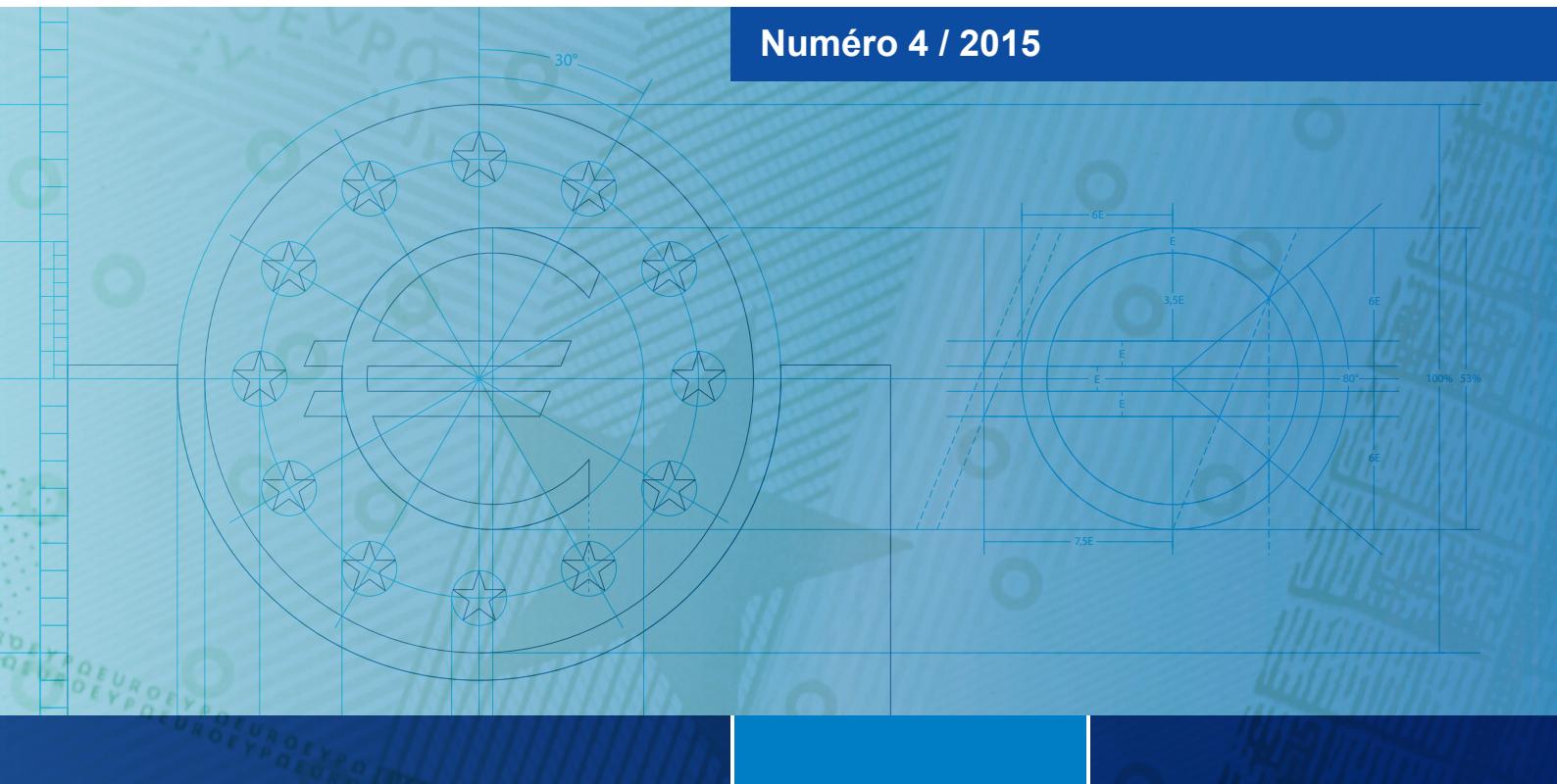




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE  
EUROSYSTÈME

## Bulletin économique

Numéro 4 / 2015



© Banque centrale européenne, 2015

**Adresse postale**

60640 Francfort-sur-le-Main  
Allemagne

**Téléphone**

+49 69 1344 0

**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 et la Banque nationale de Belgique).*

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

*La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 2 juin 2015.*

ISSN 2363-3425 (PDF)

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



## TABLE DES MATIÈRES

### ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

Vue d'ensemble	5
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	16
4 Prix et coûts	22
5 Monnaie et crédit	26
6 Évolutions budgétaires	31

### ENCADRÉS

Encadré 1 La montée en puissance de l'économie indienne	33
Encadré 2 Les évolutions récentes des cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis	36
Encadré 3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 28 janvier 2015 au 21 avril 2015	41
Encadré 4 Les évolutions récentes des transactions courantes dans les pays de la zone euro avec d'importants déficits avant la crise	45
Encadré 5 Mesurer les effets du taux de change sur l'inflation calculée par l'IPCH	48
Encadré 6 Le financement externe non bancaire des sociétés non financières de la zone euro pendant la crise	51
Encadré 7 Rapport 2015 sur le vieillissement : combien coûtera le vieillissement de la population en Europe ?	55
Encadré 8 L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires	60

### ARTICLES

Le rôle du bilan de la banque centrale dans la politique monétaire	63
La surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et ses États membres	83
Prévoir le prix du pétrole	93

### STATISTIQUES

51



# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## VUE D'ENSEMBLE



**Le Conseil des gouverneurs maintient le cap de l'orientation de la politique monétaire, en mettant résolument en œuvre l'ensemble de ses décisions de politique monétaire.** Les achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) étendu, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois, devraient être effectués jusque fin septembre 2016 et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. En procédant à son évaluation, le Conseil des gouverneurs suivra sa stratégie de politique monétaire et se focalisera sur les tendances en matière d'inflation, abstraction faite des fluctuations, dans un sens ou dans l'autre, concernant les mesures d'inflation, pour autant qu'elles soient considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

**Les programmes d'achats d'actifs se déroulent de manière satisfaisante et leurs effets positifs sont visibles.** Les mesures de politique monétaire ont contribué à un assouplissement généralisé des conditions financières, qui demeurent très accommodantes. Les anticipations d'inflation se sont redressées par rapport aux creux atteints mi-janvier et les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises ont continué d'évoluer favorablement. Les effets de ces mesures se font sentir sur l'économie et continueront à contribuer à l'amélioration des perspectives économiques.

**Dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt, la dynamique de la monnaie et des prêts a poursuivi son redressement.** En partie sous l'effet de l'APP étendu, les indicateurs monétaires se sont encore renforcés et la dynamique du crédit, malgré son atonie persistante, a poursuivi son amélioration. En avril, le recul des prêts aux sociétés non financières a continué de se modérer et la croissance des prêts aux ménages s'est légèrement accélérée. Ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux débiteurs des banques, dans beaucoup de pays de la zone euro depuis l'été 2014, ainsi que par des signes d'amélioration à la fois de l'offre et de la demande de prêts bancaires. Au total, les évolutions récentes confirment que les mesures de politique monétaire de la BCE contribuent à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et à assouplir les conditions de la distribution des crédits bancaires. De fait, l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que des conditions du crédit assouplies continuent de soutenir une nouvelle reprise de la croissance des prêts, notamment pour les entreprises. En outre, la concurrence accrue entre les banques a contribué à un assouplissement des conditions du crédit au premier trimestre 2015, qui a coïncidé avec un redressement de la demande de prêts des entreprises. De plus, comme le confirme l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), l'amélioration des conditions du marché du crédit s'applique non seulement aux grandes entreprises mais également aux petites et moyennes entreprises (PME).

**Plusieurs facteurs soutiennent le redressement graduel de l'activité économique et du marché du travail dans la zone euro.** Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015, après 0,3 % au quatrième trimestre 2014. Les données indiquent que la reprise économique s'est généralisée, ce qui est imputable à plusieurs facteurs. Les mesures de politique monétaire de la BCE contribuent à un assouplissement considérable des conditions financières globales et facilitent l'accès au crédit pour les PME et les grandes entreprises. Les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles ont eu un effet favorable sur la croissance économique. En outre, le bas niveau des prix du pétrole stimule le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises, en soutenant la consommation privée et l'investissement, tandis que l'affaiblissement du taux de change de l'euro a soutenu les exportations. En ligne avec la généralisation de la reprise, le marché du travail de la zone euro a poursuivi sa légère amélioration, comme le montre la baisse progressive du chômage, celui-ci demeurant toutefois élevé dans l'ensemble de la zone euro ainsi que dans un certain nombre des pays qui la composent.

**Dans la période à venir, la reprise économique devrait s'appuyer sur une base de plus en plus large.** La consommation privée a jusqu'à présent constitué le principal facteur à l'origine du redressement de la croissance et devrait

continuer de bénéficier de l'accélération de la hausse des salaires due à l'amélioration de l'emploi ainsi que de l'incidence positive exercée par la baisse des prix de l'énergie sur le revenu réel disponible. En 2015, de plus, les investissements des entreprises devraient devenir un moteur important de la reprise, à la faveur du renforcement de la demande tant intérieure qu'extérieure, de la nécessité de moderniser et de reconstituer un stock de capital vieillissant, de l'orientation accommodante de la politique monétaire et de la hausse des excédents bruts d'exploitation. De plus, la croissance des exportations devrait profiter d'un renforcement progressif de la reprise économique au plan mondial. Dans le même temps, le nécessaire ajustement des bilans dans différents secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles pourraient freiner le redressement de l'activité.

**Les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro<sup>1</sup> tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, de 1,9 % en 2016 et de 2,0 % en 2017.** Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE, les projections de croissance du PIB en volume sont demeurées pratiquement inchangées sur l'horizon de projection. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, tout en restant orientés à la baisse, les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro se sont rééquilibrés sous l'effet de ses décisions de politique monétaire et des évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

**L'inflation totale a atteint un point bas au début de l'année en cours, les effets baissiers liés au recul antérieur des prix de l'énergie s'étant atténués.** Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3 % en mai 2015, après 0,0 % en avril et – 0,6 % en janvier. Cette évolution découle essentiellement d'une contribution moins négative de la composante énergie, qui reflète principalement un certain redressement des prix du pétrole libellés en dollars, amplifié par une nouvelle dépréciation de l'euro.

**Les taux d'inflation devraient s'accroître un peu plus tard dans l'année et poursuivre leur accélération en 2016 et 2017.** Vers la fin de l'année, le taux de variation pour la composante énergie devrait être dopé par des effets de base liés au fléchissement des prix du pétrole enregistré fin 2014. De plus, l'affaiblissement de l'euro exercera des pressions à la hausse sur l'inflation. Les tensions d'origine intérieure s'exerçant sur les prix devraient également se renforcer en raison de la résorption attendue de l'écart de production, qui entraînera une accélération des hausses des salaires et des augmentations des marges bénéficiaires.

**Les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017.** Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2015, les projections d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2015 et sont demeurées inchangées pour 2016 et 2017. Les projections dépendent de la mise en œuvre intégrale des mesures de politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce contexte, il surveillera particulièrement la transmission de ses mesures de politique monétaire ainsi que les évolutions géopolitiques, des cours de change et des prix de l'énergie.

**Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 3 juin 2015, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.** D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, il est nécessaire de maintenir le cap de l'orientation de la politique monétaire. La mise en œuvre intégrale de l'ensemble de ses mesures de politique monétaire apportera le soutien nécessaire à l'économie de la zone euro et ramènera durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

<sup>1</sup> Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié sur le site internet de la BCE le 3 juin 2015.

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

La croissance mondiale continue de suivre une trajectoire de reprise inégale. La forte baisse des prix du pétrole observée depuis l'année dernière (malgré un rebond récent) devrait doper l'activité, et les conditions de financement demeurent également favorables pour l'économie mondiale. Les perspectives s'améliorent dans les économies avancées grâce à l'atténuation des obstacles liés au processus de désendettement et à l'assainissement budgétaire. En revanche, les conditions se sont détériorées sur certains marchés émergents, tandis que le commerce mondial s'est ralenti. L'inflation mondiale a fléchi en raison du recul des prix du pétrole et l'existence d'importantes capacités de production inutilisées au niveau mondial devrait limiter les tensions inflationnistes.

### ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET ÉCHANGES COMMERCIAUX À L'ÉCHELLE MONDIALE

**Le rythme de la croissance mondiale s'est ralenti au premier trimestre 2015, l'économie mondiale demeurant sur une trajectoire de reprise irrégulière.** La croissance a fléchi dans les économies avancées, la poursuite du rebond au Japon étant compensée par une faible croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'activité s'est ralenti plus fortement dans les économies émergentes. L'affaiblissement de l'investissement, notamment dans le secteur immobilier, a pesé sur la croissance en Chine. L'incertitude élevée, la détérioration de la confiance et l'inflation élevée freinent également l'activité au Brésil et en Russie. Des facteurs temporaires sont en partie responsables de la faiblesse de la croissance mondiale au début de l'année. En particulier, les conditions météorologiques défavorables et les perturbations dans les ports de la côte ouest ont affecté l'activité aux États-Unis. Dans le même temps, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une résistance sous-jacente de l'économie mondiale, laissant penser que la faiblesse récente de l'activité correspond à une phase de morosité plutôt qu'à un ralentissement plus durable (cf. graphique 1).

**En dépit d'un rebond récent, les prix du pétrole sont toujours nettement inférieurs au pic atteint en juin 2014.** Les prix du pétrole se sont redressés par rapport au point bas de mi-janvier 2015,

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



Source : Markit.

Notes : La dernière observation se rapporte à avril 2015. « Économies de marché émergentes » désigne le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie. « Économies avancées » désigne le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni.

**Graphique 2 Confiance des consommateurs dans les pays de l'OCDE**

(indice, moyenne de long terme = 100 ; corrigé de l'amplitude)



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2015.

principalement en réaction à des signes d'un ralentissement de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, comme le montre la diminution du nombre de plateformes d'exploitation. Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole s'accélère légèrement. Toutefois, la croissance de l'offre mondiale et les stocks de pétrole demeurent élevés, la production des pays de l'OPEP restant supérieure à l'objectif fixé, et le marché pétrolier reste caractérisé par une forte volatilité. D'après la courbe des contrats à terme, les marchés ont intégré une hausse progressive des prix du pétrole sur les prochaines années.

**La baisse des prix du pétrole devrait relancer la demande mondiale.** Même si la diminution des recettes pétrolières pèse sur les perspectives des pays exportateurs de pétrole, elle devrait profiter aux pays importateurs, la baisse des prix dopant les revenus réels des ménages. Au total, l'incidence de la baisse des cours devrait donner une impulsion positive à la demande mondiale. La confiance des consommateurs s'est raffermie dans les économies avancées depuis le milieu de l'année dernière (cf. graphique 2).

**Les conditions de financement demeurent favorables pour l'économie mondiale.** Les marchés continuent de s'attendre à un resserrement monétaire seulement très progressif aux États-Unis et au Royaume-Uni, et la Banque du Japon s'est engagée à poursuivre l'assouplissement quantitatif. Les tendances désinflationnistes ont entraîné un assouplissement de la politique monétaire en Chine, en Inde et dans plusieurs autres économies émergentes. Parmi les principales économies de marché émergentes, le Brésil est la seule à avoir relevé ses taux directeurs, les baisses du taux de change ayant alimenté les tensions inflationnistes. Le maintien de politiques monétaires accommodantes a continué d'assurer des conditions de financement favorables au niveau mondial. Les marchés boursiers continuent généralement de faire preuve de résistance et la volatilité est faible. Toutefois, après avoir baissé plus tôt dans l'année, les rendements des emprunts d'État ont enregistré un rebond marqué ces dernières semaines. Pour la plupart des économies avancées, les rendements sont demeurés proches des niveaux observés fin 2014, mais cette sévère correction a souligné le risque potentiel à moyen terme d'un nouveau rebond prononcé des rendements obligataires à partir de niveaux toujours très faibles, ce qui pourrait avoir une incidence significative sur l'économie mondiale.

**Les perspectives s'améliorent dans les économies avancées, avec l'atténuation des obstacles qui pesaient sur l'activité depuis la crise financière.** Des progrès ont été réalisés s'agissant du désendettement du secteur privé, même si leur rythme a été variable selon les pays. L'assainissement budgétaire dans les économies avancées devrait également se poursuivre sur un rythme plus lent qu'au début de la reprise. La situation a continué de s'améliorer sur les marchés du travail, avec une forte progression de l'emploi dans certains pays et une baisse des taux de chômage. Enfin, l'amélioration de l'accès au financement externe, le renforcement de la croissance des bénéfices et la diminution de l'incertitude favorisent un élargissement et un renforcement de l'activité d'investissement à moyen terme.

**Les perspectives pour les économies avancées sont favorables à la croissance mondiale.** Après la modération observée au premier trimestre, l'activité aux États-Unis devrait rebondir sur le reste de l'année. L'appréciation antérieure du taux de change effectif du dollar freinera la croissance des exportations et la baisse du prix du pétrole pèsera sur les investissements du secteur de l'énergie. Toutefois, l'activité économique aux États-Unis devrait être soutenue par la hausse des dépenses des ménages, après le coup de pouce apporté par la baisse des prix du pétrole aux revenus réels, par les conditions de financement favorables, et par la poursuite de l'amélioration des marchés du travail et de l'immobilier. L'activité se redresse au Japon, après la contraction qui a suivi le relèvement de la TVA intervenu en avril 2014, enregistrant une forte progression au premier trimestre 2015. À plus long terme, l'activité devrait se renforcer lentement, les ménages bénéficiant de l'augmentation du

revenu réel induite par la baisse du prix du pétrole et les exportations profitant de la dépréciation antérieure du yen. L'économie britannique s'est ralentie au premier trimestre 2015, mais elle devrait se renforcer, la baisse des prix de l'énergie et l'accélération de la croissance des salaires soutenant la consommation privée, tandis que l'investissement des entreprises se redresse sous l'effet de l'augmentation de la demande et de l'assouplissement des conditions du crédit.

**En revanche, les perspectives se sont détériorées dans certaines grandes économies émergentes.**

En Chine, le ralentissement du marché immobilier et la baisse de la production dans de nombreuses industries lourdes ont pesé sur la croissance au premier trimestre de cette année. Même si la croissance sera dopée à court terme par la baisse du prix du pétrole et l'assouplissement monétaire récent, à plus long terme, le rythme d'expansion devrait se ralentir, le pouvoir politique s'attaquant aux fragilités financières et aux déséquilibres macroéconomiques. Les perspectives se sont détériorées pour le Brésil, la croissance ayant été freinée par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, les déséquilibres intérieurs, l'inflation élevée, les efforts en matière d'assainissement budgétaire et le durcissement des conditions de financement. La Russie devrait connaître une profonde récession en 2015. En dépit d'un certain assouplissement des conditions de financement depuis mars 2015, les coûts de financement demeurent élevés. L'incertitude est forte et la confiance des chefs d'entreprise est faible, tandis que la baisse des recettes pétrolières devrait entraîner une forte contraction des dépenses publiques.

**Toutefois, la morosité des perspectives ne concerne pas l'ensemble des économies de marché émergentes, et les pays importateurs nets de pétrole, en particulier, devraient maintenir des taux de croissance relativement robustes.** Les pays d'Europe centrale et orientale devraient bénéficier d'un renforcement de la demande intérieure et de l'amélioration des perspectives dans la zone euro. Certaines économies émergentes d'Asie devraient également conserver une croissance soutenue, la baisse des prix du pétrole dopant les revenus réels disponibles, compensant en partie l'incidence du ralentissement de la croissance en Chine. Comme cela a été analysé dans l'encadré 1, les progrès en matière de réformes structurelles ont renforcé la confiance en Inde, annoncée comme la grande économie devant connaître la croissance la plus rapide dans le monde cette année.

**Le ralentissement de la croissance dans les économies de marché émergentes a freiné la progression des échanges commerciaux.** Les données relatives aux échanges mondiaux de marchandises font apparaître une baisse de 1,6 % en rythme trimestriel du volume des importations de biens mondiales au premier trimestre 2015. Même si une part importante de ce ralentissement est liée aux importations très faibles en provenance de Chine, qui peuvent refléter en partie une certaine volatilité autour de la période du Nouvel An chinois, la tendance sous-jacente suggère un fléchissement de la dynamique des échanges commerciaux. Les indicateurs tirés d'enquêtes font également état d'une légère détérioration

**Graphique 3 Volume des échanges internationaux de biens**

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

- Échanges internationaux
- .... Moyenne des échanges internationaux 1991-2007
- Indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation (échelle de droite)



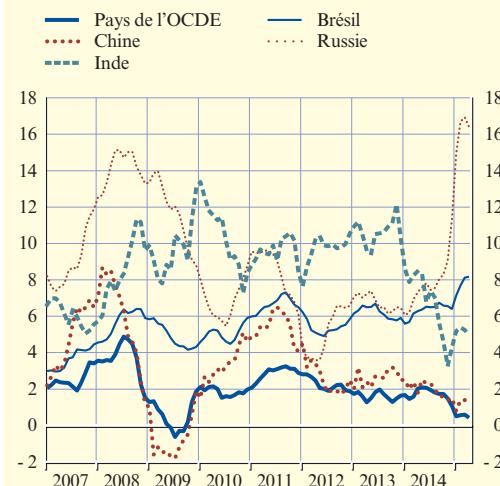
Sources : Markit, CPB, calculs de la BCE.

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

des perspectives à court terme du commerce mondial (cf. graphique 3). À plus long terme, le commerce mondial devrait se renforcer, mais à un rythme lent. La reprise reflète l'expansion attendue de l'activité mondiale et l'anticipation selon laquelle la reprise conjoncturelle de l'investissement, notamment dans les économies avancées, renforcera l'intensité des échanges de la croissance mondiale. Dans le même temps, des facteurs structurels ont affecté le commerce mondial ces dernières années, les entreprises réduisant la complexité et la longueur de leurs chaînes d'approvisionnement, de telle sorte que les chaînes de valeur mondiales ne contribuent plus à la progression des échanges internationaux dans la même mesure que par le passé. En conséquence, le commerce mondial ne devrait pas progresser au cours des prochaines années au même rythme qu'au cours des décennies précédentes.

**Graphique 4 Inflation dans les pays de l'OCDE et dans une sélection d'économies de marché émergentes**

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2015.

### Globallement, la reprise mondiale à court terme

**devrait être moins soutenue que prévu.** Selon les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer progressivement, passant de 3,4 % en 2015 à un peu plus de 4 % en 2016 et 2017. La progression de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait se renforcer, passant de 2,2 % en 2015 à 5 % environ en 2017. Par rapport aux projections publiées en mars, les anticipations relatives à la croissance et à la demande extérieure ont été révisées à la baisse, reflétant la détérioration des perspectives à court terme dans plusieurs pays et, à plus long terme, un ralentissement de la croissance dans les économies de marché émergentes.

**Les risques entourant les perspectives d'évolution du commerce et de l'activité à l'échelle mondiale demeurent orientés à la baisse.** D'une part, l'incidence de la baisse du prix du pétrole sur les perspectives de croissance au niveau mondial pourrait être plus forte que celle intégrée dans les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème. D'autre part, aux États-Unis, les marchés continuent de tabler sur un rythme de progression des taux d'intérêt plus faible que celui envisagé dans les dernières projections du Comité fédéral de l'open market. Une normalisation des politiques monétaires plus rapide que prévue actuellement par les marchés pourrait entraîner une inversion de la perception du risque. Sur les marchés émergents, les obstacles conjoncturels et structurels qui ont entravé l'activité ces derniers mois pourraient exercer une incidence plus forte et plus durable que prévu. En Chine, la forte croissance du crédit et du levier d'endettement présente des risques pour la stabilité financière. Les risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives et un scénario de nouvelle escalade des tensions entre la Russie et l'Ukraine aurait des répercussions défavorables sur la croissance mondiale.

### ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

**L'inflation demeure faible au niveau mondial, reflétant la baisse des prix de l'énergie.** Après un fléchissement depuis le milieu de l'année dernière, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est restée modérée, revenant à 0,4 % en avril 2015. Dans le même temps,

en dépit d'un léger ralentissement en avril, l'inflation annuelle hors produits alimentaires et énergie est restée plus stable, indiquant que les pressions déflationnistes globales sont demeurées plus modérées. Hors pays de l'OCDE, l'inflation est restée faible en Chine et en Inde. En revanche, l'inflation est restée élevée au Brésil et en Russie, la dépréciation de la monnaie ayant entraîné une hausse des prix des importations (cf. graphique 4).

**À plus long terme, l'inflation mondiale devrait se renforcer progressivement.** Les baisses antérieures des prix des matières premières devraient contribuer à la faiblesse de l'inflation mondiale à court terme, mais cette dernière devrait s'accélérer lorsque ces effets décalés s'atténuieront. Par la suite, le redressement attendu de l'activité économique mondiale devrait réduire les capacités de production inutilisées. En outre, la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole indique une reprise progressive au cours des prochaines années, de même que les prix des contrats à terme sur les matières premières hors pétrole.

## 2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas vers mi-avril, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont retrouvé début juin les niveaux observés en janvier à peu près au moment de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme – APP). Dans une perspective plus longue, toutefois, la plupart des rendements des emprunts publics dans la zone euro restent très bas sur l'ensemble des échéances. Les autres actifs financiers ont été fortement influencés par les marchés de la dette souveraine, les rendements des obligations du secteur privé reflétant les rendements souverains et les performances des marchés boursiers de la zone euro suivant étroitement la baisse puis la remontée ultérieure des rendements dans la zone. Le taux de change effectif de l'euro est demeuré globalement stable au cours des derniers mois.

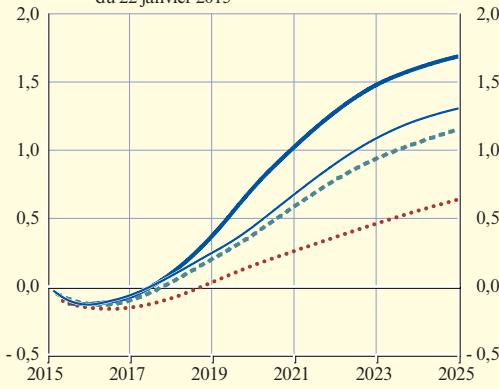
**Après avoir atteint des niveaux historiquement bas vers mi-avril, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont retrouvé début juin les niveaux observés en janvier au moment de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs.** Durant la première moitié de la période sous revue, soit de début mars à mi-avril, on a constaté une nouvelle contraction significative des rendements dans l'ensemble de la zone euro. Au cours de cette période, le taux anticipé de l'Eonia à dix ans a diminué de quelque 50 points de base (cf. graphique 5), atteignant un nouveau point bas historique de 0,65 %. Durant la seconde moitié de la période sous revue, de mi-avril à début juin, la contraction des rendements a été plus qu'inversée, le taux anticipé de l'Eonia à dix ans remontant à 1,70 % environ. Les échéances courtes étant restées ancrées par le taux de la facilité de dépôt de la BCE de – 0,20 %, la pente de la courbe des rendements s'est nettement accentuée. Les rendements souverains allemands ont enregistré des évolutions globalement similaires, le rendement des emprunts publics allemands à dix ans s'étant rapproché de zéro et le rendement à 30 ans ayant baissé à 50 points de base environ (cf. graphique 6). Début juin, ces rendements s'étaient tous deux redressés et s'inscrivaient à des niveaux comparables à ceux observés en janvier au moment de l'annonce de l'APP.

**Dans une perspective plus longue, toutefois, les rendements de la plupart des emprunts publics de la zone euro restent très bas sur l'ensemble des échéances, reflétant la politique monétaire accommodante de la BCE (notamment le programme étendu d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase*)**

**Graphique 5 Courbe des taux anticipés de l'Eonia**

(en pourcentages annuels)

- 2 juin 2015
- 20 avril 2015
- Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 mars 2015
- Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 janvier 2015

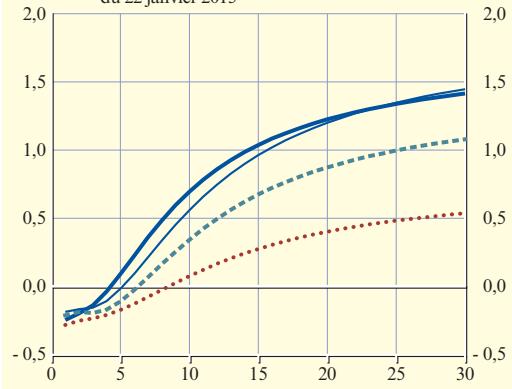


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique 6 Courbe des rendements zéro coupon pour l'Allemagne**

(en pourcentages annuels)

- 2 juin 2015
- 20 avril 2015
- Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 mars 2015
- Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 janvier 2015



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique 7 Taux des swaps Eonia**

(en pourcentages annuels)

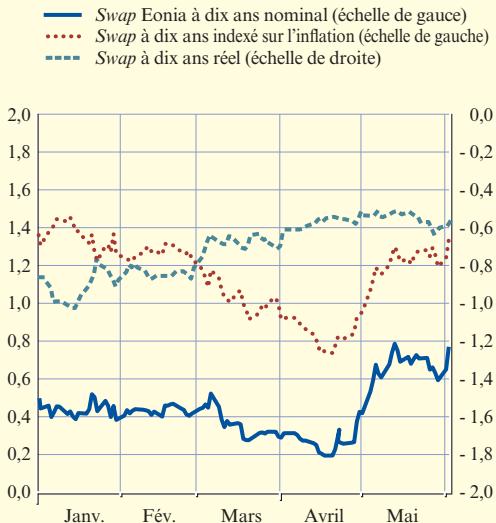


Source : Bloomberg.

Note : La dernière observation se rapporte au 2 juin 2015.

**Graphique 8 Taux des swaps à dix ans réels, nominaux et indexés sur l'inflation dans la zone euro**

(en pourcentages annuels)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le swap à dix ans réel est calculé à partir du swap Eonia à dix ans et du swap à dix ans indexé sur l'inflation. La dernière observation se rapporte au 2 juin 2015.

**programme – PSPP)).** Le fait que le PSPP a été largement anticipé par le marché bien avant son annonce transparaît dans l'ajustement significatif des rendements effectué avant même le début des achats, la baisse des taux des swaps Eonia à long terme allant jusqu'à 50 points de base entre fin août 2014 et l'annonce du PSPP en janvier (cf. graphique 7). La volatilité observée des rendements dans la zone euro après le début des achats dans le cadre du PSPP reflète probablement une conjonction de facteurs, notamment plusieurs bonnes surprises relatives à l'économie de la zone euro durant la première moitié de la période sous revue, des facteurs techniques de marché (comme des tensions sur l'offre et la faiblesse de la liquidité de marché), et un processus d'apprentissage grâce auquel le marché s'adapte aux achats massifs d'obligations du secteur public par l'Eurosystème. Entre le début des acquisitions dans le cadre du PSPP, le 9 mars, et la fin mai, les achats d'obligations du secteur public par l'Eurosystème se sont élevés à 147 milliards d'euros pour une durée moyenne légèrement supérieure à huit ans.

**La volatilité récente des rendements est principalement associée à celle des taux d'intérêt réels.** Une décomposition comptable des variations du taux des swaps Eonia à dix ans montre que la majeure partie de sa volatilité résulte de variations du taux d'intérêt réel tandis que le taux des swaps indexés sur l'inflation a été relativement stable (cf. graphique 8). La section 4 relative aux prix et aux coûts donne davantage d'informations sur les anticipations d'inflation.

**Les pays de la zone euro auxquels sont attribuées les notations les plus basses ont vu s'élargir les écarts de rendement de leurs obligations souveraines vis-à-vis de l'Allemagne au cours de la période sous revue.** Cette évolution résulte essentiellement de l'incertitude relative à l'accès au financement de la Grèce et des émissions accrues d'emprunts publics assortis d'échéances longues dans certains pays. L'écart de rendement des emprunts à dix ans a augmenté de quelque 40 points de base en Espagne et en Italie et de 60 points de base environ au Portugal. Dans une perspective de plus long terme,

toutefois, on constate une convergence significative et relativement régulière des rendements souverains dans l'ensemble de la zone euro (hormis la Grèce) après les niveaux élevés observés en juillet 2012.

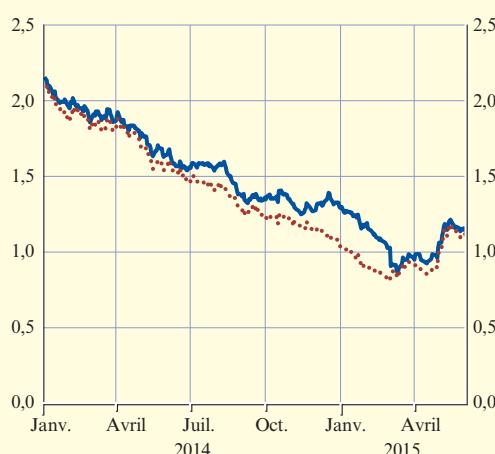
**Dans la plupart des pays, les autres classes d'actifs achetés dans le cadre de l'APP (obligations sécurisées et titres adossés à des actifs (ABS)) ont reflété les évolutions des emprunts souverains les mieux notés.** Dans plusieurs pays, toutefois, les obligations sécurisées et les ABS ont été affectés par l'incertitude qui entoure l'accès au financement de la Grèce, entraînant quelques hausses des écarts de rendement des obligations sécurisées et des niveaux de décote pour les ABS.

**Les évolutions des obligations d'entreprises et des actions s'expliquent essentiellement par celles des marchés des obligations souveraines.** Les rendements des obligations du secteur privé (pour les émetteurs tant financiers que non financiers) ont baissé au cours de la première moitié de la période sous revue, puis augmenté au cours de la seconde (cf. graphique 9), reflétant les évolutions intervenues sur les marchés des obligations souveraines. De façon analogue, les marchés boursiers de la zone euro ont réalisé de solides performances durant la première moitié de la période sous revue, l'indice boursier large EuroStoxx enregistrant une hausse de quelque 7 % mi-avril. Ces bons résultats ont coïncidé avec une baisse des rendements souverains de la zone euro, qui a entraîné une diminution des coûts de financement futurs anticipés et une augmentation de la valeur actualisée des bénéfices futurs anticipés des entreprises. Lorsque les rendements des obligations souveraines ont augmenté à nouveau, la majorité des gains enregistrés sur les marchés boursiers ont été annulés, la progression de l'indice EuroStoxx étant inférieure à 1 % sur l'ensemble de la période sous revue. Aux États-Unis, l'indice boursier Standard & Poor's 500 est demeuré pratiquement inchangé sur cette période. Les rendements boursiers aux États-Unis ont dépassé ceux des marchés boursiers de la zone euro sur le long terme (cf. encadré 2).

**Graphique 9 Rendements des obligations d'entreprise dans la zone euro**

(en pourcentages annuels)

- Secteur financier
- Secteur non financier



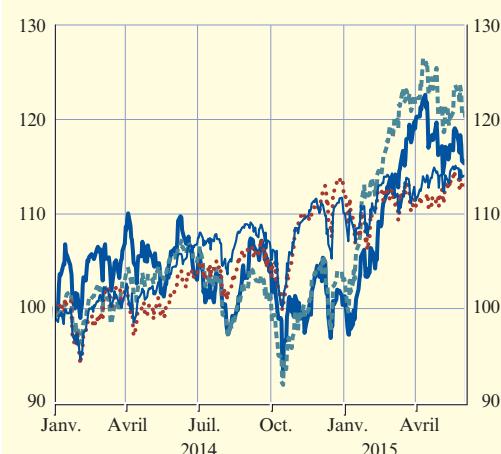
Sources : iBoxx et BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 2 juin 2015.

**Graphique 10 Indices boursiers des secteurs financier et non financier**

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

- Secteur financier de la zone euro
- Secteur financier des États-Unis
- Secteur non financier de la zone euro
- Secteur non financier des États-Unis



Source : Thomson Reuters.

Note : Sur la base des indices de marchés Datastream. La dernière observation se rapporte au 2 juin 2015.

## Les performances des actions des secteurs financier et non financier de la zone euro ont été largement analogues durant la période sous revue.

Depuis début 2014, les performances des actions non financières ont été nettement supérieures à celles des actions financières dans la zone euro (cf. graphique 10), tandis qu'aux États-Unis, les performances des actions financières et non financières ont été comparables.

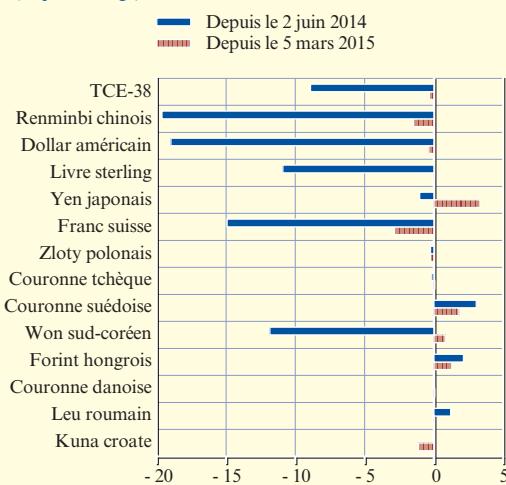
## L'Eonia a progressivement diminué dans un contexte d'excédent de liquidité plus élevé.

Les niveaux plus élevés de l'excédent de liquidité résultant des achats effectués dans le cadre de l'APP et de l'opération de refinancement à plus long terme ciblée allouée en mars ont amorcé une baisse graduelle de l'Eonia, qui est revenu de  $-0,06\%$  le 5 mars à  $-0,12\%$  le 2 juin. Le pic de l'Eonia habituellement observé à la fin du mois a été plus contenu que par le passé, le fixage de fin de mois étant négatif pour la première fois en avril. Le fixage de l'Euribor 3 mois a été négatif pour la première fois le 21 avril, et il s'est établi à  $-0,01\%$  le 2 juin. L'encadré 3 examine plus en détail les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire.

**Le taux de change effectif de l'euro est demeuré globalement stable au cours des derniers mois** (cf. graphique 11). Entre début mars et mi-avril, l'euro s'est globalement affaibli par rapport aux autres grandes devises et a connu une volatilité légèrement plus forte que les mois précédents, conformément aux modifications de la perception des perspectives de taux d'intérêt dans la zone euro par rapport à celles d'autres grandes économies. Par la suite, durant la période allant jusqu'à mi-mai, l'euro s'est nettement apprécié, tant en termes effectifs que vis-à-vis du dollar des États-Unis, effaçant ainsi certaines de ses pertes, sur fond de réduction des écarts de rendements obligataires à long terme entre les États-Unis et la zone euro. Pendant la deuxième quinzaine de mai, toutefois, l'euro s'est à nouveau affaibli, revenant à des niveaux comparables à ceux de début mars et s'inscrivant  $8,9\%$  au-dessous du niveau observé un an plus tôt. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié de  $0,4\%$  par rapport au dollar entre début mars et le 2 juin. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis de la livre sterling, du franc suisse, du rouble russe et du renminbi chinois. En revanche, il s'est apprécié par rapport au yen japonais et aux devises des pays exportateurs de matières premières, ainsi qu'aux devises de nombreuses économies de marché émergentes. La couronne danoise a continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II.

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Variations en pourcentage par rapport au 2 juin 2015. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

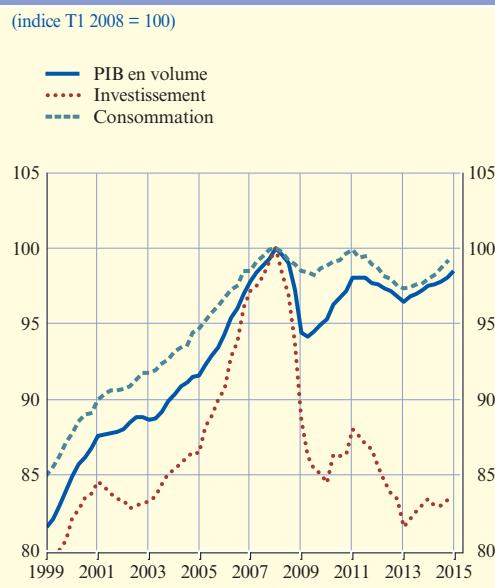
### 3 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

*La reprise économique dans la zone euro a continué de se raffermir progressivement et les marchés du travail se sont améliorés. De plus, certains facteurs ont apporté récemment un soutien supplémentaire à l'activité de la zone euro. Le recul des prix du pétrole accroît le revenu disponible réel, soutenant ainsi la consommation privée. La baisse récente du taux de change de l'euro favorise les exportations. Le programme étendu d'achats d'actifs (asset purchase programme – APP) de la BCE devrait encore contribuer à l'assouplissement des conditions de financement et à l'amélioration de l'accès au crédit, y compris pour les petites et moyennes entreprises (PME). La reprise conjoncturelle devrait devenir de plus en plus autonome au cours des prochains trimestres, alimentée par la demande tant intérieure qu'extérieure, et le chômage devrait encore diminuer. Les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,5 % en 2015, de 1,9 % en 2016 et de 2,0 % en 2017.*

**La demande intérieure s'est renforcée au premier trimestre 2015.** Le PIB en volume a progressé de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015, après 0,3 % au quatrième trimestre 2014 (cf. graphique 12). Même si aucune ventilation n'était disponible à la date d'arrêté du présent *Bulletin économique*, les indicateurs économiques et les données par pays semblent indiquer que la demande intérieure a continué d'être le principal moteur de la croissance au premier trimestre 2015. On observe également que les exportations nettes ont contribué de façon légèrement négative à la croissance, sous l'effet notamment d'une faible demande en provenance des marchés émergents.

**Les données tirées d'enquêtes font état d'une poursuite de la reprise conjoncturelle au deuxième trimestre 2015.** L'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique se sont améliorés entre le premier trimestre 2015 et les deux premiers mois

**Graphique 12 PIB en volume de la zone euro, investissement et consommation**



**Graphique 13 Croissance du PIB en volume de la zone euro et ses composantes**



Notes : Les données allant jusqu'au quatrième trimestre 2014 sont brutes. La croissance du PIB pour le premier trimestre 2015 est évaluée à l'aide de l'estimation rapide, qui est corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrés.

du deuxième trimestre. En outre, en avril et en mai, les deux indicateurs se sont inscrits en moyenne au-dessus de leurs moyennes à long terme respectives.

### La reprise économique a conservé son élan et s'est étendue à l'ensemble des pays depuis début 2015.

Premièrement, le niveau relativement bas des prix du pétrole a contribué à une hausse importante du revenu disponible réel des ménages. Deuxièmement, la demande intérieure continuera de bénéficier de l'amélioration en cours des conditions de financement favorisée par l'orientation accommodante de la politique monétaire, ainsi que de l'assouplissement des conditions d'offre du crédit, comme en témoigne l'assouplissement net à la fois des critères d'octroi et des conditions attachées aux prêts dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Troisièmement, l'activité dans la zone euro devrait être de plus en plus soutenue par l'affermissement progressif de la demande extérieure et par la dépréciation de l'euro. De plus, des facteurs tels que l'ajustement des bilans des secteurs privé et public, qui avaient contribué à la récente période prolongée de très faible croissance du PIB en volume, s'inversent progressivement et exercent une influence moins négative sur l'activité économique dans la zone euro. Par ailleurs, le processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel devrait être arrivé à son terme dans de nombreux pays, comme l'indique le retourment de l'évolution des prix sur ces marchés. D'après les estimations, l'accélération de la croissance du PIB au premier trimestre de l'année a également concerné l'ensemble des pays de la zone euro.

### L'évaluation selon laquelle la reprise économique devrait se poursuivre se reflète également dans les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème<sup>1</sup>.

Selon ces projections, la reprise économique dans la zone devrait se renforcer progressivement durant les trois prochaines années. La demande tant intérieure qu'extérieure devrait contribuer de façon positive à la croissance. Les mesures de politique monétaire de la BCE devraient apporter un soutien à l'activité à court et à moyen terme, par différents canaux. Les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse annuelle du PIB en volume de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017 (cf. graphique 14).

### La consommation reste le principal moteur de la croissance et s'est renforcée début 2015.

La croissance de la consommation privée, qui a été le principal moteur de la reprise économique au cours des derniers trimestres, devrait s'être encore accentuée au premier trimestre 2015, sous l'effet largement bénéfique d'une plus forte progression du revenu disponible réel reflétant la baisse des prix de l'énergie, de la hausse de l'emploi et de la réduction de l'assainissement budgétaire. Après une progression trimestrielle

Graphique 14 PIB en volume de la zone euro (y compris projections)



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, publié sur le site internet de la BCE le 3 juin 2015.

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

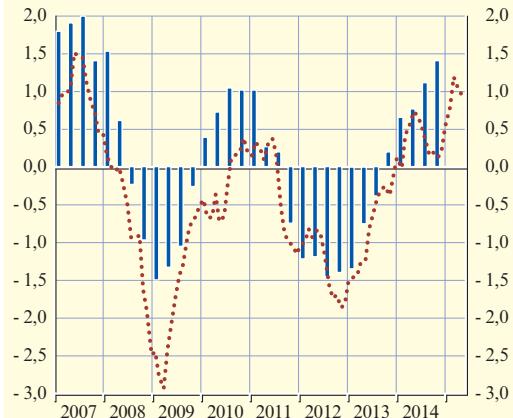
1 Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié sur le site internet de la BCE le 3 juin 2015.

de 0,4 % au quatrième trimestre 2014, les indicateurs à court terme font état d'une nouvelle hausse relativement robuste de la consommation au premier trimestre 2015. Par exemple, la croissance cumulée du commerce de détail et des immatriculations de voitures dans la zone euro est ressortie à 1,1 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015, et s'est poursuivie au même rythme en avril. Les données d'enquêtes font état d'une poursuite de la dynamique robuste des dépenses de consommation au deuxième trimestre de l'année. Par exemple, l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, établi par la Commission européenne, qui fournit une indication assez fiable des évolutions tendancielles de la consommation privée, s'est nettement amélioré au premier trimestre de l'année. En dépit d'une légère baisse en avril et en mai, il reste aux niveaux constatés avant la crise et très au-dessus de sa moyenne de long terme (cf. graphique 15).

**Graphique 15 Consommation privée et confiance des consommateurs dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage; centrées)

— Consommation privée réelle  
····· Confiance des consommateurs



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

**La progression des dépenses de consommation privée devrait rester l'un des principaux facteurs du redressement de l'activité.** À court terme, la consommation privée devrait bénéficier des perspectives de croissance favorables du revenu disponible réel, en dépit de l'inversion partielle de la baisse des prix de l'énergie, qui devrait atténuer légèrement cette dynamique. Par la suite, les revenus salariaux devraient se redresser, sous l'effet de la croissance régulière de l'emploi et de l'augmentation de la rémunération par tête nominale.

