 2015 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                                           | 4,2                 | —                                     | —     | 11,6                                                             | -2,9                                                       |
| 2016 Janvier           | 3,4                                               | -3,3                                                                               | -4,4                               | -15,3                                      | -8,8                                           | 3,4                 | —                                     | —     | 5,7                                                              | 7,0                                                        |
| Février <sup>(p)</sup> | 10,0                                              | -3,4                                                                               | -3,6                               | -15,5                                      | -9,4                                           | 3,1                 | —                                     | —     | 8,2                                                              | -1,8                                                       |

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 :<br>Déficit (-)/<br>excédent (+) primaire |
|---------|------------------------|---------------------------|------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|         | Total                  | Administrations centrales | Administrations d'États<br>fédérés | Administrations<br>locales | Administrations<br>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<br>fidu-<br>ciaire et<br>dépôts | Prêts | Titres<br>de<br>créance | Créanciers<br>résidents<br>IFM | Créanciers<br>non<br>résidents |      | ≤ 1 an            | > 1 an | ≤ 1 an           | > 1 an<br>et ≤ 5<br>ans | > 5 ans | Euro<br>ou mon-<br>naies<br>parti-<br>cipantes | Autres<br>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 <sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

|         | Variation<br>du ratio<br>dette/PIB <sup>2)</sup> | Déficit (-)<br>/excédent (+)<br>primaire | Ajustement dette-déficit |                                                 |                                    |       |                         |                                                          |                                                                        |        | Écart<br>croissance/<br>taux<br>d'intérêt | Pour<br>mémoire :<br>besoin de<br>financement |
|---------|--------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------|-------|-------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|         |                                                  |                                          | Total                    | Opérations sur les principaux actifs financiers |                                    |       |                         |                                                          | Effets<br>de valo-<br>risation<br>et autres<br>variations<br>en volume | Autres |                                           |                                               |
|         |                                                  |                                          |                          | Total                                           | Monnaie<br>fiduciaire<br>et dépôts | Prêts | Titres<br>de<br>créance | Actions<br>et parts<br>de fonds<br>d'investis-<br>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 <sup>1)</sup>

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

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

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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 20 avril 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