**Les dépenses d'investissement ont légèrement augmenté au cours des derniers trimestres.** Après la contraction de l'investissement observée mi-2014, en raison de l'atonie de la demande, du nécessaire désendettement des entreprises et de l'incertitude politique et économique, la FBCF de la zone euro a enregistré une faible croissance au quatrième trimestre 2014, sous l'effet d'une hausse de l'investissement dans la construction, tandis que l'investissement hors construction est demeuré atone. Au premier trimestre 2015, l'investissement total dans la zone euro devrait afficher une progression modérée en rythme trimestriel, compte tenu de la hausse de la production industrielle de biens d'équipement, de l'augmentation notable de l'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière et de la poursuite de l'amélioration de la confiance dans le secteur des biens d'équipement. S'agissant de l'investissement dans la construction, l'augmentation de la production, bien que modeste par rapport au quatrième trimestre, et la poursuite de l'amélioration des indicateurs de confiance témoignent d'une croissance modérée au premier trimestre.

**La croissance de l'investissement des entreprises devrait progressivement se redresser.** Même si l'indice des directeurs d'achat pour le secteur des biens d'équipement s'est légèrement détérioré en avril et en mai, l'investissement des entreprises devrait progressivement devenir un facteur plus important de la reprise de la zone euro, conformément aux évolutions passées. Le redressement progressif de l'investissement des entreprises sera soutenu par le renforcement de la demande intérieure et extérieure, par la nécessité de moderniser et de reconstituer le stock de capital vieillissant et par l'orientation accommodante de la politique monétaire, considérablement amplifiée par les mesures non conventionnelles de politique monétaire et notamment par le programme étendu d'achats d'actifs.

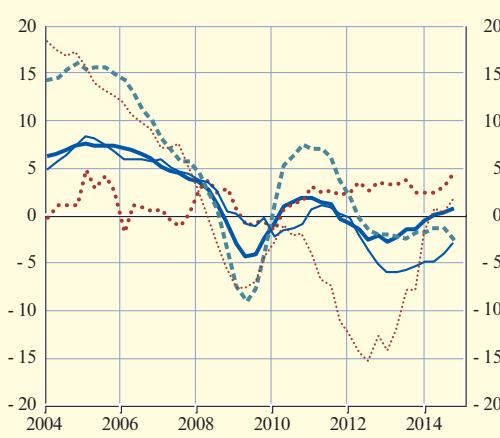
**Une reprise modérée de l'investissement dans la construction devrait débuter en 2015.** Un début de redressement se produira en 2015, après une période de faiblesse prolongée, soutenu par le très bas niveau des taux hypothécaires dans la plupart des pays, l'assouplissement des conditions de financement et l'accélération de la croissance du revenu disponible. La poursuite des corrections du marché de l'immobilier résidentiel observée dans certains pays, comme l'atteste le retournement des prix des logements (cf. graphique 16), soutiendra également l'investissement résidentiel au fil du temps.

**Selon les estimations, les exportations ont connu une croissance modérée début 2015, étant affectées défavorablement par une demande mondiale moins résistante que prévu.** Alors que les exportations de biens et services de la zone euro ont progressé de 0,8 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2014, un ralentissement a été observé début 2015. Au cours des premiers mois de 2015, les exportations vers les États-Unis et l'Amérique latine se sont encore renforcées, tandis que les exportations vers la Chine et les autres économies asiatiques ont été modérées (cf. graphique 17). Les indicateurs disponibles tirés d'enquêtes vont dans le sens d'un rebond des exportations de la zone euro au deuxième trimestre 2015. Les exportations de la zone euro devraient continuer de progresser au second semestre 2015 et au-delà, soutenues par un renforcement progressif de la demande mondiale et par l'effet décalé de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. Cependant, cette progression devrait être bien inférieure au rythme constaté avant la crise, reflétant à la fois une activité mondiale inférieure en moyenne et une élasticité du commerce mondial plus faible par rapport à la croissance. Les importations de la zone euro devraient encore s'accroître au deuxième trimestre 2015 et continuer de se renforcer à moyen terme parallèlement au redressement de la demande intérieure. En conséquence, les exportations nettes devraient apporter une contribution légèrement positive à la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection.

**Graphique 16 Prix de l'immobilier résidentiel**

(variations annuelles en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

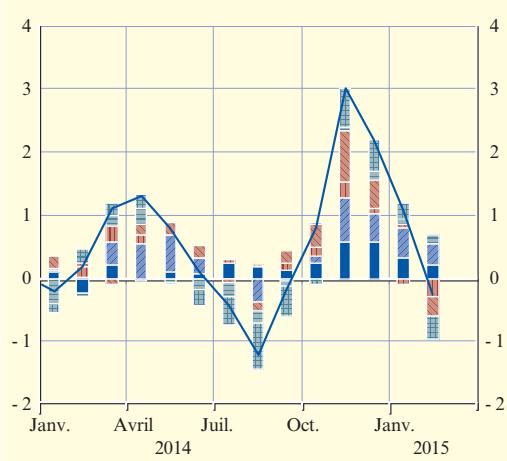


Sources : Données nationales et calculs de la BCE.

**Graphique 17 Exportations de biens en volume hors zone euro et principaux partenaires commerciaux**

(variations en pourcentage en glissement sur 3 mois; contributions en points de pourcentage)

- Europe hors UE
- Chine
- Amérique latine
- États-Unis
- Asie hors Chine
- Autre
- Total



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données pour le premier trimestre 2015 portent sur janvier et février seulement.

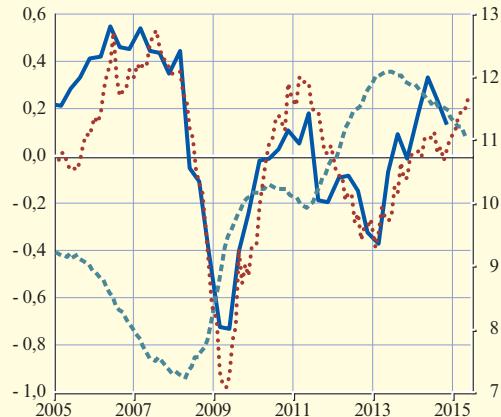
L'encadré 4 examine les récentes évolutions des transactions courantes dans les pays de la zone euro caractérisés par d'importants déficits avant la crise.

**La reprise de la zone euro devrait intervenir dans le contexte d'une orientation budgétaire globalement neutre entre 2015 et 2017.** L'orientation budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier, devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection. L'orientation restrictive des années précédentes résultait essentiellement du maintien d'une croissance modérée des dépenses publiques par rapport à la croissance tendancielle du PIB nominal. Cette tendance se prolongera, mais elle sera largement compensée entre 2015 et 2017 par des baisses des impôts directs et des cotisations sociales. L'incidence positive des stabilisateurs budgétaires automatiques sur la demande intérieure diminuera à mesure que l'économie se redressera.

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

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

— Emploi (échelle de gauche)  
··· Perspectives d'emploi issues de l'indice des directeurs d'achat (échelle de gauche)  
- - - Taux de chômage (échelle de droite)



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

**La situation sur le marché du travail de la zone euro continue de s'améliorer progressivement.** Les effectifs employés (cf. graphique 18) ont modérément progressé, de 0,1 % en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2014 (dernière période pour laquelle des données sont disponibles). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été tirée par le secteur des services (notamment les services professionnels et les services non marchands). Dans le même temps, l'emploi dans les activités financières et d'assurance a continué de diminuer, pour le onzième trimestre consécutif. L'emploi dans l'industrie hors construction n'a que modestement progressé, tandis que les effectifs employés dans la construction ont considérablement baissé après une hausse temporaire au troisième trimestre. Le total des heures travaillées a continué de progresser au dernier trimestre 2014, à un rythme plus rapide que lors des trimestres précédents. Les résultats tirés d'enquêtes indiquent une amélioration continue de l'emploi au premier semestre 2015. Les indicateurs prospectifs font également état d'une nouvelle amélioration de la situation sur le marché du travail.

**Le chômage a continué de diminuer graduellement à partir des niveaux élevés observés début 2015.** Le taux de chômage de la zone euro est revenu à 11,2 % au premier trimestre 2015, après 11,4 % au quatrième trimestre 2014. De plus, en avril 2015, le taux de chômage a diminué pour s'établir à 11,1 %, son niveau le plus faible depuis mars 2012, encore supérieur toutefois de près de quatre points de pourcentage à son point bas d'avant la crise. Les baisses actuelles des taux de chômage concernent l'ensemble des catégories (hommes et femmes) et la plupart des économies de la zone euro, même si des différences importantes subsistent au niveau des tranches d'âge et des pays.

**La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait encore s'améliorer à court et à moyen terme.** La croissance de l'emploi devrait légèrement s'accélérer au cours des prochains trimestres, grâce au renforcement de la reprise. Par conséquent, le taux de chômage de la zone euro devrait encore baisser avec la généralisation de la reprise.

**Cependant, plusieurs facteurs continuent de modérer la reprise de l'activité globale.** L'endettement du secteur public a continué d'augmenter, bien qu'à un rythme plus lent, et devrait rester à des niveaux élevés dans certains pays. Malgré une amélioration d'ensemble, les évolutions du marché du travail resteront assombries par un chômage structurel élevé, en particulier dans certains des pays les plus affectés par la crise. Ces deux facteurs devraient contribuer à maintenir des tensions à la hausse sur l'épargne de précaution des ménages. La lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles continue également de peser sur la croissance dans un certain nombre de pays. Par ailleurs, les perspectives relativement faibles de la croissance potentielle, l'incertitude prolongée liée à la situation de la Grèce ainsi que les tensions géopolitiques extérieures à la zone euro risquent de continuer de peser sur les dépenses d'investissement.

**Tout en demeurant orientés à la baisse, les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro sont devenus plus équilibrés en raison des décisions de politique monétaire de la BCE et des évolutions des prix du pétrole et des taux de change.** Les risques à la baisse sur les perspectives d'activité économique incluent une nouvelle hausse des tensions géopolitiques, un ralentissement plus sensible des économies de marché émergentes et une incidence moins favorable que prévu des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et du programme étendu d'achats d'actifs. D'autres risques à la baisse pesant sur la croissance du PIB en volume découlent d'un resserrement plus rapide qu'attendu de la politique monétaire aux États-Unis, entraînant des répercussions négatives sur certaines économies de marché émergentes, et d'un rebond plus important que prévu des prix du pétrole. Ces risques à la baisse ne sont qu'en partie contrebalancés par des risques à la hausse liés à une incidence plus forte que prévu des réformes structurelles et des programmes d'investissement de l'UE sur l'activité.

## 4 PRIX ET COÛTS

*L'inflation totale a atteint un point bas début 2015, les pressions à la baisse liées à l'évolution des prix de l'énergie s'étant atténuées. D'après les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation devrait s'établir à 0,3 % en moyenne en 2015, mais augmenter ensuite de façon significative pour s'inscrire à 1,5 % en 2016 puis à 1,8 % en 2017. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 0,8 % en 2015 à 1,4 % en 2016 et ressortir à 1,7 % en 2017. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif du Conseil des gouverneurs de la BCE, en particulier la transmission des mesures de politique monétaire et les évolutions géopolitiques, ainsi que les variations du taux de change et des prix de l'énergie.*

### **L'inflation totale pour la zone euro a suivi une trajectoire haussière au cours des derniers mois.**

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH est devenue positive, à 0,3 % en mai 2015, après 0,0 % en avril et un point bas de – 0,6 % en janvier (cf. graphiques 19 et 22). Si l'essentiel du redressement observé depuis janvier s'explique par un rythme de variation annuel moins négatif pour la composante énergie, qui traduit la remontée des prix du pétrole libellés en euro, l'augmentation enregistrée entre avril et mai résulte d'une augmentation du taux de variation annuel de l'ensemble des principales composantes de l'IPCH.

**La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour la zone euro s'est accentuée, passant de 0,6 % en avril à 0,9 % en mai.** La progression enregistrée en mai reflète une accélération de l'inflation dans le secteur des services et le secteur des biens industriels hors énergie, dans lequel les prix se sont inscrits en hausse pour le troisième mois de suite. Cette mesure de l'inflation sous-jacente est restée comprise entre 0,6 % et 1,0 % depuis fin 2013. Des facteurs mondiaux, notamment l'effet de l'appréciation de l'euro depuis mai 2014 et les répercussions indirectes du fléchissement des prix du pétrole et d'autres matières premières depuis début 2015, continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'IPCH sous-jacent. Lorsque ces effets décalés s'atténuent, l'incidence de la dépréciation de l'euro sur les prix à la consommation hors énergie deviendra plus visible. Au plan intérieur, la faiblesse persistante de la demande des consommateurs et de la capacité des entreprises à imposer leurs prix ainsi que le processus d'ajustement dans certains pays de la zone euro contribuent également à expliquer la faiblesse de l'inflation sous-jacente.

**L'incidence de la dépréciation de l'euro sur l'inflation devrait devenir plus visible au cours des prochains trimestres.** Pour l'instant, cette incidence est apparue principalement dans les évolutions des prix à l'importation mais pas encore dans les prix à la production intérieure (cf. graphique 20). Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et des biens intermédiaires s'est fortement accru. Toutefois, les biens de consommation finale importés ne représentent qu'une proportion relativement faible de la composante biens de l'IPCH. De plus, les biens intermédiaires importés ne figurent qu'en amont de la chaîne des prix et, plus en aval,

**Graphique 19 Housse de l'IPCH dans la zone euro (avec projections)**



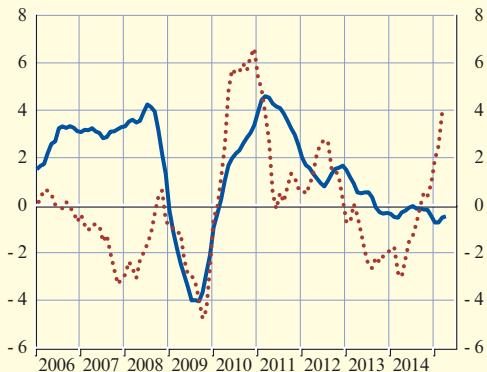
Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié sur le site internet de la BCE le 3 juin 2015.

Note : La dernière observation se rapporte à mai 2015 (estimation rapide).

**Graphique 20 Prix à la production et prix à l'importation dans l'industrie hors énergie et construction dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

- Indice des prix à la production (total pour l'ensemble de l'industrie hors énergie et construction)
- ..... Prix à l'importation hors zone euro (total pour l'ensemble de l'industrie hors énergie et construction)



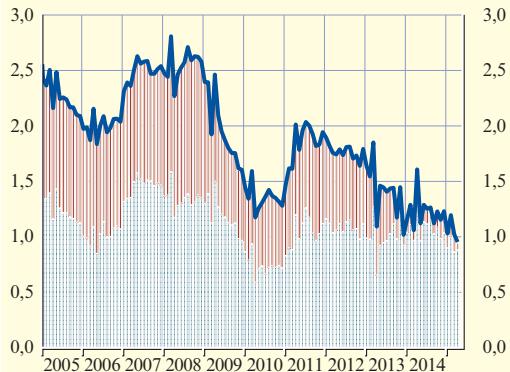
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2015 pour les prix à l'importation et à avril 2015 pour les prix à la production.

**Graphique 21 Housse des prix des services dans les pays en difficulté ou précédemment en difficulté et dans les autres pays de la zone euro**

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

- Housse des prix des services dans la zone euro
- Pays en difficulté ou précédemment en difficulté
- Autres pays



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2015. Les pays en difficulté ou précédemment en difficulté comprennent l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovénie.

les prix à la production des biens de consommation finale hors produits alimentaires doivent encore se redresser sensiblement. Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux tensions en amont de la chaîne de production confirment également ce scénario. Les données ressortant de l'indice des directeurs d'achat pour mai indiquent que les prix des consommations intermédiaires se redressent tandis que les prix facturés demeurent globalement stables. Une réaction différée de l'IPCH à la dépréciation de l'euro est normale, en raison non seulement de la diffusion progressive de cette dépréciation *via* une hausse des coûts des consommations intermédiaires, mais aussi parce que l'incidence déroulera en partie, avec un décalage plus important toutefois, de l'augmentation de la demande de biens et de services liée à l'effet activité et à l'effet revenu résultant de la diminution du taux de change. Globalement, la baisse du taux de change devrait se diffuser progressivement. L'encadré 5 examine plus en détail les effets du taux de change.

**Les tensions s'exerçant sur les prix au plan intérieur sont jusqu'à présent restées modérées, en raison principalement d'une faiblesse de la demande.** Après 1,9 % début 2012, la hausse des prix des services s'est ralentie à 1,2 % en décembre 2014 puis à 1,0 % en avril 2015 avant de s'accentuer à 1,3 % en mai. La variation des prix des services tendanciellement négative observée ces dernières années reflète la faiblesse de la progression des salaires et des marges bénéficiaires, qui a été modestement contrebalancée par des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés. Si l'on considère les différents pays, le ralentissement de l'inflation dans le secteur des services a été particulièrement prononcé dans les pays en difficulté ou ayant connu des difficultés (cf. graphique 21). Cette situation peut refléter, d'une part, une hausse des salaires et une plus grande flexibilité des prix à la suite des réformes structurelles et, d'autre part, la profondeur de la crise.

**La hausse de l'IPCH pour la zone euro devrait se redresser en 2015 et encore s'accentuer en 2016 et en 2017.** Sur la base des informations disponibles mi-mai, les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle

**Graphique 22 Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les enquêtes**

(variations annuelles en pourcentage)

- Inflation effective mesurée par l'IPCH
- Prévision du Consensus économique
- Prévision de l'EPP (T2 2015)



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

Notes : Inflation effective jusqu'à mai 2015 (estimations rapides) ; les données de l'EPP reposent sur les résultats de l'enquête du T2 2015. Les données du Consensus économique reposent sur la prévision de mai 2015 pour 2015 et 2016 et sur celle d'avril 2015 pour les autres années.

**Graphique 23 Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés**

(variations annuelles en pourcentage)

- Taux anticipé à 1 an dans 2 ans
- Taux anticipé à 1 an dans 4 ans
- Taux anticipé à 1 an dans 9 ans
- Taux anticipé à 5 ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans
- ..... Swap d'inflation au comptant à 10 ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 1<sup>er</sup> juin 2015.

de l'IPCH de 0,3 % en moyenne en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2015, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2015 et sont demeurées inchangées pour 2016 et 2017. L'IPCH devrait rester faible au cours des prochains mois, jusqu'à ce que des effets de base haussiers, conjugués aux hausses attendues des prix du pétrole intégrées dans les prix des contrats à terme, dopent l'inflation totale fin 2015. L'inflation devrait continuer à s'accélérer en 2016 et en 2017 : les tensions intérieures sur les prix se renforceront, avec des hausses des salaires et des marges bénéficiaires résultant de la résorption continue de la sous-utilisation des capacités productives et des pressions extérieures à la hausse persistantes sur les prix, qui reflètent les effets décalés du canal du taux de change et l'orientation haussière de la courbe des contrats à terme sur le pétrole.

**Les perspectives d'inflation sont cohérentes avec l'augmentation des mesures des anticipations d'inflation pour la zone euro, qu'elles soient tirées d'enquêtes ou fondées sur le marché, par rapport aux bas niveaux observés en janvier.** Les anticipations d'inflation à court terme tirées d'enquêtes et fondées sur le marché, telles que mesurées par les taux des *swaps* indexés sur l'inflation, se sont récemment redressées, notamment pour 2016 et 2017. Le redressement des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro tirées d'enquêtes, qui se sont établies à 1,8 % environ, indique que les prévisionnistes professionnels sont plus confiants dans un retour de l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme (cf. graphique 22). De plus, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est passé d'environ 1,5 % en janvier à quelque 1,8 % début juin, tandis que celui des *swaps* au comptant à dix ans a augmenté sur la même période, passant de moins de 1 % à environ 1,4 % (cf. graphique 23). Un redressement similaire a été observé pour les autres

mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché, notamment les points morts d'inflation dérivés d'obligations souveraines indexées sur l'inflation de différentes juridictions. Le rebond des anticipations d'inflation fondées sur le marché a été plus prononcé dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, ce qui semble indiquer que les intervenants de marché réduisent, dans une certaine mesure, le risque à la baisse intégré pendant un temps dans les anticipations d'inflation pour la zone euro. Au total, cela implique que les risques d'apparition de forces déflationnistes ou ceux liés aux effets de second tour relatifs au récent fléchissement des prix du pétrole se sont nettement atténués au cours des derniers mois.

**Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feraient l'objet d'un suivi attentif**, axé en particulier sur la transmission des mesures de politique monétaire et les évolutions géopolitiques, ainsi que sur les variations du taux de change et des prix de l'énergie.

## 5 MONNAIE ET CRÉDIT

*Dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt, la croissance de la monnaie et des prêts a poursuivi son redressement. Sous l'effet du programme étendu d'achats d'actifs (asset purchase programme – APP), les indicateurs monétaires se sont encore améliorés. Si la dynamique du crédit est restée faible, la croissance des prêts au secteur privé a continué de se renforcer. Les coûts de financement des banques ont encore diminué au premier trimestre 2015. L'assouplissement des conditions du crédit soutient toujours la poursuite du redressement de la croissance des prêts, en particulier pour les entreprises. En outre, les écarts de taux débiteurs bancaires entre les pays se sont encore resserrés. Au total, les évolutions récentes confirment que les mesures de politique monétaire de la BCE contribuent à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et à assouplir les conditions du crédit bancaire.*

**Le redressement de la croissance de M3 s'est accentué.** En avril, la progression annuelle de M3 s'est inscrite en hausse à 5,3 %, après 4,0 % au premier trimestre 2015 et un point bas à 0,8 % en avril 2014 (cf. graphique 24). Cette plus forte croissance de M3 résulte essentiellement de l'agrégat monétaire étroit M1, qui reflète principalement le faible coût d'opportunité de la détention des composantes les plus liquides de M3. Les cessions d'obligations du secteur public, d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs auxquelles le secteur détenteur de monnaie a procédé dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs ont également contribué à cette évolution. Par conséquent, la croissance annuelle de M1 s'est encore accélérée, atteignant 10,5 % en avril 2015, après 9,0 % au premier trimestre 2015. Les évolutions récentes de l'agrégat étroit, qui est considéré comme un indicateur avancé de la croissance économique dans la zone euro, soutiennent les perspectives d'une poursuite de la reprise de l'activité économique.

**Les détenteurs de monnaie privilégient les dépôts à vue.** Le contexte de très bas niveau des taux d'intérêt et le profil plat de la courbe des rendements incitent les détenteurs de monnaie à privilégier les placements en dépôts à vue inclus dans M3. M1 a apporté une contribution significative à la croissance de M3 en avril, sous l'effet de la forte progression des dépôts à vue détenus à la fois par les ménages et par les sociétés non financières (SNF) (cf. graphique 25).

Graphique 24 M3, M1 et prêts au secteur privé

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

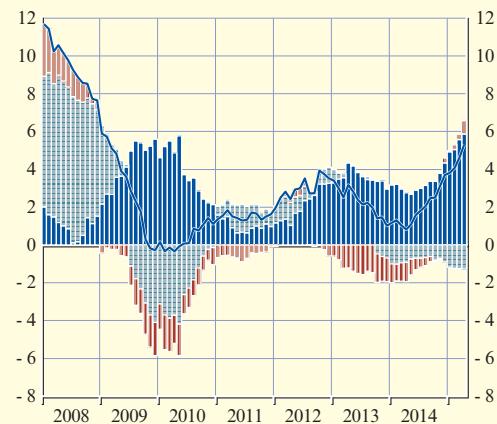
— M3  
··· M1  
- - - Prêts au secteur privé



Graphique 25 M3 et ses composantes

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

— M1  
— Instruments négociables  
— Autres dépôts à court terme  
— M3



La préférence du secteur détenteur de monnaie pour les actifs les plus liquides, en particulier les dépôts à vue, témoigne de la poursuite de la constitution de volants de liquidité. Le niveau faible (et en baisse) de la rémunération des actifs monétaires moins liquides a contribué en avril à la poursuite de la contraction des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue. En outre, le taux de variation des instruments négociables (M3-M2), qui ont un poids relativement faible dans M3, a fortement augmenté pour s'établir à 11,6 %, après être devenu positif à la fin du quatrième trimestre 2014. Cette hausse a concerné l'ensemble des sous-composantes.

**Les réaménagements de portefeuille soutiennent la croissance de l'agrégat large.** Une évaluation des contreparties de M3 (cf. graphique 26) montre que sa dynamique est essentiellement déterminée par des arbitrages de portefeuille au détriment des engagements financiers à long terme et, dans une moindre mesure, par des flux en diminution, bien que toujours positifs, au profit des avoirs extérieurs nets des IFM. Le retournement de la dynamique des prêts a également apporté une contribution positive. La contraction annuelle des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) des IFM détenus par le secteur détenteur de monnaie s'est accentuée, ressortant à -5,7 % au premier trimestre 2015 et à -6,4 % en avril 2015, contre -4,8 % au quatrième trimestre 2014. Sa forte contribution à la croissance de M3 reflète plus particulièrement le profil plat de la courbe des rendements. Par rapport au pic qu'elle avait atteint mi-2014, la contribution de la position extérieure nette du secteur des IFM s'est fortement atténuée au premier trimestre 2015, demeurant toutefois positive grâce à l'excédent élevé du compte des transactions courantes. Ce recul résulte de sorties nettes plus élevées de la zone euro enregistrées par les titres de créance, supérieures à l'augmentation des entrées nettes dans la zone euro au titre des placements en actions, reflétant l'intérêt persistant des investisseurs étrangers pour les actions de la zone euro.

### La solvabilité et la position de liquidité des banques de la zone euro sont globalement robustes.

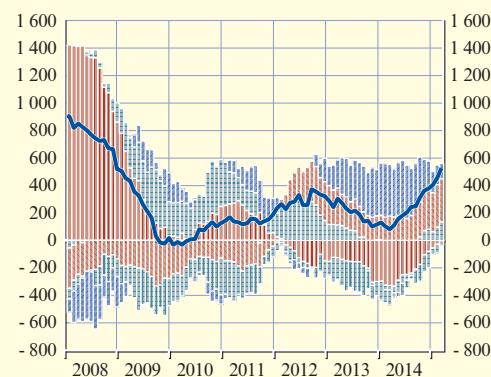
Elles ont amélioré leurs ratios de fonds propres en partie grâce au renforcement des émissions d'actions, mais également par le biais d'un processus de désendettement et d'un durcissement des conditions de distribution du crédit (durcissement des critères d'octroi, écarts de taux plus importants sur les prêts). Cette importance accordée aux ajustements de bilan et les progrès substantiels accomplis s'agissant des ratios de fonds propres ont permis de poser les conditions d'une amélioration durable du canal du crédit bancaire de la politique monétaire.

**Les coûts de financement des banques ont encore diminué au premier trimestre 2015.** La baisse des coûts de financement des banques est très largement liée au programme étendu d'achats d'actifs. Le caractère favorable des conditions de financement bancaire se reflète dans les rendements des obligations bancaires non garanties, qui sont revenus à des niveaux historiquement bas au premier trimestre 2015, s'établissant en moyenne à 0,8% par an en mars 2015. Le coût des dépôts bancaires a également encore diminué, mais

Graphique 26 Contreparties de M3

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

- M3
- Créances sur le secteur privé (1)
- Créances sur les administrations publiques (2)
- Créances nettes sur les non-résidents (3)
- Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) (4)
- Autres contreparties (y compris capital et réserves) (5)



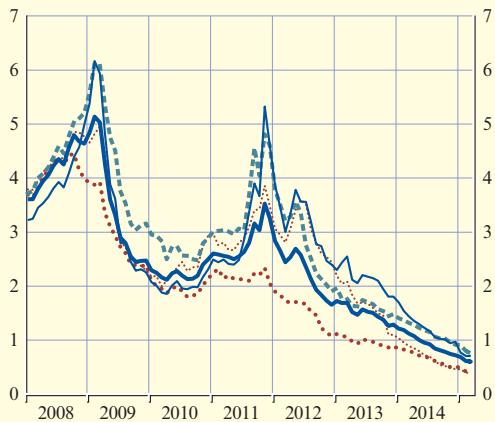
Source : BCE.

Note : M3 est indiqué à titre de référence uniquement ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ).

**Graphique 27 Coût composite du financement par endettement des banques**

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

— Zone euro  
··· Allemagne  
--- France  
— Italie  
··· Espagne

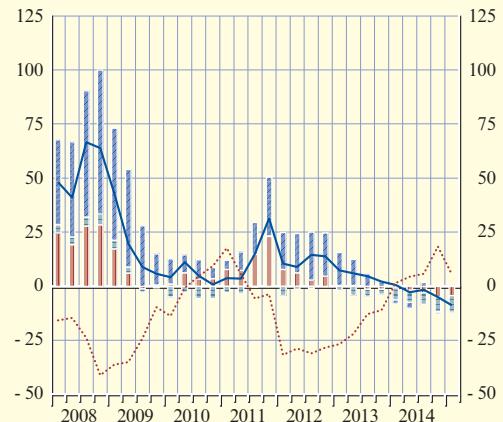


Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE.  
Notes : Moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt et du coût du financement par endettement de marché pondérés par les encours correspondants.

**Graphique 28 Facteurs contribuant à un durcissement des critères d'octroi de prêts aux SNF et demande nette**

(pourcentages nets moyens par catégorie)

— Critères d'octroi  
■ Coût du financement et contraintes de bilan  
— Concurrence  
— Perception du risque  
··· Demande nette



Source : BCE.

Notes : Le coût du financement et les contraintes de bilan correspondent à la moyenne non pondérée de la « position en fonds propres », de l'« accès au financement de marché » et de la « position de liquidité » ; la perception du risque à une moyenne non pondérée de la « situation économique générale et perspectives », de la « situation spécifique à un secteur ou à une entreprise et perspectives/solvabilité de l'emprunteur » et du « risque lié aux garanties exigées » ; la concurrence à la « concurrence bancaire », la « concurrence non bancaire » et la « concurrence du financement de marché ».

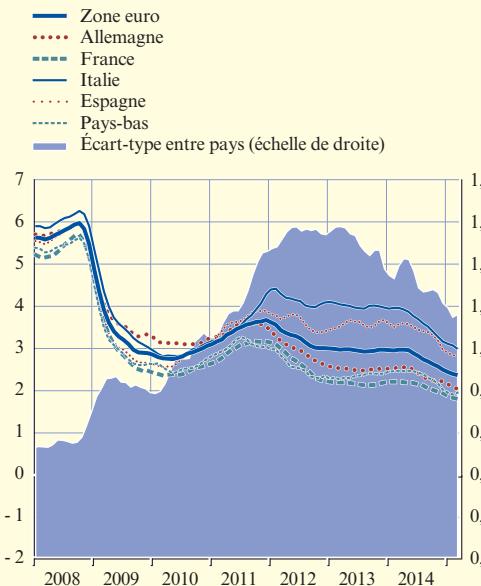
aucun élément n'indique, pour le moment, de mouvement général en territoire négatif en raison du taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE. Dans l'ensemble, l'indicateur composite du coût du financement bancaire enregistre une baisse continue (cf. graphique 27), dans un contexte de remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. À cet égard, l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro<sup>1</sup> montre que l'accès des banques au financement s'est amélioré au premier trimestre 2015 pour l'ensemble des principaux instruments de marché ainsi que pour les dépôts des particuliers. Par rapport au trimestre précédent, les améliorations ont été prononcées dans l'ensemble des principales catégories, mais tout particulièrement pour ce qui concerne l'accès des banques aux marchés de titres de créance et à la titrisation.

**L'assouplissement des conditions du crédit contribue toujours à la poursuite du redressement de la croissance des prêts, en particulier pour les entreprises.** L'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire montre que la concurrence accrue entre les banques a contribué à un assouplissement des conditions du crédit au premier trimestre 2015, qui a coïncidé avec une poursuite de la hausse de la demande de prêts des entreprises (cf. graphique 28). Les banques ont continué d'assouplir les conditions attachées aux prêts nouveaux pour l'ensemble des catégories au premier trimestre 2015, principalement sous la forme d'un nouveau resserrement des marges sur les crédits standard. Tandis que les banques ont assoupli leurs critères d'octroi de prêts aux SNF, ceux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages ont connu un léger durcissement net.

1 Cf. <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

**Graphique 29 Indicateur composite du coût d'emprunt pour les SNF**

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

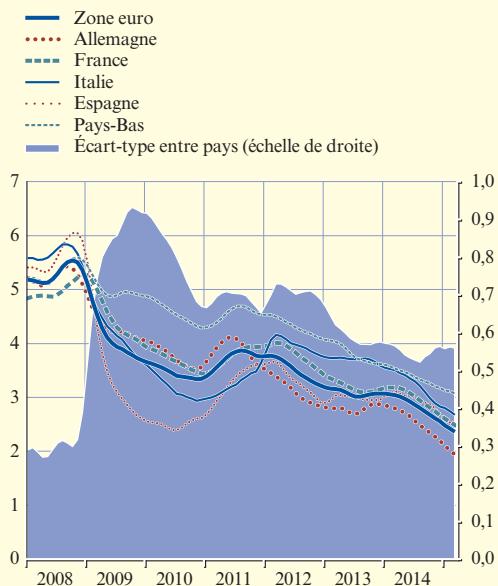


Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation porte sur mars 2015.

**Graphique 30 Indicateur composite du coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages**

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

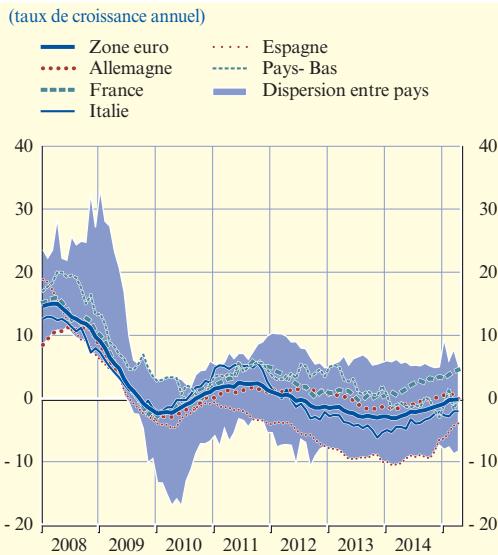
Notes : L'indicateur du coût d'emprunt est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation porte sur mars 2015.

De plus, comme le confirme l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), l'amélioration des conditions du marché du crédit s'applique non seulement aux grandes entreprises mais également aux petites et moyennes entreprises (PME). Ces évolutions positives interviennent dans un contexte où les SNF, et notamment les PME, continuent de recourir moins fréquemment aux sources de financement de marché qu'au financement bancaire (cf. encadré 6).

**La baisse des taux débiteurs des banques reflète l'effet des mesures non conventionnelles de la BCE.** D'importantes baisses du coût nominal de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières et les ménages ont été enregistrées depuis l'introduction des mesures d'assouplissement du crédit par la BCE mi-2014 et l'annonce de l'APP. Depuis le troisième trimestre 2014 notamment, lorsque la BCE a intensifié ses efforts au titre de la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire, les banques ont progressivement répercuté l'amélioration de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs : les indicateurs composites du coût d'emprunt des ménages pour le logement et des sociétés non financières de la zone euro ont diminué de, respectivement, 50 et 40 points de base environ (cf. graphiques 29 et 30).

**Les écarts de taux débiteurs bancaires entre les pays se sont encore resserrés.** En dépit de quelques évolutions encourageantes des conditions d'attribution des crédits dans l'ensemble de la zone euro, les critères d'octroi demeurent hétérogènes d'un pays et d'un secteur à l'autre. À cet égard, le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté en juin 2014 et l'APP ont favorisé un resserrement de la dispersion des coûts d'emprunt entre les différents pays. Les pays de la zone euro où les taux de croissance annuels des prêts aux SNF sont actuellement moins élevés ont également connu des baisses particulièrement prononcées des taux appliqués par les banques à ces prêts.

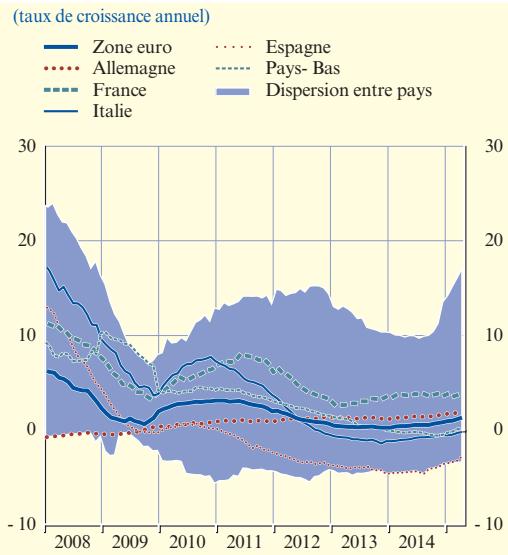
**Graphique 31 Prêts des IFM aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro**



Source : BCE.

Notes : Données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation porte sur avril 2015.

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



Source : BCE.

Notes : Données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation porte sur avril 2015.

**La dynamique du crédit est restée faible, mais la croissance des prêts au secteur privé a continué de se renforcer.** En données corrigées des cessions et de la titrisation, la progression annuelle des prêts des IFM au secteur privé a poursuivi son redressement, atteignant 0,8 % en avril 2015 après 0,5 % au premier trimestre 2015 et un point bas de -2,1 % en janvier 2014. En particulier, le recul des prêts aux SNF a continué de se ralentir (cf. graphique 31), tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est légèrement accentuée (cf. graphique 32). Ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux débiteurs des banques, qui a concerné l'ensemble de la zone euro depuis l'été 2014, ainsi que par des signes d'amélioration à la fois de l'offre et de la demande de prêts bancaires. Bien que la morosité du climat économique et le caractère historiquement restrictif des conditions de distribution du crédit continuent de peser sur l'offre de prêts dans certaines parties de la zone euro, les récentes campagnes d'enquête sur la distribution du crédit bancaire confirment le diagnostic d'une atténuation progressive des tensions qui affectent l'offre de crédit et font état d'une hausse de la demande de prêts.

**Après un redressement en 2014, le flux annuel total du financement externe consenti aux sociétés non financières s'est stabilisé au premier trimestre 2015.** La récente stabilisation reflète essentiellement la baisse des émissions nettes de titres de créance des SNF observée à la fin de l'été et au début de l'automne 2014. Les données mensuelles récentes montrent que les émissions de titres de créance ont de nouveau augmenté début 2015, après l'annonce et la mise en place du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Le coût nominal total du financement externe pour les SNF de la zone euro a poursuivi son recul au premier trimestre 2015 avant de se stabiliser à de bas niveaux en mars, la hausse du coût des fonds propres ayant été contrebalancée par la baisse du coût des prêts bancaires à long terme. En avril et en mai 2015, le coût des fonds propres est resté globalement stable, aux niveaux observés avant la crise. Le coût du financement par endettement de marché a augmenté en mai, dans une bien moindre mesure, cependant, que les rendements souverains, après être tombés à des niveaux historiquement bas en mars et en avril 2015.

## 6 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Tandis que les soldes nominaux se sont améliorés en raison du redressement conjoncturel et de l'abaissement des taux d'intérêt, l'assainissement budgétaire exprimé en termes structurels devrait globalement s'interrompre au cours des prochaines années. Cette situation est en partie le reflet du fait que les politiques budgétaires prudentes menées par le passé se sont affaiblies sur fond d'application plus souple des règles budgétaires. À l'avenir, des efforts d'assainissement supplémentaires s'avéreront nécessaires pour imprimer une trajectoire baissière durable au ratio de la dette publique.

### Le solde des administrations publiques de la zone euro dans son ensemble devrait continuer de s'améliorer.

Selon les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de déficit des administrations publiques dans la zone euro devrait retomber de 2,4 % du PIB en 2014 à 1,5 % du PIB en 2017 (cf. tableau 1). L'embellie devrait résulter de l'incidence conjoncturelle de la reprise économique et du repli des coûts de financement en cours. Le solde structurel devrait toutefois demeurer globalement inchangé jusqu'en 2017 dans la mesure où les améliorations du côté des dépenses devraient être largement contrebalancées par des allégements de la fiscalité directe et des cotisations sociales du côté des recettes. Par rapport aux projections de mars 2015, les perspectives de déficit nominal se sont légèrement redressées de par une révision à la baisse des paiements d'intérêts.

**La dette publique devrait progressivement diminuer sur l'horizon de projection, tout en demeurant à un niveau élevé.** Le ratio dette publique/PIB de la zone euro devrait retomber de son pic de 92,0 % du PIB en 2014 à 88,4 % du PIB fin 2017. Les perspectives d'amélioration de l'endettement, même si elles seront de moindre ampleur que selon les projections de mars, sont principalement imputables à des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance et à l'amélioration des soldes primaires. Le niveau d'endettement projeté reste toutefois élevé, soulignant la nécessité de consentir des efforts d'assainissement supplémentaires pour faire baisser fermement le ratio de la dette publique. Ces efforts sont d'autant plus importants que les défis à long terme posés par le vieillissement de la population sont substantiels. Selon le Rapport 2015 sur le vieillissement démographique du Comité de politique économique et de la Commission européenne, les coûts totaux du vieillissement pour l'ensemble de la zone euro devraient augmenter de 1,5 point de pourcentage du PIB d'ici 2060, ce qui les ferait alors passer à 28,3 %, des hausses bien plus vives étant attendues dans plusieurs pays de la zone euro (cf. encadré 7 pour de plus amples détails).

**Tableau I Évolutions budgétaires dans la zone euro**

(en pourcentage du PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Recettes totales	45,9	46,6	46,7	46,4	46,0	45,8
b. Dépenses totales	49,5	49,4	49,1	48,5	47,9	47,3
<i>dont :</i>						
c. Paiements d'intérêts	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Dépenses primaires (b - c)	46,5	46,6	46,5	46,0	45,5	45,1
Solde budgétaire (a - b)	- 3,6	- 2,9	- 2,4	- 2,1	- 1,8	- 1,5
Solde budgétaire primaire (a - d)	- 0,6	- 0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 3,5	- 2,2	- 1,9	- 1,7	- 1,7	- 1,4
Solde budgétaire structurel	- 3,2	- 2,2	- 1,8	- 1,7	- 1,7	- 1,4
Endettement brut	89,1	90,9	92,0	91,5	90,2	88,4
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	- 0,8	- 0,3	0,9	1,5	1,9	2,0

Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro, y compris la Lituanie (également pour la période antérieure à 2015). Les données sont conformes à celles des projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

**Après une période qui s'est poursuivie jusqu'en 2013 durant laquelle de vastes mesures d'assainissement ont été adoptées, l'orientation de la politique budgétaire devrait être globalement neutre jusqu'en 2017.**

Au vu des efforts d'assainissement limités attendus dans la zone euro, les écarts par rapport aux efforts structurels prévus par le Pacte de stabilité et de croissance devraient se creuser. Malgré la probable insuffisance des efforts structurels, les prévisions de printemps 2015 de la Commission européenne estiment que tous les pays de la zone euro qui font actuellement l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs (PDE), exception faite de l'Espagne, sont sur la voie d'une abrogation rapide de cette procédure, et ce principalement en raison de la conjoncture qui contribue à réduire les déficits. Toutefois, puisque les positions budgétaires structurelles ne s'améliorent guère, les erreurs commises durant la période antérieure à la crise, lorsqu'il s'est avéré que les améliorations des soldes nominaux n'étaient pas durables, pourraient risquer de se répéter. À mesure que la reprise conjoncturelle se raffermira, il conviendra d'insister plus lourdement sur l'importance de la soutenabilité de la dette, et de réactiver l'assainissement pour progresser vers les objectifs budgétaires à moyen terme dans tous les pays devant encore procéder à un assainissement (cf. encadré 8).



## ENCADRÉS

### Encadré I

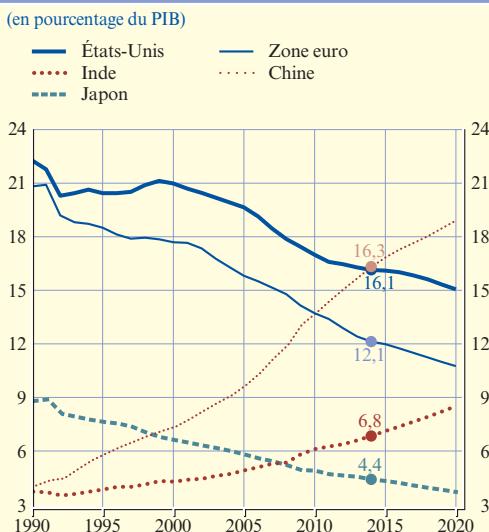
#### LA MONTÉE EN PUISSANCE DE L'ÉCONOMIE INDIENNE

##### L'économie indienne est progressivement montée en puissance au plan mondial au cours des dix dernières années.

En termes de parité de pouvoir d'achat (PPA), en 2014, l'Inde était déjà la troisième économie mondiale après la Chine et les États-Unis. De nombreux observateurs prévoient une croissance toujours solide dans le futur, la contribution de l'Inde à la croissance mondiale, et donc son importance pour les perspectives de la zone euro, pourrait encore s'accroître. Cet encadré vise à replacer dans leur contexte les récentes évolutions de la politique économique en Inde et à évaluer les perspectives et défis économiques de ce pays.

**L'Inde joue déjà un rôle important dans l'économie mondiale.** En 2014, elle représentait 6,8 % du PIB mondial en PPA (cf. graphique A) et a apporté la deuxième contribution à la croissance mondiale après la Chine (cf. graphique B). En revanche, en termes de commerce mondial et de marchés financiers, l'Inde a jusqu'à présent joué un rôle relativement moindre. En 2013, elle représentait moins de 2 % des exportations de la zone euro et 2,5 % des importations mondiales, un niveau plus en phase avec sa part dans le PIB mondial sur la base des taux de change courants. Fin 2013, l'Inde était destinataire de moins de 1 % du stock mondial d'investissements directs étrangers (IDE) ; en termes d'investissements directs à l'étranger, la part de ce pays dans le stock mondial était encore plus faible (cf. graphique C). L'incidence exercée par l'Inde sur les marchés de matières premières du côté de la demande a également été relativement limitée si l'on considère l'importance de sa population. Par exemple, sa part de la consommation d'énergie mondiale s'inscrivait en dessous de 5 % jusqu'à récemment, soit un niveau bien inférieur à celui de la Chine (qui compte pour plus de 20 %).

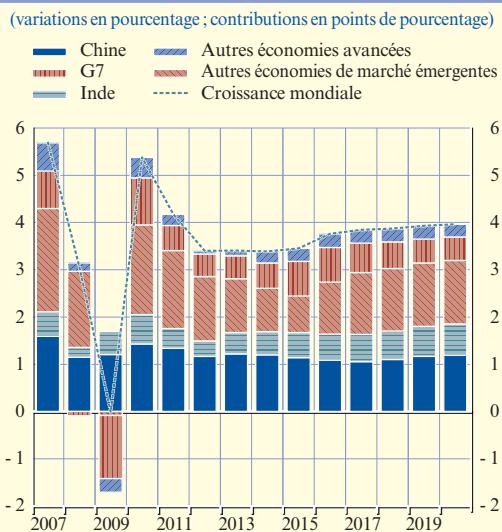
Graphique A Parts dans le PIB mondial



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2015, et calculs de la BCE.

Notes : Les parts dans le PIB sont fondées sur la valeur en parité de pouvoir d'achat du PIB de chaque pays. Les données pour 2014 sont indiquées sur le graphique ; les données relatives aux années suivantes se rapportent aux projections du FMI.

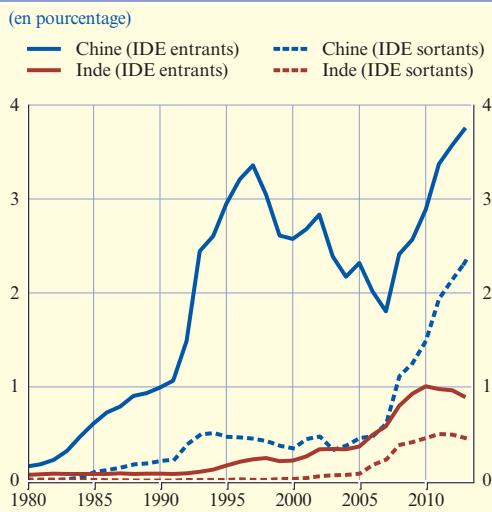
Graphique B Contributions à la croissance mondiale



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2015, et calculs de la BCE.

Notes : « Autres économies avancées » se rapporte à toutes les économies avancées en dehors du G7. « Autres économies de marché émergentes » se rapporte à toutes les économies de marché émergentes autres que l'Inde et la Chine. Les données relatives à 2015 et aux années suivantes proviennent des projections du FMI.

**Graphique C Parts dans le stock mondial d'IDE**



Source : CNUCED.

**Graphique D Projections de croissance pour l'Inde et la Chine**



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2015 ; Évaluation économique intermédiaire de l'OCDE, mars 2015 ; *Asian Development Outlook* de la Banque asiatique de développement, mars 2015 ; Consensus économique, mai 2015.

Note : Les prévisions du FMI, de la Banque asiatique de développement et du Consensus économique pour l'Inde sont établies sur la base de l'année fiscale (par exemple 2015 se rapporte à l'exercice débutant en avril 2015).

**La plupart des observateurs s'attendent à ce que l'Inde dépasse la Chine pour devenir parmi les grandes économies celle enregistrant le plus fort taux de croissance au plan mondial cette année.**

Les perspectives à court terme de l'Inde se sont améliorées, à la faveur notamment des récentes réformes de politique économique et de la baisse des prix du pétrole, qui ont permis au pays de remédier à certaines des vulnérabilités macroéconomiques existant de longue date, comme une inflation élevée et des déficits budgétaires et des transactions courantes importants. La hausse des prix à la consommation s'est considérablement ralentie au cours des derniers trimestres et devrait demeurer inférieure à 6 % jusqu'à la fin de l'exercice en cours (qui s'étend d'avril 2015 à mars 2016). Dans un contexte de ralentissement de l'inflation, la Banque de réserve de l'Inde a abaissé son taux directeur à deux reprises plus tôt dans l'année, le ramenant à 7,5 %, et devrait maintenir une orientation accommodante de la politique monétaire afin de soutenir la croissance. À l'avenir, le nouveau régime de ciblage de l'inflation adopté par l'Inde pourrait contribuer à améliorer la crédibilité de sa politique monétaire. Les déficits budgétaires se sont inscrits en recul au cours des dernières années, celui des administrations centrales revenant à 4,1 % du PIB au cours du dernier exercice, le gouvernement ayant saisi l'opportunité que constitue la baisse des prix du pétrole au plan mondial pour supprimer certaines subventions aux carburants. Le déficit des transactions courantes a également diminué, revenant de 4,8 % du PIB en 2012 à 1,4 % environ au cours du dernier exercice. Les récentes réformes de la politique économique, notamment les plans d'investissement accélérés en infrastructures publiques, ont stimulé l'activité et la confiance des consommateurs dans les perspectives économiques. Dans ce contexte, les données récentes suggérant une accélération du rythme sous-jacent de la croissance<sup>1</sup>, la plupart des prévisionnistes

1 Les données relatives au PIB révisées publiées par l'Office statistique central indien (*India's Central Statistical Office*) le 30 janvier et le 9 février font état d'un rythme de croissance nettement plus soutenu ces dernières années. Après avoir fortement reculé, passant de 11 % en 2010 à 5,3 % en 2012, l'activité économique aurait, selon les estimations, rebondi de 6,4 % en 2013 et de 7,2 % en 2014 en Inde, soit des révisions à la hausse de 1,7 point de pourcentage et de 1,1 point de pourcentage, respectivement.

s'attendent à ce que la croissance économique de l'Inde s'accélère pour atteindre 8 % environ au cours des prochaines années, dépassant celle de la Chine (cf. graphique D).

### À plus long terme, le potentiel de croissance de l'Inde devrait demeurer élevé, le pays continuant de bénéficier d'un atout démographique important.

Les tendances démographiques indiquent que d'ici 2030, l'Inde aura dépassé la Chine en tant que pays le plus peuplé au monde et doté de la population active la plus importante. À ce moment-là, avec plus d'un milliard de personnes, la population en âge de travailler sera plus importante que celles de la zone euro, des États-Unis et de l'Indonésie cumulées (ces économies comptant la troisième, la quatrième et la cinquième population mondiale, respectivement). En outre, contrairement à la Chine, la population indienne en âge de travailler (par rapport à la population totale)

devrait continuer de s'accroître (cf. graphique E). Par conséquent, la contribution du facteur travail à la croissance potentielle devrait progressivement augmenter au cours de la prochaine décennie. Par exemple, d'après le FMI et le Consensus économique, la croissance du PIB de l'Inde devrait s'établir à 7,6 % en moyenne entre 2015 et 2020.

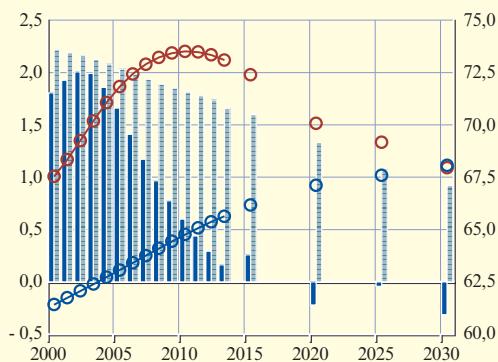
**Les perspectives d'évolution de l'Inde dépendent toutefois de la capacité du pays à relever plusieurs défis majeurs.** Les récentes initiatives de politique économique prises par le gouvernement, notamment des politiques budgétaires robustes et l'accent mis sur la stabilité des prix par la banque centrale, ont stimulé la confiance des marchés et fourni une base plus solide pour une gestion macroéconomique stable. Le gouvernement indien a également pris un certain nombre de mesures pour améliorer l'environnement des entreprises. Des réformes structurelles supplémentaires destinées à surmonter les obstacles historiques à la croissance, telles que les mesures visant à réduire la bureaucratie et à accélérer les investissements en infrastructures, pourraient contribuer à soutenir le rythme robuste de la croissance au cours des prochaines années.

**En supposant que l'Inde réalise pleinement son potentiel, son rang dans l'économie mondiale devrait progresser.** Étant donné sa croissance rapide et sa part de plus en plus importante dans le PIB mondial, la contribution de l'Inde à la croissance mondiale devrait s'accroître. Selon les dernières projections du FMI, la contribution de l'Inde à la croissance mondiale devrait même dépasser la contribution totale du G7 d'ici 2018, demeurant cependant à la deuxième place derrière la Chine (cf. graphique B).

**Graphique E Population en âge de travailler**

(variations en pourcentage ; en pourcentage de la population totale)

- Chine (variation en pourcentage)
- Chine (en pourcentage du total ; échelle de droite)
- Inde (variation en pourcentage)
- Inde (en pourcentage du total ; échelle de droite)



Sources : Nations unies et Banque mondiale.

Note : Les données relatives à 2015 et aux années suivantes sont des projections.

## Encadré 2

### LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES COURS BOURSIERS DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

**Malgré de récentes hausses, les cours boursiers dans la zone euro demeurent légèrement inférieurs aux plus hauts observés avant la crise financière.** Ils ont regagné du terrain depuis mi-2012, en dépit d'un contexte de faibles perspectives de croissance. Cette tendance haussière s'est temporairement interrompue au second semestre 2014, la crainte d'une récession en W ayant exercé une pression à la baisse sur les actions de la zone euro (cf. graphique A). Contrairement aux évolutions dans la zone euro, l'indice global des cours boursiers aux États-Unis est nettement supérieur au point haut qu'il avait atteint avant la crise (cf. graphique B).

**Aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis, les actions du secteur financier ont clairement enregistré de moins bonnes performances que celles du secteur non financier.** Une ventilation sectorielle plus détaillée montre que les hausses de prix des actions non financières ont été à la fois plus prononcées et plus largement réparties entre les sous-secteurs économiques aux États-Unis que dans la zone euro (cf. graphique B). Cela s'explique principalement par le niveau plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro, du rendement effectif des actions, mesure de la rentabilité financière, au cours des cinq dernières années. En outre, sur la même période, les annonces de bénéfices aux États-Unis ont largement dépassé les anticipations des marchés alors que, dans la zone euro, elles n'ont généralement pas répondu aux attentes.

**Graphique A Cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro**

(en points)

- Secteur financier zone euro
- Secteur financier États-Unis
- Secteur non financier zone euro
- Secteur non financier États-Unis



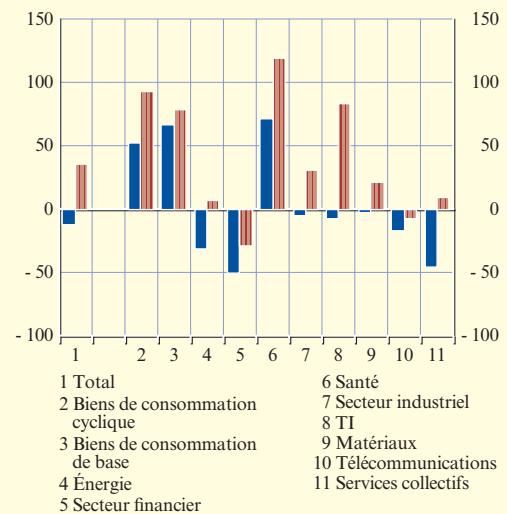
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent aux cours boursiers sectoriels de Morgan Stanley Capital International. La dernière observation porte sur le 29 mai 2015.

**Graphique B Cours boursiers par rapport au pic enregistré en juillet 2007 avant la crise**

(en pourcentage)

- Zone euro
- États-Unis



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent aux cours boursiers sectoriels de Morgan Stanley Capital International. Aux États-Unis, les cours boursiers ont atteint un point haut en octobre 2007, mais celui-ci n'était que légèrement supérieur au niveau de juillet. Pour simplifier, le pic observé dans la zone euro en juillet 2007 a été retenu comme date commune d'enregistrement d'un point haut. La dernière observation porte sur le 29 mai 2015.

Graphique C Évolution des cours après l'annonce de l'APP étendu

(nouvelle base : janv. 2015 = 100)

- Secteur financier zone euro
- Secteur financier États-Unis
- - - Secteur non financier zone euro
- Secteur non financier États-Unis



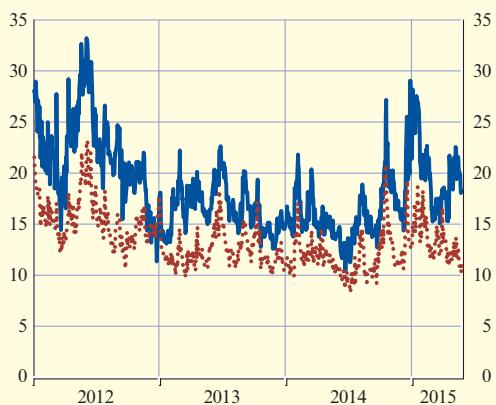
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation porte sur le 29 mai 2015.

Graphique D Volatilité du marché boursier

(en pourcentage)

- Zone euro
- États-Unis



Source : Thomson Reuters.

Note : La dernière observation porte sur le 29 mai 2015.

Après l'annonce par la BCE du programme étendu d'achats d'actifs (*asset purchase programme – APP*) en janvier 2015, les cours boursiers dans la zone euro ont connu une forte hausse, de plus de 17 % depuis le début de l'année, qui a concerné l'ensemble des actions financières et non financières, ainsi que l'ensemble des pays. Cette évolution contraste avec celle observée aux États-Unis où les indices boursiers sont restés globalement stables depuis le début de l'année (cf. graphique C).

La volatilité sur les marchés boursiers de la zone euro s'est également atténuée après l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs. Avant l'annonce de ce programme, l'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, avait largement résulté d'une plus grande aversion pour le risque, associée aux incertitudes politiques en Grèce. L'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro s'est nettement accentuée mi-octobre, avec l'apparition de tensions politiques en Grèce, et une fois encore mi-décembre, lorsqu'il est apparu que les débats au sein du Parlement grec n'aboutiraient pas à une sortie de l'impasse politique (cf. graphique D). Après l'annonce de l'APP étendu, la volatilité s'est atténuée.

Depuis mi-avril, la volatilité sur les marchés boursiers de la zone euro s'est accentuée, dans un contexte de volatilité accrue des marchés de la dette souveraine de la zone euro. L'accroissement de la volatilité constaté mi-avril sur les marchés obligataires de la zone euro reflète pour l'essentiel une forte hausse des rendements sur la partie plus longue de la courbe des rendements des emprunts d'État de la zone euro. Cette hausse résulte principalement d'une correction technique du recul prononcé enregistré à la suite de la phase initiale de mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs. Les importantes cessions d'obligations ont probablement aussi été accentuées par le comportement moutonnier des investisseurs dans un contexte de détérioration des conditions de la liquidité.

**Le recours à un modèle d'actualisation des dividendes permet d'identifier plus en détail les récents déterminants de l'évolution des cours boursiers.** Dans ce modèle, le cours de l'action correspond à la valeur actualisée de l'ensemble des dividendes futurs ( $D_t$ ) et le taux d'actualisation est égal au taux d'intérêt sans risque ( $r$ ), auquel s'ajoute une compensation pour les risques pris par les investisseurs, à savoir la prime de risque sur actions (*equity risk premium – ERP*), soit :

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}$$

Pour rendre ce modèle opérationnel, il est nécessaire de formuler des hypothèses relatives à l'évolution des dividendes. D'après le modèle proposé par Fuller et Hsia<sup>1</sup>, on peut supposer que la croissance des dividendes s'effectuera en trois étapes. Au cours de la première étape, d'une durée de quatre ans d'après les hypothèses, on prévoit une croissance des dividendes égale au taux  $g_S$ . La deuxième étape est une période de transition (d'une durée de huit ans d'après les hypothèses) au cours de laquelle on s'attend à ce que la progression des dividendes s'ajuste de manière linéaire à un taux de croissance d'équilibre constant à long terme,  $g_L$ , censé persister tout au long de la troisième étape, d'une durée infinie. À partir de ces hypothèses, Fuller et Hsia montrent que les cours boursiers peuvent être calculés approximativement à l'aide de la formule suivante :

$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_S - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

On suppose que  $g_S$  correspond aux prévisions des analystes relatives à la croissance des bénéfices par action, et  $g_L$  à celles du Consensus économique pour le taux de croissance à long terme du PIB<sup>2</sup>.

**La hausse des cours boursiers dans la zone euro constatée au cours des premiers mois de 2015 résulte essentiellement d'une plus grande appétence pour le risque et d'une baisse des taux d'actualisation.** L'analyse du modèle d'actualisation des dividendes présentée dans les graphiques E et F montre que, sur la majeure partie de 2014, l'incidence positive sur les cours boursiers de l'amélioration des anticipations de bénéfices et de la baisse du taux d'actualisation a été contrebalancée par une plus forte aversion pour le risque (mesurée par une hausse de la prime de risque sur actions), d'où la quasi-stabilité des cours des actions. Ce scénario s'est inversé en janvier et en février 2015, après l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs qui a entraîné une moindre aversion pour le risque, dopant ainsi les cours boursiers. De plus, les estimations du modèle montrent que la hausse des cours boursiers observée en début d'année est liée, au moins en partie, à une dépréciation de l'euro et à la faiblesse des prix du pétrole.

Cette situation contraste avec celle des États-Unis, où les données économiques médiocres en janvier 2015 se sont également traduites par de moins bonnes anticipations de bénéfices et seulement par une hausse légère des cours des actions (cf. graphique F). L'incidence sur les cours des actions est demeurée relativement contenue uniquement parce que la publication de données médiocres a entraîné une baisse du taux d'actualisation, en raison du report probable d'un resserrement de la politique monétaire. L'épisode récent de volatilité constaté sur les marchés

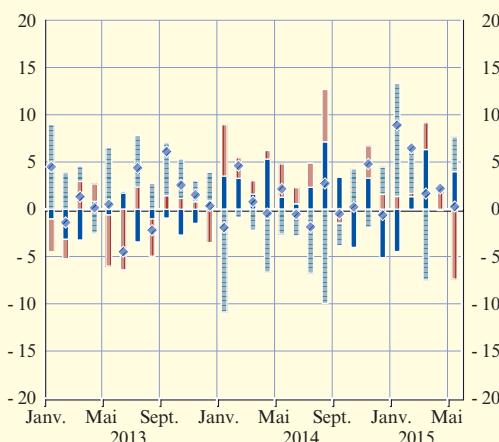
1 Cf. R. J. Fuller et C. Hsia, *A Simplified Common Stock Valuation Model*, Financial Analysts Journal, vol. 40, septembre-octobre 1984.

2 Dans le présent encadré,  $g_S$  est défini comme étant égal aux prévisions, à un horizon compris entre trois et cinq ans (long terme), relatives à la croissance des bénéfices par action, établies par les analystes de I/B/E/S (*Institutional Brokers Estimate System*). On suppose que le taux sans risque,  $r$ , est égal au taux des swaps de taux à dix ans référencés sur un taux au jour le jour (OIS). Soit  $P$ , le niveau actuel des cours boursiers, et  $D$ , le niveau des dividendes, on peut calculer la prime de risque sur actions à l'aide de cette formule.

**Graphique E Décomposition de l'évolution des cours des actions des sociétés non financières de la zone euro à l'aide du modèle d'actualisation des dividendes**

(en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; variations mensuelles)

- Bénéfices
- Taux d'actualisation
- Prime de risque sur actions
- ◆ Cours effectif

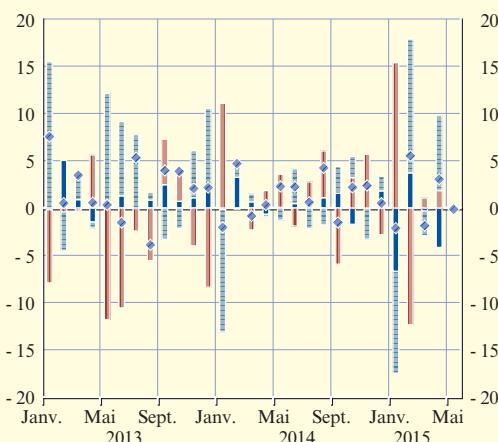


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique F Décomposition de l'évolution des cours des actions des sociétés non financières des États-Unis à l'aide du modèle d'actualisation des dividendes**

(en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; variations mensuelles)

- Bénéfices
- Taux d'actualisation
- Prime de risque sur actions
- ◆ Cours effectif



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

obligataires de la zone euro, qui a entraîné une hausse du taux d'actualisation, s'est traduit par une faible performance des cours boursiers dans la zone euro en mai 2015.

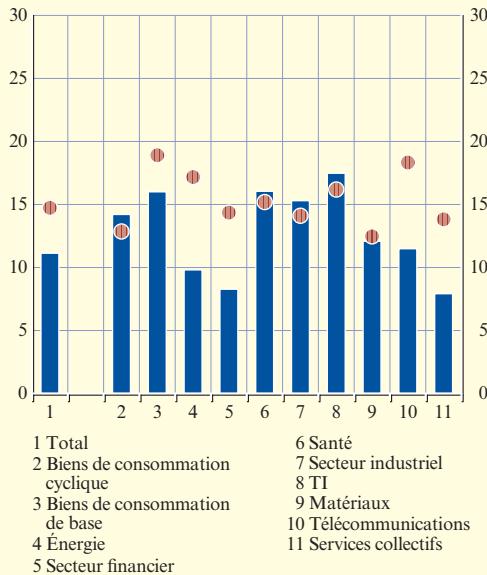
**Pour l'avenir, les perspectives de croissance à long terme dans la zone euro demeurent relativement modérées et continuent de peser sur la performance des cours boursiers dans la zone euro par rapport à ceux des États-Unis.** En dépit de la récente publication de données macroéconomiques meilleures que prévu, les perspectives de rebond de la croissance du PIB potentiel de la zone euro demeurent faibles. Cette morosité pèse sur les anticipations des analystes concernant la croissance des bénéfices à long terme, les anticipations à long terme relatives au rendement des actions demeurant beaucoup plus faibles dans la zone euro qu'aux États-Unis (cf. graphiques G et H). Elles restent également inférieures aux niveaux moyens observés avant la crise.

**Dans l'ensemble, en dépit d'une progression régulière depuis mi-2012 et de la forte hausse qu'ils ont connue récemment après l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, les cours boursiers de la zone euro restent inférieurs aux plus hauts enregistrés avant la crise.** Les ratios cours/bénéfices demeurent proches ou en deçà de leurs moyennes à long terme dans la plupart des secteurs. Les cours boursiers dans la zone euro continuent d'enregistrer des performances inférieures à celles des cours aux États-Unis, les inquiétudes concernant les perspectives de croissance potentielle dans la zone euro continuant de peser sur les anticipations de bénéfices.

**Graphique G Rendement attendu dans plus de deux ans des placements en actions dans la zone euro**

(en pourcentage)

■ De janvier 2015 à avril 2015  
● Moyenne avant la crise



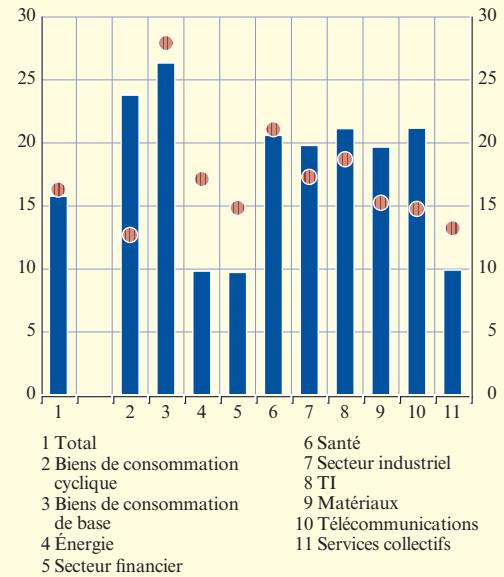
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le rendement des placements en actions est calculé à partir du ratio cours/bénéfices et du ratio cours/valeur comptable tirés des indices de Morgan Stanley Capital International. La moyenne d'avant la crise correspond à la période allant de janvier 1999 à juin 2007.

**Graphique H Rendement attendu dans plus de deux ans des placements en actions aux États-Unis**

(en pourcentage)

■ De janvier 2015 à avril 2015  
● Moyenne avant la crise



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le rendement des placements en actions est calculé à partir du ratio cours/bénéfices et du ratio cours/valeur comptable tirés des indices de Morgan Stanley Capital International. La moyenne d'avant la crise correspond à la période allant de janvier 1999 à juin 2007.

### Encadré 3

#### CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 28 JANVIER 2015 AU 21 AVRIL 2015

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2015, qui se sont déroulées du 28 janvier au 10 mars 2015 et du 11 mars au 21 avril 2015, respectivement<sup>1</sup>. Au cours de la période sous revue, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,05 %, 0,30 % et – 0,20 %, respectivement<sup>2</sup>. Le 25 mars 2015, la troisième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) a été réglée, pour une allocation de 97,8 milliards d'euros, contre 82,6 milliards pour la première opération et 129,8 milliards pour la deuxième<sup>3</sup>. En outre, le 9 mars 2015, l'Eurosystème a commencé à acquérir des titres du secteur public dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*). L'APP étendu est constitué du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP)<sup>4</sup>.

#### Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 23,5 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue, du 12 novembre 2014 au 27 janvier 2015, ressortant à 582,2 milliards en moyenne. Cette baisse s'explique par la diminution des facteurs autonomes, qui ont affiché un niveau moyen de 473,1 milliards d'euros.

La diminution des facteurs autonomes résulte principalement de l'augmentation des facteurs d'apport de liquidité. Parmi ces facteurs, les réserves nettes de change ont augmenté, en moyenne, de 35,6 milliards d'euros, passant à 607,6 milliards, reflétant principalement les réévaluations trimestrielles des portefeuilles, qui ont été importantes en raison de la dépréciation de l'euro. Les variations des réserves nettes de change ont été partiellement compensées par celles des autres facteurs autonomes.

S'agissant des facteurs d'absorption de la liquidité, la baisse des dépôts des administrations publiques a ralenti, ressortant en moyenne à 66,1 milliards d'euros, contre 68,3 milliards pour la précédente période sous revue. Depuis la baisse du taux de la facilité de dépôt à – 0,20 % en septembre 2014, les dépôts des administrations publiques sont restés sur une tendance baissière, l'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt et l'adoption de la nouvelle orientation relative à la rémunération des dépôts des administrations publiques<sup>5</sup> ont incité les Trésors publics à réduire leurs avoirs en numéraire. Toutefois, cette tendance s'est inversée lors de la deuxième période

1 À partir de janvier 2015, la durée des périodes de constitution de réserves est portée à six semaines afin de concorder avec les modifications du calendrier des réunions du Conseil des gouverneurs. Pour davantage d'informations, cf. le communiqué de la BCE du 3 juillet 2014

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

3 Pour des informations sur les deux premières TLTRO, cf. l'encadré intitulé *Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 13 août au 11 novembre 2014*, du *Bulletin mensuel de la BCE*, décembre 2014 (disponible à cette adresse) et l'encadré intitulé *Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 12 novembre 2014 au 27 janvier 2015*, du *Bulletin économique de la BCE*, Numéro 2, 2015 (disponible à cette adresse).

4 Des informations détaillées sur l'APP étendu sont disponibles sur le site internet de la BCE (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>).

5 Disponible à l'adresse [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdfloj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_fr\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdfloj_jol_2014_168_r_0015_fr_txt.pdf)

de constitution de 2015 où les dépôts des administrations publiques ont augmenté, la baisse continue des taux du marché ayant réduit les opportunités pour les Trésors publics de placer leur trésorerie. Les billets en circulation ont augmenté en moyenne de 14,5 milliards d'euros à la suite de la hausse habituelle de la demande de billets durant la période de Pâques, mais également sous l'effet de facteurs spécifiques à certains pays.

**La volatilité des facteurs autonomes a encore augmenté au cours de la période sous revue.** La plus forte volatilité découle principalement des mouvements affectant les réserves nettes de change liés aux réévaluations trimestrielles des avoirs en devises, mais également des variations des actifs nets libellés en euros sous l'effet de dépôts plus volatils des non-résidents auprès de l'Eurosystème. Cependant, la volatilité de la demande de billets a diminué par rapport à la précédente période sous revue, durant laquelle la période de Noël avait suscité une volatilité temporaire.

**L'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes a diminué au cours de la période sous revue, revenant de 8,7 milliards d'euros à 5,4 milliards, essentiellement en raison de la réduction des erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques.** Toutefois, il est resté difficile d'anticiper les activités de placement des Trésors publics alors que les taux à court terme du marché monétaire devenaient de plus en plus négatifs et que les excédents de liquidité augmentaient.

#### Fourniture de liquidité

**Le montant moyen de liquidités fournies par le biais d'opérations d'*open market* (appels d'offres et achats fermes) a augmenté de 13,3 milliards d'euros durant la période sous revue, pour atteindre 771,9 milliards.** Cette augmentation résulte de la hausse moyenne des portefeuilles détenus directement (48,6 milliards d'euros) qui fait plus que compenser la baisse moyenne des fonds levés lors des appels d'offres (35,3 milliards).

**La liquidité fournie par les opérations d'appels d'offres a diminué pour ressortir à 511,2 milliards d'euros en moyenne, contre 546,5 milliards lors de la précédente période sous revue.** Cette baisse découle principalement du remboursement anticipé et de l'échéance finale des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans intervenus durant la première période de constitution, qui ont donné lieu à une ponction de liquidité de 182,0 milliards d'euros. Néanmoins, une fraction de ce montant a été compensée par les opérations d'apport de liquidité régulières, l'opération principale de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Fait plus notable, la TLTRO de mars a injecté 97,8 milliards d'euros dans le système bancaire.

**Par ailleurs, la liquidité fournie par les portefeuilles détenus directement a augmenté de 48,6 milliards d'euros en moyenne, en liaison avec la mise en œuvre de l'APP étendu.** L'augmentation de la fourniture moyenne de liquidité grâce aux programmes PSPP, CBPP3 et ABSPP (de 22,0 milliards d'euros, 30,4 milliards et 2,7 milliards respectivement) a plus que compensé la baisse résultant de l'arrivée à échéance de certaines obligations dans le portefeuille du Programme pour les marchés de titres et dans les deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées.

#### Excédent de liquidité

**L'excédent de liquidité a augmenté de 28,7 milliards d'euros, ressortant à 181,6 milliards en moyenne au cours de la période sous revue, avec des différences importantes entre les deux périodes de constitution de réserves.** Au cours de la première période de constitution, l'excédent de liquidité

a diminué pour s'inscrire en moyenne à 159,8 milliards d'euros, principalement en raison de l'arrivée à échéance des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans. Durant cette période, l'excédent de liquidité a fluctué entre 139,2 milliards et 198,4 milliards d'euros. En revanche, au cours de la deuxième période de constitution, l'excédent de liquidité a considérablement augmenté pour ressortir en moyenne à 209,4 milliards d'euros, reflétant principalement le règlement de la troisième TLTRO et les achats d'obligations dans le cadre de l'APP étendu. Au cours de la deuxième période de constitution, l'excédent de liquidité est passé d'un minimum de 150,6 milliards d'euros à un maximum de 273,2 milliards.

### Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 28 janv. 2015 au 21 avril 2015	Du 12 nov. 2014 au 27 janv. 2015	Deuxième période de constitution de réserves	Première période de constitution de réserves
<b>Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)</b>				
Facteurs autonomes de la liquidité	1 601,6 (+4,5)	1 597,1	1 627,1 (+51,1)	1 576,0 (-27,6)
Billets en circulation	1 010,7 (+14,5)	996,2	1 015,9 (+10,6)	1 005,4 (-0,2)
Dépôts des administrations publiques	66,1 (-2,1)	68,3	70,2 (+8,0)	62,1 (-4,2)
Autres facteurs autonomes	524,8 (-7,9)	532,6	541,0 (+32,5)	508,5 (-23,2)
Instruments de politique monétaire				
Comptes courants	243,6 (+25,8)	217,8	261,8 (+36,5)	225,3 (-10,9)
Réserves obligatoires	109,1 (+0,9)	106,3	110,6 (+3,0)	107,5 (+1,3)
Facilité de dépôt	55,5 (+13,6)	41,9	68,6 (+26,2)	42,4 (-7,9)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
<b>Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>				
Facteurs autonomes de la liquidité	1 128,7 (+30,7)	1 098,0	1 162,2 (+66,9)	1 095,3 (-3,4)
Réserves nettes de change	607,6 (+35,6)	572,0	625,9 (+36,7)	589,2 (+12,8)
Actifs nets libellés en euros	521,1 (-4,8)	526,0	536,3 (+30,2)	506,0 (-16,1)
Instruments de politique monétaire				
Opérations d' <i>open market</i>	771,9 (+13,3)	758,6	795,6 (+47,3)	748,3 (-43,0)
Opérations d'appels d'offres	511,2 (-35,3)	546,5	505,0 (-12,6)	517,5 (-55,9)
Opérations principales de refinancement	130,7 (+17,4)	113,3	118,9 (-23,7)	142,6 (+23,6)
Opérations de refinancement exceptionnelles	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	96,9 (+53,5)	43,4	108,4 (+23,1)	85,3 (+36,3)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	38,6 (-197,8)	236,4	0,0 (-77,2)	77,2 (-134,3)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	245,1 (+91,6)	153,4	277,7 (+65,2)	212,4 (+18,5)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	260,7 (+48,6)	212,1	290,6 (+59,8)	230,8 (+12,9)
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	26,5 (-2,6)	29,0	26,0 (-1,0)	27,0 (-1,8)
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	11,9 (-0,9)	12,8	11,5 (-0,8)	12,3 (-0,5)
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	55,4 (+30,4)	25,0	63,6 (+16,3)	47,2 (+16,7)
Programme pour les marchés de titres	141,1 (-3,0)	144,1	140,8 (-0,5)	141,3 (-2,8)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	3,8 (+2,7)	1,2	4,7 (+1,7)	3,0 (+1,3)
Programme d'achats de titres du secteur public	22,0 (+22,0)	0,0	44,0 (+44,0)	0,0 (+0,0)
Facilité de prêt marginal	0,3 (-0,1)	0,4	0,2 (-0,2)	0,4 (-0,1)
<b>Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>				
Besoin global de refinancement	582,2 (-23,5)	605,7	575,8 (-12,8)	588,6 (-23,0)
Facteurs autonomes	473,1 (-26,3)	499,4	465,2 (-15,7)	481,0 (-24,3)
Excédent de liquidité	181,6 (+28,7)	153,0	209,4 (+49,7)	159,8 (-20,0)
<b>Évolutions des taux d'intérêt (en pourcentage)</b>				
Opérations principales de refinancement	0,05 (+0,00)	0,05	0,05 (+0,00)	0,05 (+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,30 (+0,00)	0,30	0,30 (+0,00)	0,30 (+0,00)
Facilité de dépôt	-0,20 (+0,00)	-0,20	-0,20 (+0,00)	-0,20 (+0,00)
Moyenne de l'Eonia	-0,045 (-0,014)	-0,031	-0,061 (-0,033)	-0,029 (+0,019)

Sources : BCE.

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

**Étant donné le niveau plus élevé de l'excédent de liquidité, les avoirs quotidiens détenus en compte courant ont considérablement augmenté par rapport à la période précédente, de 25,8 milliards d'euros en moyenne, ressortant à 243,6 milliards.** L'utilisation de la facilité de dépôt a également continué de progresser, passant de 41,9 milliards d'euros à 55,5 milliards en moyenne. Au cours de la période sous revue, le recours relatif à la facilité de dépôt a légèrement augmenté, atteignant 29 % des excédents de réserves<sup>6</sup>, contre une moyenne de 27 % au cours de la précédente période.

#### Évolution des taux d'intérêt

**L'Eonia s'est établi en moyenne à – 2,9 points de base et – 6,1 points de base, respectivement, lors des première et deuxième périodes de constitution de réserves.** Cette baisse de l'Eonia reflète la poursuite de la répercussion de la baisse des taux directeurs de septembre 2014 sur les taux à court terme, la hausse progressive de l'excédent de liquidité et l'acceptation croissante de la répercussion du taux négatif de la facilité de dépôt sur la base de dépôts.

<sup>6</sup> L'excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants.

Les évolutions récentes des transactions courantes dans les pays de la zone euro avec d'importants déficits avant la crise

#### Encadré 4

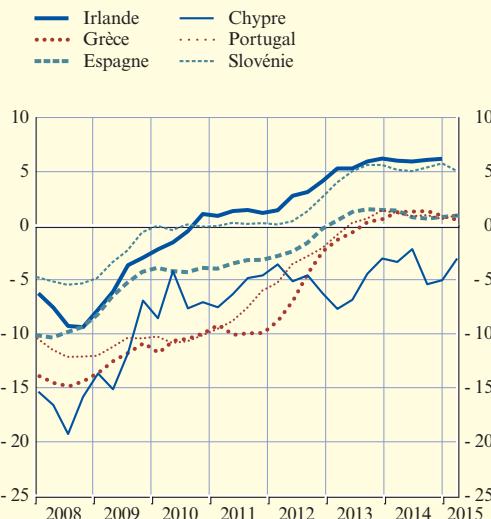
### LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES TRANSACTIONS COURANTES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO AVEC D'IMPORTANTS DÉFICITS AVANT LA CRISE

Un certain nombre de pays de la zone euro ont enregistré un processus de rééquilibrage externe. Au cours des années qui ont précédé la crise financière mondiale, des déficits particulièrement importants des transactions courantes ont été observés en Irlande, en Grèce, en Espagne, à Chypre, au Portugal et en Slovénie<sup>1</sup>. Entre 2008 et 2013, les soldes des transactions courantes de ces économies ont enregistré une correction significative et, dans la plupart des cas, se sont transformés en excédents. Le présent encadré examine plus attentivement les évolutions plus récentes des transactions courantes dans ce groupe de pays<sup>2</sup>.

En 2014, la correction des transactions courantes des économies de la zone euro caractérisées par d'importants déficits avant la crise s'est interrompue et s'est même légèrement inversée dans certains pays (cf. graphique A). En Irlande, en Grèce et en Slovénie, le compte des transactions courantes est resté globalement stable en 2014 par rapport à l'année précédente. En Espagne et au Portugal, il s'est légèrement détérioré, de 0,6 et 0,8 point de pourcentage de PIB respectivement. Une dégradation plus marquée (2,0 points de pourcentage) a été enregistrée à Chypre, même si cette évolution s'est partiellement inversée au premier trimestre 2015. À l'exception de Chypre, tous les pays examinés ont continué d'enregistrer des excédents des comptes des transactions courantes. La majeure partie des améliorations des comptes des transactions courantes enregistrées entre 2008 et 2013 par les pays avec d'importants déficits avant la crise s'est donc maintenue.

**Graphique A Solde du compte des transactions courantes**

(en pourcentage du PIB ; moyenne sur quatre trimestres)



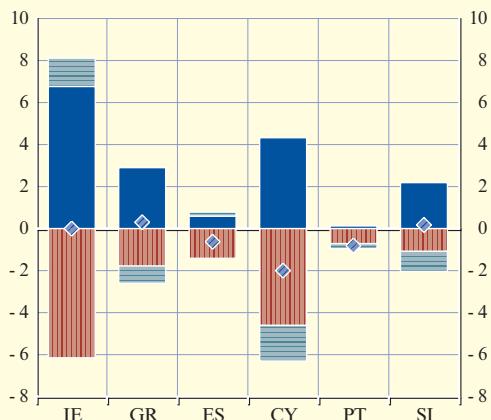
Sources : BCE et Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, à l'exception de l'Irlande (4<sup>e</sup> trimestre 2014).

**Graphique B Décomposition de la variation du solde du compte des transactions courantes par rapport au PIB entre 2013 et 2014**

(en points de pourcentage)

■ Exportations  
■ Importations (signe inversé)  
■ Revenu ( primaire et secondaire)  
◆ Compte des transactions courantes (total)



Sources : BCE et Eurostat.

Note : Une contribution négative des importations indique une hausse des importations par rapport au PIB.

1 Le présent encadré examine les pays ayant adopté l'euro avant 2008 et ayant enregistré en 2008 des déficits des comptes des transactions courantes supérieurs à 4 % du PIB. Chypre est pris en compte dans ce groupe, car ce pays a bénéficié d'une assistance financière UE/FMI.

2 En ce qui concerne le début de la période postérieure à la crise, cf. les encadrés intitulés *Les progrès en matière d'ajustement du compte de transactions courantes dans la zone euro en 2012* du *Bulletin mensuel* de juillet 2013 et *Dans quelle mesure l'ajustement du compte de transactions courantes dans les pays de la zone euro en difficulté était-il conjoncturel ou structurel ?* du *Bulletin mensuel* de janvier 2014.

**Les évolutions récentes des comptes des transactions courantes reflètent essentiellement une reprise des importations tirée par la demande, qui a contrebalancé l'expansion continue des exportations.** En 2014, les exportations ont augmenté dans la plupart des pays, notamment en Irlande, dans le contexte d'un renforcement de la demande extérieure (cf. graphique B). Cependant, les importations ont également surmonté leur faiblesse chronique, ce qui peut s'expliquer en partie par une accélération progressive de la croissance de la demande intérieure. À Chypre, en Grèce, en Slovénie et, dans une moindre mesure, au Portugal, une dégradation du compte cumulé des revenus primaires et secondaires a également joué un rôle<sup>3</sup>. À Chypre, cette évolution s'explique essentiellement par l'émergence d'un déficit du compte des revenus des investissements directs, en Grèce par une dégradation du compte des revenus secondaires et en Slovénie par un élargissement généralisé du déficit des revenus d'investissement.

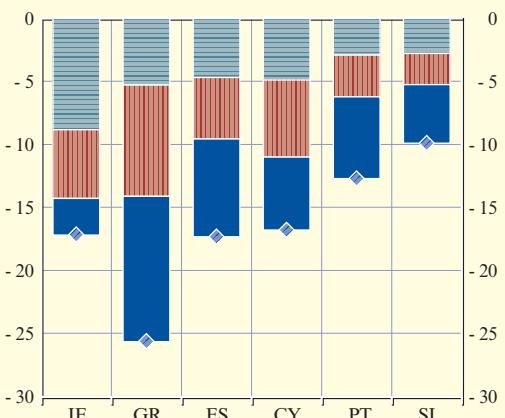
**Au cours de la période 2009-2014, l'incidence baissière de la stabilisation de la demande intérieure sur le compte des transactions courantes a été partiellement compensée par des améliorations durables des prix et des coûts relatifs, ainsi que par le fléchissement des prix du pétrole.** Par rapport à 2009 (date à laquelle le taux de change effectif nominal de l'euro a atteint son niveau le plus élevé), les taux de change effectifs réels, déflatés des coûts unitaires de main-d'œuvre, des pays caractérisés par des déficits importants des comptes des transactions courantes avant la crise se sont dépréciés de 10 %-30 % (cf. graphique C). Dans le cas de l'Irlande, l'essentiel de la dépréciation en termes réels observée depuis 2009 est imputable à des diminutions du taux de change effectif nominal, tandis que pour les autres pays, la dépréciation reflète essentiellement des ajustements des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux autres pays de la zone euro et au reste du monde. À l'exception de la Slovénie, les pays caractérisés par d'importants déficits des comptes des transactions courantes avant la crise ont désormais annulé en grande partie les pertes de compétitivité-coût, mesurée par le taux de change effectif réel déflaté des coûts unitaires de main-d'œuvre vis-à-vis de la zone euro entre 1999 et le début de la crise. Cependant, la répercussion des coûts unitaires de main-d'œuvre sur les prix à la production et à l'exportation demeure incomplète, reflétant des facteurs tels que la persistance d'obstacles à la concurrence sur les marchés de produits et les augmentations des impôts indirects.

**En 2014, le recul des prix du pétrole a également soutenu les soldes des comptes des transactions courantes des pays de la zone euro caractérisés par d'importants déficits avant la crise.** La baisse des prix du pétrole tend à diminuer la facture pétrolière et améliore ainsi le déficit structurel des échanges de produits pétroliers. Entre le dernier trimestre 2013 et le dernier trimestre 2014, les soldes pétroliers

**Graphique C Ventilation de la variation du taux de change effectif réel entre 2009 et 2014**

(en pourcentage ; points de pourcentage)

— Coûts relatifs – intra-zone euro  
— Coûts relatifs – hors zone euro  
— Taux de change effectif nominal  
◆ Taux de change effectif réel



Source : BCE.

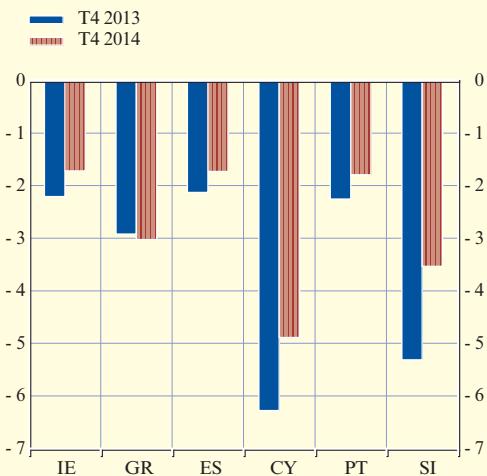
Note : Le graphique illustre le taux de change effectif réel, déflaté des coûts unitaires de main-d'œuvre, par rapport aux devises des autres pays de la zone euro et du groupe TCE-20. Une baisse du taux de change effectif réel correspond à une amélioration de la compétitivité-coût.

<sup>3</sup> Le compte des revenus primaires enregistre essentiellement les revenus d'investissement et la rémunération des salariés. Le compte des revenus secondaires reflète des transferts courants, tels que les sommes reçues du budget communautaire de l'UE.

Les évolutions récentes  
des transactions courantes  
dans les pays de la zone euro  
avec d'importants déficits  
avant la crise

**Graphique D Solde des échanges pétroliers**

(en pourcentage du PIB)

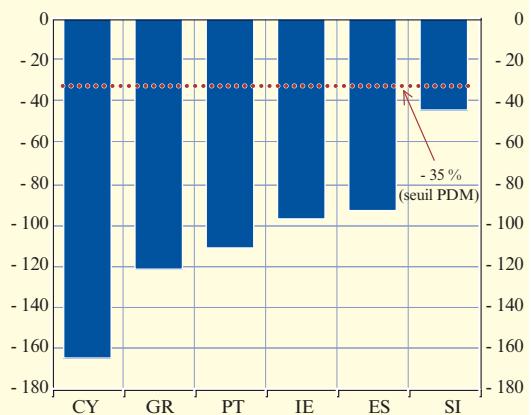


Source : Eurostat.

Note : Les données se rapportent à la catégorie 33 du CTCI (pétrole, produits pétroliers et produits connexes).

**Graphique E Position extérieure nette en 2014**

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Note : La ligne horizontale correspond au seuil indicatif de -35 % du PIB utilisé dans la procédure de déséquilibre macroéconomique (PDM).

négatifs se sont sensiblement réduits dans tous les pays à l'exception de la Grèce (cf. graphique D), les effets prix résultant de la baisse des prix du pétrole étant partiellement compensés par la hausse des importations en volume de produits pétroliers imputable à un redressement de la demande intérieure<sup>4</sup>. Les améliorations du solde des échanges pétroliers qui en ont résulté ont été particulièrement importantes à Chypre et en Slovénie (autour de 1,5-2,0 points de pourcentage du PIB), mais ont également été significatives en Irlande, en Espagne et au Portugal (autour de 0,4-0,5 point de pourcentage), où les effets positifs de la baisse des prix du pétrole sur le compte des transactions courantes ont été partiellement contrebalancés par des augmentations, tirées par la demande, des volumes des importations de pétrole et de produits pétroliers.

**Des déséquilibres importants et persistants en termes de stocks nécessitent la poursuite du rééquilibrage externe.** En dépit de l'ajustement des flux observé ces dernières années, les pays caractérisés par d'importants déficits des comptes des transactions courantes avant la crise continuent d'enregistrer des engagements extérieurs nets bien supérieurs à 35 % du PIB. Ce seuil est utilisé dans le contexte de la procédure de déséquilibre macroéconomique pour identifier d'éventuels déséquilibres externes en termes de stocks qui augmentent la vulnérabilité aux chocs futurs. Dans la plupart des pays examinés, les engagements extérieurs nets sont même supérieurs à, ou proches de 100 % du PIB (cf. graphique E). La réduction de ces déséquilibres en termes de stocks nécessite de cumuler une amélioration durable des comptes des transactions courantes et une croissance robuste du PIB nominal à moyen terme.

<sup>4</sup> La Grèce et, dans une moindre mesure, le Portugal ont des raffineries pétrolières sur leur territoire et, par conséquent, importent et exportent simultanément du pétrole et des produits dérivés, tels que les distillats de pétrole léger.

## Encadré 5

### MESURER LES EFFETS DU TAUX DE CHANGE SUR L'INFLATION CALCULÉE PAR L'IPCH

**La dépréciation de l'euro enregistrée depuis mi-2014 joue un rôle important dans les perspectives d'évolution actuelles de l'IPCH dans la zone euro.** En termes effectifs nominaux, en mai 2015, le taux de change avait reculé d'environ 10 % par rapport à décembre 2014 et de quelque 15 % par rapport à mars 2014, point haut du précédent épisode d'appréciation. Cet encadré examine les évolutions récentes des prix à l'importation et des prix à la production en tant que composante de l'effet habituellement retardé et incomplet exercé par les mouvements du taux de change sur les prix au niveau du consommateur final.

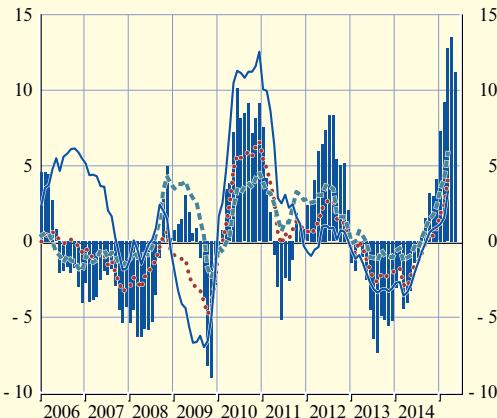
**L'effet des fluctuations du taux de change sur l'IPCH peut se diffuser par différents canaux.** Si l'on examine le récent épisode de dépréciation de l'euro, le premier canal est l'incidence directe sur l'IPCH *via* la chaîne des prix de détail, les biens de consommation finaux importés se renchérisant. Le deuxième canal, qui est indirect, reflète une hausse des coûts liée au renchérissement des consommations intermédiaires importées qui se répercute aux différents stades de la production intérieure de biens intermédiaires et de biens finaux. Le troisième canal, également indirect, s'exerce *via* les tensions sur les prix résultant *in fine* de l'effet stimulant d'une monnaie faible sur l'activité économique et le revenu.

**Les prix à l'importation des biens de consommation et des biens intermédiaires ont fortement augmenté ces derniers mois.** Le taux de variation annuel des prix à l'importation hors

**Graphique A** Prix à l'importation des biens intermédiaires et des biens de consommation

(variations annuelles en pourcentage)

- TCEN 19 (inversé)
- Prix à l'importation hors zone euro : industrie hors énergie et construction
- Prix à l'importation hors zone euro : biens de consommation hors produits alimentaires
- Prix à l'importation hors zone euro : biens intermédiaires



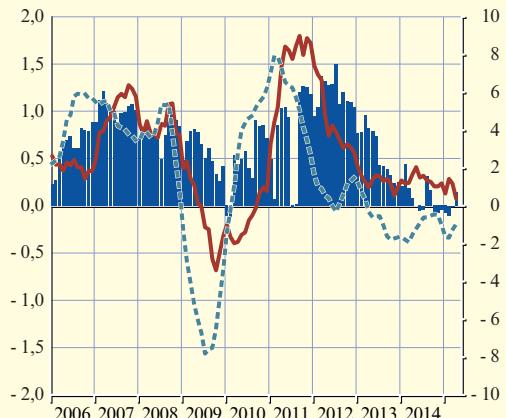
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les observations les plus récentes se rapportent à mai 2015 pour le taux de change effectif nominal et mars 2015 pour les prix à l'importation.

**Graphique B** Prix à la production des biens intermédiaires et des biens de consommation

(variations annuelles en pourcentage)

- Composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH (échelle de gauche)
- Indice des prix à la production – biens de consommation hors produits alimentaires (échelle de gauche)
- Indice des prix à la production – biens intermédiaires (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs BCE.

Note : Les observations les plus récentes se rapportent à avril 2015 (mai 2015 pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH).

zone euro des biens de consommation hors produits alimentaires s'est établi à 5,8 % en mars 2015 (cf. graphique A). Cela représente une hausse bien plus importante que celle des prix des biens importés en provenance de la zone euro et, l'augmentation des prix à la production dans l'économie mondiale ayant eu tendance à se modérer ces derniers mois, ces comparaisons semblent indiquer que le redressement des prix à l'importation hors zone euro a essentiellement reflété la forte incidence haussière exercée par la dépréciation de l'euro initiée au printemps 2014. Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est également inscrit en nette hausse depuis le printemps 2014. Là encore, cela signale probablement une forte incidence du taux de change, étant donné que les prix du pétrole et des matières premières, qui jouent un rôle important dans la fabrication des biens intermédiaires, ont eu tendance à s'inscrire en baisse depuis lors.

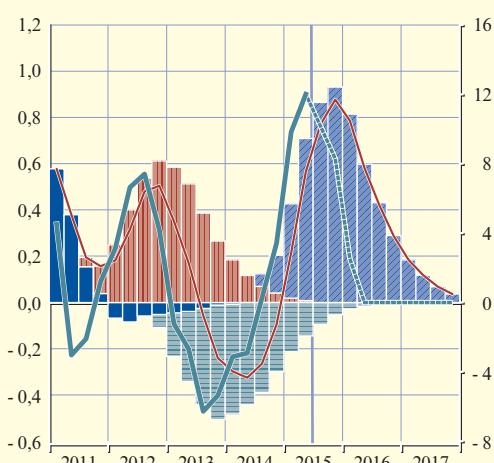
**En revanche, les prix à la production dans l'industrie pour les ventes intérieures n'ont pas encore affiché de signes d'un redressement visible** (cf. graphique B). Les prix à la production dépendent non seulement des prix des consommations intermédiaires importées mais aussi des évolutions des coûts domestiques de main-d'œuvre et non liés à la main-d'œuvre, ainsi que du comportement des entreprises lorsqu'elles ajustent leurs marges en réponse aux évolutions des coûts. Dans ce contexte, l'importance des consommations intermédiaires de l'étranger tend à diminuer le long de la chaîne de production. Par conséquent, la sensibilité des prix à la production aux variations des prix des consommations intermédiaires importées tend à être relativement élevée pour le secteur des biens intermédiaires mais plus décalée et modérée pour celui des biens de consommation<sup>1</sup>. Par conséquent, pour l'instant, la persistance de l'atonie des prix à la production observée pour les ventes internes de biens de consommation est compatible avec le fait que l'effet de change standard se soit exercé en amont de la chaîne de production et de la chaîne des prix.

**L'incidence des taux de change sur l'IPCH devrait devenir plus perceptible au cours des prochains trimestres.** Les données tirées de modèles indiquent qu'il peut exister un décalage de plusieurs trimestres entre les fluctuations du taux de change et leur répercussion sur l'IPCH. Cette situation reflète le temps que mettent les prix à l'importation à se répercuter aux différents stades de la chaîne de production et de la chaîne des prix et le délai avec lequel les tensions sur les prix découlant des effets activité et revenu induits par le taux de change se matérialisent dans l'économie intérieure. En outre, selon les estimations, environ 15 % seulement des produits manufacturés hors

**Graphique C Répercussion des taux de change sur l'IPCH**

(en points de pourcentage ; variations annuelles en pourcentage)

- Effets de change antérieurs (échelle de gauche)
- Dépréciation de 2011T3-2012T3 (échelle de gauche)
- Appréciation 2012T4-2014T1 (échelle de gauche)
- Dépréciation de 2014T2-2015T2 (échelle de gauche)
- Incidence totale (échelle de gauche)
- TCEN-19 (inversé, échelle de droite)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les calculs sont établis sur la base d'une version actualisée du modèle présenté dans le *Working Paper* n° 243 de la BCE. L'observation la plus récente pour le taux de change effectif nominal se rapporte au deuxième trimestre 2015. On part de l'hypothèse que le TCEN-19 demeurera à ce niveau jusqu'en 2017.

1 Cf. E. Hahn, *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area*, *Working Paper Series*, n° 796, BCE, août 2007.

énergie inclus dans le panier de l'IPCH sont des biens de consommation directement importés. Compte tenu des délais de transmission, les mouvements des taux de change peuvent générer un chevauchement d'incidences haussières et baissières. Par exemple, les répercussions de la récente dépréciation de l'euro se recoupent avec les effets désinflationnistes retardés de l'appréciation de l'euro enregistrée entre fin 2012 et le printemps 2014. Par conséquent, en l'absence de nouvelles variations des taux de change, la répercussion la plus importante de la récente dépréciation de l'euro sur l'inflation pourrait se matérialiser fin 2015 seulement (cf. graphique C)<sup>2</sup>.

**L'effet de la dépréciation de l'euro s'est clairement traduit par de fortes hausses des prix à l'importation.** En ligne avec une répercussion généralement retardée des variations du taux de change, l'incidence sur les prix à la production et les prix à la consommation devrait être plus perceptible au cours des prochains trimestres. Un décalage et une atténuation de cet effet de transmission s'exerçant *in fine* sur les prix à la consommation constituent une caractéristique normale de la chaîne de production et de la chaîne des prix.

<sup>2</sup> Cf. E. Hahn, *Pass-through of external shocks to euro area inflation*, Working Paper Series, n° 243, BCE, juillet 2003. Les fonctions de réponse impulsionnelle utilisées dans le graphique C sont établies à partir d'une version actualisée du modèle fourni dans l'étude mentionnée ci-dessus. Les réponses sont comparables à celles d'autres modèles en termes d'ampleur et de rythme. Toutefois, il convient de garder à l'esprit qu'une répercussion à chaque point temporel peut différer des élasticités moyennes, en fonction du type de cause sous-jacente à l'origine du mouvement de taux de change.

## Encadré 6

### LE FINANCEMENT EXTERNE NON BANCAIRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO PENDANT LA CRISE

**La crise financière a suscité des préoccupations quant à une dépendance potentiellement excessive des sociétés non financières de la zone euro envers les banques pour leur financement externe.** Cela se vérifie en particulier pour les PME (petites et moyennes entreprises) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui ont généralement peu d'accès direct aux marchés de capitaux et dépendent effectivement du financement bancaire en sus de leurs fonds propres et des autres sources de financement non bancaire. La forte dépendance au financement bancaire des PME et des ETI les a davantage exposées aux faiblesses de l'après-crise et aux besoins de réduction du levier d'endettement du secteur bancaire de l'UE. Le présent encadré, qui s'intéresse au financement des SNF (sociétés non financières) en général, compare les PME et les ETI aux grandes entreprises pendant la période de crise de 2009 à 2014, sur la base des résultats de l'enquête de la Banque centrale européenne et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE)<sup>1</sup>. En particulier, l'encadré montre que pendant la crise, les « entreprises soumises à des contraintes de crédit » – celles qui déclaraient dans le cadre de l'enquête SAFE avoir un accès limité aux prêts bancaires – ont eu tendance à recourir plus souvent au financement non bancaire (crédits commerciaux, crédit-bail) que les entreprises qui n'étaient pas soumises à ces contraintes. Toutefois, les entreprises des pays les plus affectés par la crise ont rencontré davantage de difficultés à réaliser cette modification de leur financement.

**À partir de l'enquête SAFE, il est possible de calculer le pourcentage de SNF de la zone euro de tailles différentes qui ont recours à divers instruments de financement (cf. le tableau ci-après).** Il est demandé aux entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête SAFE si elles ont utilisé ou non un ensemble d'instruments de financement aux cours des six mois précédents<sup>2</sup>. L'éventail de

**Tableau Utilisation des instruments de financement par les sociétés non financières**

(pourcentages moyens de l'échantillon total sur l'ensemble de la période 2009-2014)

	Microentreprises	Petites entreprises	Entreprises moyennes	Grandes entreprises
Bénéfices non distribués	24	30	38	46
Subventions/prêts subventionnés	12	16	20	22
Découverts bancaires	38	43	40	42
Prêts bancaires	28	39	43	48
Crédits commerciaux	26	30	35	38
Autres prêts	9	12	19	28
Crédit-bail	19	40	50	56
Titres de créance	1	1	1	4
Financements mezzanine	1	2	4	6
Actions	4	6	8	9

Sources : BCE et enquête de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : La taille de l'entreprise est définie par le nombre de salariés, soit de un à neuf salariés pour les microentreprises, de dix à 49 salariés pour les petites entreprises, de 50 à 249 salariés pour les entreprises moyennes et 250 salariés ou plus pour les grandes entreprises. Les « Autres prêts » sont des prêts (hors crédits commerciaux) auprès de sociétés liées ou d'actionnaires, de la famille et d'amis. Les « Subventions/prêts subventionnés » correspondent à un soutien apporté par des sources publiques sous forme de garanties, de prêts à taux réduit, etc. Les « Découverts bancaires » recouvrent les lignes de crédit ou les découverts sur cartes de crédit. « Financements mezzanine » se rapporte aux prêts subordonnés, prêts participatifs ou instruments de financement similaires.

1 L'enquête SAFE peut être consultée à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

2 Pour une analyse précédente s'appuyant sur les informations tirées de l'enquête SAFE, cf. la présentation de C. O'Toole, *SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?* lors de l'atelier de la BCE du 11 décembre 2014 : *SMEs' access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets*.

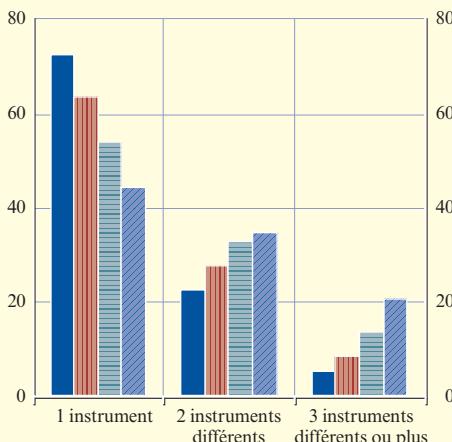
ces instruments recouvre les sources internes (bénéfices non distribués), les subventions/prêts bancaires subventionnés, le financement bancaire (lignes de crédit, découverts, cartes de crédit et prêts) et différentes sources de financement externe non bancaire comme les crédits commerciaux, les autres prêts (informels ou provenant d'une société liée), le crédit-bail, l'émission de titres de créance, les financements mezzanine et les actions.

**Les instruments bancaires tels que les subventions/prêts subventionnés, découverts et prêts bancaires sont plus utilisés que les instruments de marché comme les titres de créance, les financements mezzanine et les actions.** Les bénéfices non distribués sont également utilisés, en particulier par les grandes entreprises (cf. le tableau). Tandis que le crédit-bail semble l'instrument le plus utilisé, au moins pour les entreprises moyennes et grandes, ce n'est pas nécessairement le plus important en termes de volume ou en termes de financement d'investissements nouveaux. Pour la plupart des instruments, on observe clairement que le pourcentage d'utilisation augmente avec la taille de l'entreprise. Cela confirme que les grandes entreprises ont généralement un accès meilleur et plus diversifié aux différentes sources de financement. Il est également intéressant de noter que, parmi tous les instruments de financement externe utilisés, les microentreprises et les petites entreprises recourent

**Graphique A Proportion des SNF recourant à différents instruments externes non bancaires**

(pourcentages des réponses de l'échantillon total sur l'ensemble de la période 2009-2014)

■ Microentreprises  
■ Petites entreprises  
■ Entreprises moyennes  
■ Grandes entreprises



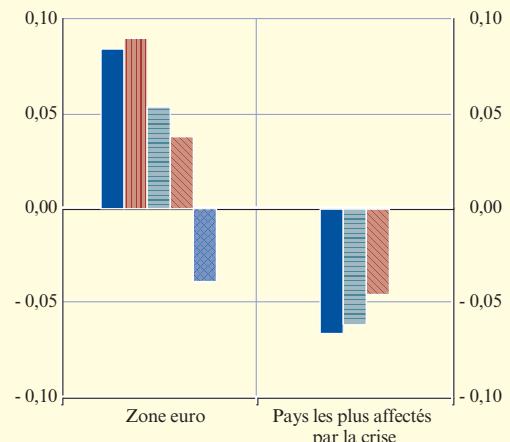
Sources : BCE et enquête de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : La taille de l'entreprise est définie par le nombre de salariés, soit de un à neuf salariés pour les microentreprises, de dix à 49 salariés pour les petites entreprises, de 50 à 249 salariés pour les entreprises moyennes et 250 salariés ou plus pour les grandes entreprises. Les instruments financiers non bancaires sont : les crédits commerciaux, les autres prêts, le crédit-bail, les titres de créance, les financements mezzanine et les actions.

**Graphique B Probabilité d'utilisation d'instruments externes non bancaires par les SNF soumises à des contraintes de crédit**

(estimations fondées sur des régressions par les moindres carrés)<sup>1)</sup>

■ Crédits commerciaux  
■ Autres prêts informels  
■ Crédit-bail  
■ Actions  
■ Subventions



Notes : La variable dépendante est une variable binaire qui vaut 1 si l'entreprise a eu recours à une source spécifique de financement au cours des six mois précédents, et zéro sinon. La période d'estimation est 2009-2014 pour 11 pays de la zone euro. Seuls les coefficients statistiquement significatifs sont représentés.

1) Les estimations sont fondées sur des régressions par les moindres carrés pondérées (cf. le rapport sur les résultats de l'enquête SAFE à l'adresse : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> pour une explication des pondérations utilisées dans l'enquête). Les régressions intègrent des effets fixes par pays/par secteur et des effets fixes temporels et les erreurs sont robustes. Le nombre d'observations est compris entre 39 949 pour le crédit-bail et 18 242 pour les actions.

de préférence aux instruments bancaires à court terme comme les lignes de crédit, les découvertes bancaires et les cartes de crédit, avant de se tourner vers les prêts bancaires, les crédits commerciaux et le crédit-bail, tandis que les entreprises moyennes et grandes ont plus souvent recours au crédit-bail, puis aux prêts bancaires (à long terme et à court terme) et aux crédits commerciaux.

**La proportion de SNF recourant à plusieurs sources de financement externe non bancaire s'accroît avec la taille de l'entreprise.** Parmi toutes les entreprises qui utilisent des sources de financement externe non bancaire, 57 % n'ont recours qu'à une seule source de financement, contre deux sources au moins pour les autres. Les microentreprises (72 %), les petites (64 %) et les moyennes (54 %) entreprises utilisent principalement un instrument de financement non bancaire (cf. graphique A), alors que plus de la moitié des grandes entreprises (56 %) utilisent au moins deux sources de financement non bancaire. La différenciation s'accroît avec la taille : par exemple, 13 % des entreprises moyennes et 21 % des grandes entreprises ont déclaré qu'elles employaient au moins trois sources de financement externe non bancaire simultanément, tandis que ce pourcentage tombe à 9 % pour les petites entreprises et à 5 % pour les microentreprises.

**L'analyse économétrique apporte davantage d'informations sur l'utilisation des sources de financement externe non bancaire durant la crise.** Pour analyser les déterminants de l'utilisation du financement non bancaire, une variable muette, qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a utilisé une source particulière de financement externe non bancaire au cours des six mois précédents et la valeur 0 dans le cas contraire, est régressée sur un ensemble de facteurs. Il s'agit de facteurs spécifiques à l'entreprise, liés à ses données démographiques et à sa situation financière, ainsi que de facteurs liés au financement bancaire, comme les coûts des prêts bancaires et les critères d'octroi, et d'un indicateur des contraintes pesant sur le crédit bancaire<sup>3</sup>. Ces variables sont particulièrement utiles pour détecter d'éventuelles relations de substitution entre sources bancaires et non bancaires. En outre, des variables à l'échelle des pays relatives à l'activité réelle (croissance du PIB et taux de chômage) sont prises en compte et une distinction est établie entre les pays les moins affectés par la crise (Belgique, Allemagne, France, Pays-Bas, Autriche et Finlande) et ceux qui l'ont été plus sévèrement (Irlande, Grèce, Espagne, Italie et Portugal).

**Généralement, les entreprises subissant des contraintes financières ont été plus susceptibles de se tourner vers le financement non bancaire comme les crédits commerciaux et le crédit-bail.** Le graphique B représente les coefficients estimés de l'analyse économétrique. S'agissant des entreprises ayant déclaré subir des contraintes dans leur accès aux prêts bancaires, les résultats montrent qu'elles ont été plus susceptibles de recourir au financement non bancaire (crédits commerciaux et crédit-bail) que les entreprises n'ayant pas fait état de contraintes (coefficients positifs de la partie gauche). Le coefficient relatif au recours aux actions est également significatif au plan statistique et on peut constater que les entreprises soumises à des contraintes de crédit ont moins utilisé les subventions, ce qui indique que les entreprises auxquelles des prêts bancaires avaient déjà été refusés ont éprouvé des difficultés à bénéficier de programmes publics destinés à obtenir des prêts bancaires garantis. De plus, les entreprises soumises à des contraintes de crédit dans les pays les plus sévèrement touchés par la crise ont éprouvé davantage de difficultés à passer du crédit bancaire à d'autres sources de financement que les entreprises soumises au même genre de contraintes dans d'autres pays (coefficients négatifs de la partie droite).

<sup>3</sup> La variable dépendante est une variable catégorique qui prend la valeur 1 si l'entreprise a eu recours à une source spécifique de financement au cours des six mois précédents et la valeur 0 dans le cas contraire. Les variables indépendantes contrôlent les classes de taille, d'âge, de chiffre d'affaires, le fait que les entreprises soient indépendantes ou familiales et leur situation financière en termes de ventes et de rentabilité, de fonds propres et d'historique de crédit. Toutes les variables sont tirées de l'enquête.

**Globalement, les résultats de cette analyse confirment que les sociétés non financières, et notamment les PME, ont moins recours aux sources de financement de marché qu'au financement bancaire.**

Bien que les marchés de capitaux représentent une source de financement alternative importante pour les sociétés non financières, ils sont essentiellement accessibles aux grandes entreprises bénéficiant d'une notation élevée et qui sont généralement établies dans des grands pays dont les marchés financiers sont plus développés. À moins que les sociétés non financières – et notamment les PME – n'aient accès à des sources de financement alternatives, toute diminution du crédit bancaire est susceptible d'avoir un effet défavorable sur leur capacité à financer des investissements. En harmonisant les politiques des marchés financiers et en soutenant une évolution vers le financement de marché, l'initiative de la Commission européenne en faveur d'une union des marchés de capitaux rendra les PME européennes plus résistantes aux chocs sur l'offre de crédit bancaire et contribuera à réduire les obstacles à leur accès au financement.

## Encadré 7

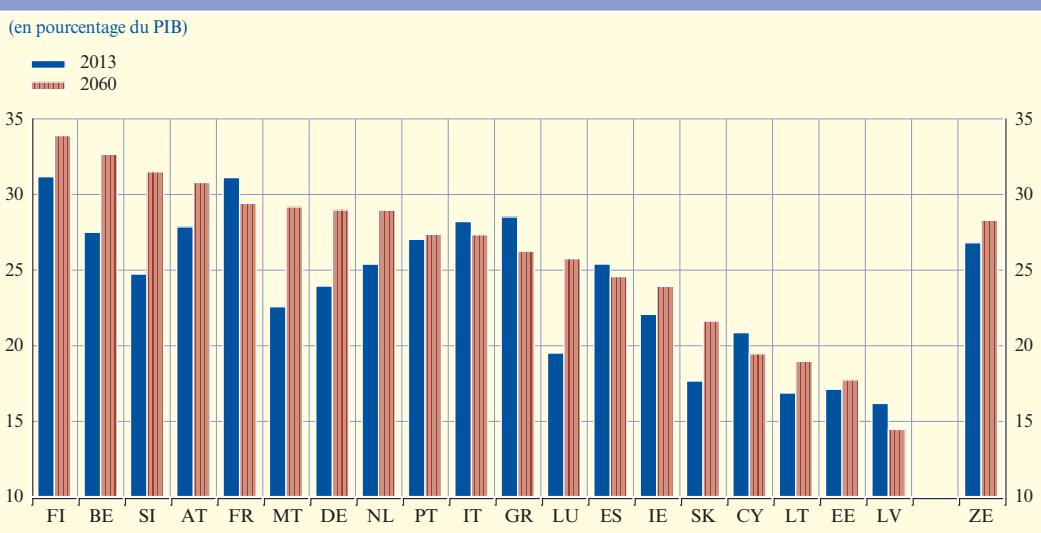
### RAPPORT 2015 SUR LE VIEILLISSEMENT : COMBIEN COÛTERA LE VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION EN EUROPE ?

**L'Europe est confrontée à un défi démographique.** Le taux de dépendance des personnes âgées, c'est-à-dire la part des personnes âgées de 65 ans et plus rapportée à la population en âge de travailler, devrait presque doubler dans la zone euro, passant de 29 % environ actuellement à plus de 50 % en 2060. Si des réformes structurelles adéquates ne sont pas mises en œuvre, le vieillissement de la population aura des conséquences négatives sur la soutenabilité des finances publiques, en particulier à long terme. De plus, étant donné que la population active devrait diminuer, le vieillissement devrait freiner la croissance potentielle du PIB. En raison de son incidence négative sur la soutenabilité budgétaire et la croissance potentielle, le vieillissement de la population revêt également une importance pour la politique monétaire.

**Cet encadré résume et évalue les principaux résultats des projections présentées dans le Rapport 2015 sur le vieillissement pour les pays de la zone euro.** Le Rapport 2015 sur le vieillissement, publié le 12 mai 2015, est le plus récent des rapports préparés tous les trois ans par le Groupe de travail sur le vieillissement du Comité de politique économique. Il présente, pour la période 2013-2060 et pour tous les pays de l'UE, des projections à long terme sur les coûts totaux liés au vieillissement et sur leurs composantes, à savoir les retraites, les soins de santé, les soins de longue durée, l'éducation et les allocations chômage. Les projections sont établies à partir d'une méthodologie communément admise et d'un ensemble d'hypothèses démographiques et macroéconomiques.

**Les coûts totaux liés au vieillissement dans la zone euro devraient augmenter sur l'horizon de projection, avec cependant des différences importantes entre les pays.** Selon le Rapport 2015 sur le vieillissement, les coûts totaux liés au vieillissement dans la zone euro devraient augmenter de 1,5 point de pourcentage du PIB, de 26,8 % du PIB en 2013 à 28,3 % du PIB en 2060 (cf. graphique A).

**Graphique A Coûts totaux liés au vieillissement de la population**



Source : Rapport 2015 sur le vieillissement.

### Graphique B Évolution des coûts liés aux retraites

(en points de pourcentage du PIB, 2013-2060)



Source : Rapport 2015 sur le vieillissement.

Toutefois, leurs évolutions sont très hétérogènes d'un pays à l'autre. Alors que ces coûts devraient augmenter fortement en Slovénie, à Malte, au Luxembourg, en Belgique et en Allemagne (d'au moins 5 points de pourcentage du PIB), ils devraient diminuer en France, en Italie, en Grèce, en Espagne, à Chypre et en Lettonie. En 2013, c'est en Finlande et en France que le niveau de ces coûts était le plus élevé (31 % du PIB environ dans ces deux pays) ainsi qu'en Grèce et en Italie (28 % du PIB dans les deux cas). En 2060, la Finlande, la Belgique et la Slovénie devraient être les pays de la zone euro où le défi du vieillissement sera le plus important, avec des coûts totaux nettement supérieurs à 31 % du PIB.

**Les dépenses de retraite, qui constituent la principale composante des coûts totaux liés au vieillissement<sup>1</sup>, devraient demeurer stables, en moyenne, par rapport au PIB sur l'horizon de projection.** De fait, les dépenses de retraite dans la zone euro devraient retrouver en 2060 leur niveau de 2013, soit 12,3 % du PIB (cf. graphique B). La dynamique des coûts des régimes de retraite diffère toutefois sensiblement d'un pays à l'autre. Dans la majorité des pays de la zone euro, les dépenses au titre des retraites devraient augmenter (en particulier au Luxembourg, en Slovénie, en Belgique et à Malte, où leur progression devrait être supérieure à 3 points de pourcentage du PIB), tandis qu'elles devraient diminuer dans huit pays de la zone (Chypre, Portugal, Espagne, Estonie, Grèce, Italie, France et Lettonie). En revanche, les coûts liés aux soins de santé et aux soins de longue durée devraient augmenter dans tous les pays de la zone euro.

**Si l'on compare avec le Rapport 2012 sur le vieillissement<sup>2</sup>, l'augmentation prévue des coûts totaux liés au vieillissement a été fortement revue à la baisse, de 3,5 % à 1,5 % du PIB sur l'horizon de projection.** Les prévisions relatives aux coûts du vieillissement pour le Luxembourg, la France et la Grèce, en particulier, ont été sensiblement révisées à la baisse (d'au moins 4,5 points de pourcentage de PIB sur la période 2013-2060). Les coûts des retraites enregistrent une évolution similaire, avec une révision à la baisse de 1,2 point de pourcentage du PIB pour la zone euro par rapport au précédent rapport<sup>3</sup>.

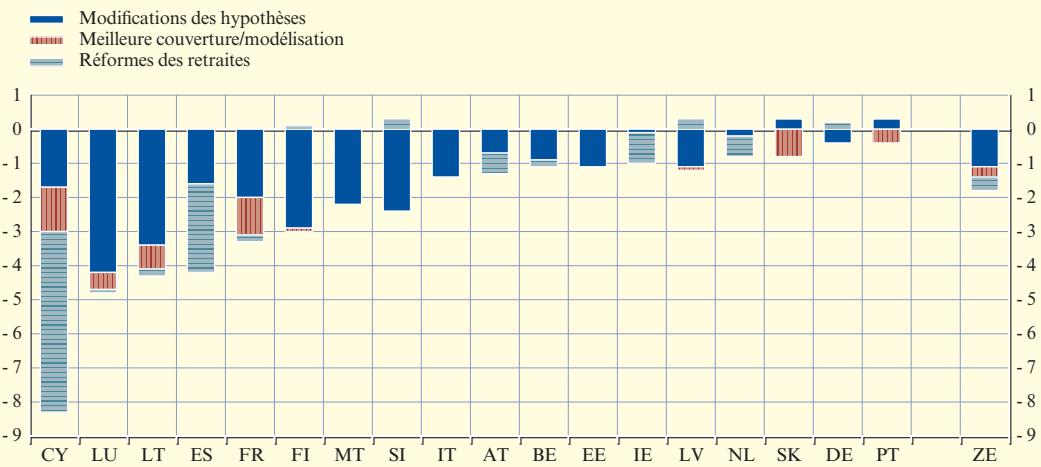
1 Les dépenses au titre des retraites représentent, en moyenne, près de la moitié du total des coûts liés au vieillissement, suivies par les soins de santé (un quart) et l'éducation (un cinquième), tandis que les poids relatifs des soins de longue durée et des allocations chômage sont plus limités.

2 Cf. également l'encadré intitulé *Les défis budgétaires liés au vieillissement de la population : de nouveaux éléments pour la zone euro*, *Bulletin mensuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2012.

3 Les chiffres correspondant au Rapport 2012 sur le vieillissement sont présentés pour la même période (2013-2060) et incluent l'incidence pour plusieurs pays (Belgique, Espagne, Chypre, Lettonie, Pays-Bas, Slovénie et Slovaquie) des réformes des retraites soumises à un examen par les pairs conduites après la finalisation du Rapport 2012. Ainsi, sans l'actualisation des chiffres du Rapport 2012, la différence par rapport au précédent rapport aurait été encore plus importante.

### Graphique C Répartition de la révision apportée à la variation des coûts liés aux retraites

(en points de pourcentage du PIB ; évolution entre les Rapports 2012 et 2015 sur le vieillissement)



Source : Rapport 2015 sur le vieillissement.

Notes : Les projections du Rapport 2012 sur le vieillissement ont été actualisées à l'aide des projections revues par les pairs des pays de la zone euro ayant réalisé des réformes de leurs systèmes de retraites au cours des trois dernières années (Belgique, Lettonie, Pays-Bas, Slovénie et Slovaquie), à l'exception de l'Espagne et de Chypre, pour lesquels seuls les chiffres initiaux du Rapport 2012 sont disponibles pour cette ventilation. Les chiffres sont établis à partir des données du Système européen des comptes 1995 (SEC 1995). La ventilation n'est pas disponible pour la Grèce. La rubrique « Modification des hypothèses » correspond aux variations des coûts des retraites résultant d'hypothèses démographiques et macroéconomiques différentes. La rubrique « Meilleure couverture/modélisation » correspond aux variations des coûts des retraites résultant d'une meilleure couverture des prévisions nationales relatives aux retraites et/ou à une amélioration des techniques de modélisation.

**La révision à la baisse des prévisions relatives aux coûts des retraites semble résulter en grande partie d'hypothèses démographiques et macroéconomiques plus favorables, plutôt que de véritables réformes.** Alors que les hypothèses sous-jacentes expliquent jusqu'à deux tiers des révisions, l'incidence des nouvelles réformes des retraites semble en moyenne relativement limitée (cf. graphique C)<sup>4</sup>. En moyenne, un tiers environ des révisions à la baisse du profil d'évolution des retraites semble imputable aux nouvelles hypothèses démographiques, comme l'indique, notamment, la forte révision à la baisse de la variation du taux de dépendance des personnes âgées (près de 4 points de pourcentage entre 2013 et 2060) par rapport au précédent rapport<sup>5</sup>. Ce facteur semble particulièrement pertinent pour la Lituanie, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et la Slovénie. De plus, les hypothèses macroéconomiques plus favorables que dans le précédent rapport de 2012, notamment la diminution plus prononcée (de 2,4 points de pourcentage) du taux de chômage semblent fortement contribuer à la révision à la baisse des projections relatives aux retraites (cf. graphique D). L'effet marché du travail est particulièrement prononcé pour l'Espagne, l'Italie, Chypre, la Grèce et le Portugal.

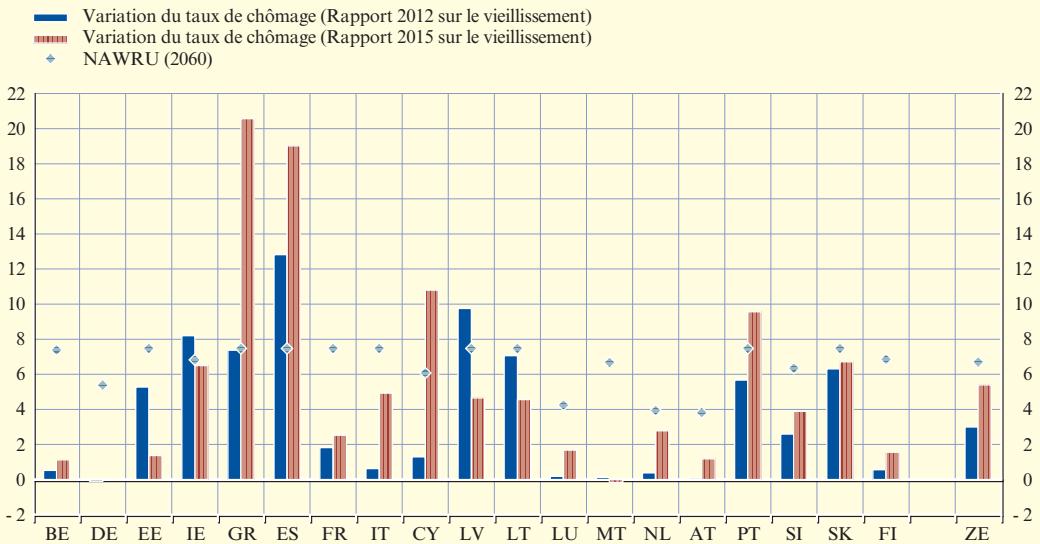
**Pour plusieurs pays, les nouvelles prévisions des coûts liés au vieillissement de la population sont exposées à des risques négatifs importants, car elles se fondent sur des hypothèses macroéconomiques optimistes.** En particulier, l'hypothèse selon laquelle la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF), qui avait fortement chuté pendant la crise, se redressera pour atteindre 1 % à long terme, semble optimiste pour plusieurs pays en l'absence de réformes de grande ampleur propices à la croissance. Cela est également valable d'un point de vue historique. Durant la période 1999-2012,

<sup>4</sup> Pour Chypre et l'Espagne, le graphique C fait apparaître une diminution significative des coûts au titre des retraites en raison des réformes dans ce domaine. Contrairement aux autres pays de la zone euro qui ont conduit des réformes des retraites au cours des trois dernières années (Belgique, Lettonie, Pays-Bas, Slovénie et Slovaquie), les projections actualisées revues par les pairs ne sont pas disponibles pour Chypre et l'Espagne pour la ventilation présentée dans le graphique C.

<sup>5</sup> Les hypothèses démographiques sont fondées sur les projections de population EUROPOP 2013, publiées par Eurostat en avril 2014.

#### Graphique D Variation du taux de chômage

(pourcentages, 2013-2060)

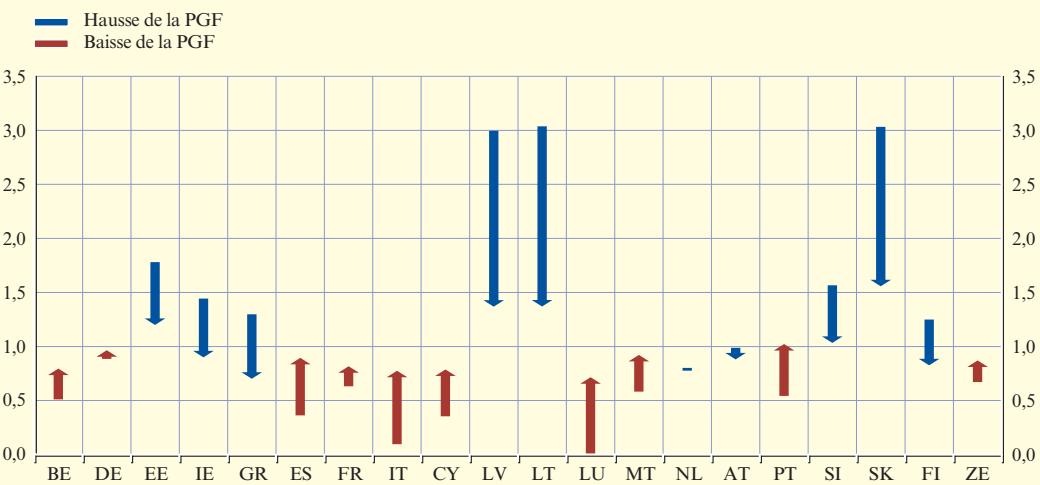


Source : Rapport 2015 sur le vieillissement.

Notes : Une valeur positive pour la variation du taux de chômage indique une baisse de ce taux entre 2013 et 2060. Les valeurs issues du Rapport 2012 sur le vieillissement sont recalculées pour la période 2013-2060. Les losanges indiquent le niveau du taux de chômage non accélérateur des salaires (*non-accelerating wage rate of unemployment – NAWRU*) en 2060 (le niveau maximum se situe à 7,5 %).

#### Graphique E Variation de la croissance de la productivité globale des facteurs

(variation en pourcentage entre les moyennes 1999-2012 et 2013-2060)



Source : Rapport 2015 sur le vieillissement.

Notes : Variation du taux de croissance de la PGF entre les moyennes historiques (1999-2012) et les moyennes des prévisions (2013-2060). Les flèches bleues indiquent un ralentissement de la croissance de la PGF par rapport aux moyennes historiques, tandis que les flèches rouges indiquent une accélération de la croissance de la PGF par rapport aux moyennes historiques.

la croissance de la PGF s'est établie à 0,7 % environ, en moyenne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Luxembourg et le Portugal enregistrant des taux nettement plus faibles (cf. graphique E).

De plus, l'hypothèse selon laquelle le taux de chômage convergera à la baisse vers une moyenne de l'UE à long terme n'excédant pas 7,5 % en 2060 (le taux de chômage moyen de la zone euro devrait s'établir à 6,7 % en 2060) n'est plausible que si des réformes d'envergure sont adoptées pour le marché du travail. La baisse du chômage retenue comme hypothèse dans le rapport est particulièrement marquée pour la Grèce, l'Espagne, Chypre et le Portugal (quelque 10 points de pourcentage ou plus entre 2013 et 2060) (cf. graphique D). Avec ces hypothèses, qui sont entourées d'un degré élevé d'incertitude, le rapport sur le vieillissement s'écarte de la pratique classique (prudente) qui consiste à fonder les projections sur des hypothèses de « politiques inchangées ». En effet, si ces hypothèses ne se concrétisent pas comme prévu, cela pourrait entraîner une augmentation substantielle des coûts liés au vieillissement pour les pays concernés.

**Il existe également des risques liés à une annulation des réformes des retraites déjà mises en œuvre.** Le rapport suppose que toutes les réformes des systèmes de retraite votées ces dernières années seront intégralement mises en œuvre. Toutefois, on ne peut exclure un retour en arrière par rapport aux réformes engagées précédemment, comme le montrent les débats récents dans certains pays.

**Globalement, en dépit de prévisions plus favorables sur les coûts liés au vieillissement de la population pour de nombreux pays, de nouveaux efforts de réforme sont nécessaires afin d'enrayer la hausse de ces coûts.** Pour plusieurs pays, les nouvelles projections relatives aux coûts du vieillissement sont soumises à des risques défavorables car elles dépendent d'hypothèses très optimistes pour les évolutions de la productivité et du marché du travail. En l'absence de réformes pour réduire le chômage structurel et renforcer la croissance potentielle, les coûts liés au vieillissement seront sensiblement plus élevés pour ces pays. Par conséquent, ce serait une erreur d'interpréter les nouvelles prévisions relatives aux coûts liés au vieillissement comme le signe qu'il est moins urgent de favoriser les efforts de réforme des pays.

## Encadré 8

### L'EFFICACITÉ DE L'OBJECTIF BUDGÉTAIRE À MOYEN TERME COMME POINT D'ANCRAGE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

**Pour fin avril 2015, tous les pays de la zone euro qui ne sont pas soumis à un programme d'aide financière de l'UE et du FMI devaient soumettre leur programme de stabilité actualisé au Conseil Ecofin et à la Commission européenne.** Conformément au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ces mises à jour exposent les stratégies budgétaires des gouvernements pour l'année en cours et au moins pour les trois années suivantes. Elles précisent par ailleurs les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) des pays et les évolutions prévues pour les atteindre. Sur la base d'une évaluation des programmes de stabilité, le Conseil européen évaluera les 25 et 26 juin les recommandations spécifiques à chaque pays en matière de politiques budgétaires. Ces recommandations prendront en compte la communication de la Commission de janvier 2015 relative à la flexibilité dans le cadre du PSC<sup>1</sup>, qui fournit de nouvelles orientations sur les efforts budgétaires requis pour atteindre les OMT. Dans ce contexte, le présent encadré examine l'efficacité de l'OMT comme point d'ancrage des politiques budgétaires dans le cadre du volet préventif du PSC.

**L'objectif budgétaire à moyen terme constitue la pierre angulaire du volet préventif du PSC.** L'OMT a été instauré lors de la réforme du PSC en 2005 et reflète la cible budgétaire des gouvernements à moyen terme. Il est défini en termes structurels, c'est-à-dire corrigé de l'incidence du cycle économique et des mesures temporaires<sup>2</sup>. Les OMT sont régulièrement actualisés, tous les trois ans, afin de refléter les dernières estimations des coûts économiques et budgétaires du vieillissement, qui sont publiées tous les trois ans dans le *Rapport sur le vieillissement*<sup>3</sup>. Le volet préventif du PSC exige des pays qu'ils enregistrent chaque année des progrès appropriés en vue de la réalisation de leur OMT et, dès qu'ils l'ont atteint, qu'ils maintiennent ce solde budgétaire structurel. En particulier, le PSC prévoit une valeur de référence de l'ajustement structurel de 0,5 % du PIB sur la voie de l'OMT, avec des ajustements accrus en situation économique favorable et moindres en période économiquement difficile. Parallèlement, la réglementation relative au volet préventif autorise des écarts temporaires par rapport à l'OMT d'un pays, ou à la trajectoire d'ajustement adoptée pour y parvenir, afin de prendre en compte la mise en œuvre de réformes structurelles majeures ayant des effets budgétaires positifs directs à long terme, pour autant que le pays revienne à son OMT sur l'horizon de son programme de stabilité.

**Le bilan en matière de réalisation des OMT est médiocre.** Bien que les OMT fassent partie intégrante du cadre budgétaire de l'UE depuis maintenant dix ans, la plupart des pays ne les ont pas atteints, ne serait-ce qu'une seule année, au cours de cette période. De plus, les pays de la zone euro ont régulièrement repoussé l'échéance de la réalisation de leur objectif, faisant des OMT des « cibles mouvantes » plutôt qu'un point fixe de leur calendrier budgétaire. Par conséquent, la zone euro est entrée dans la crise financière en accusant un déficit structurel considérable<sup>4</sup>, ce qui a limité la portée des politiques contracycliques et a empêché les stabilisateurs automatiques de fonctionner librement.

1 Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance*, *Bulletin économique*, n° 1, BCE, février 2015.

2 Les OMT sont fixés pour 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 par le traité de Maastricht 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 ; et (c) les États membres dégagent une marge de manœuvre budgétaire, en particulier lorsqu'il s'agit de préserver les investissements publics.

3 Cf. également l'encadré 7 du présent numéro du *Bulletin économique* intitulé *Rapport 2015 sur le vieillissement – combien coûtera le vieillissement de la population en Europe ?*

4 L'équilibre structurel est également défini par l'écart de production inobservable, lequel est généralement sujet à d'importantes révisions au fil du temps. L'on estime que l'écart de production a présenté un biais négatif en temps réel de l'ordre de 1 % du PIB sur la période 2003-2013, ce qui implique par ailleurs une surestimation en temps réel de l'équilibre structurel. Cf. également Kamps, C., Leiner-Killinger, N., Sondermann, D., De Stefani, R. et Rüffer, R., *The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework*, *Occasional Paper Series*, No 157, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2014.

L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires

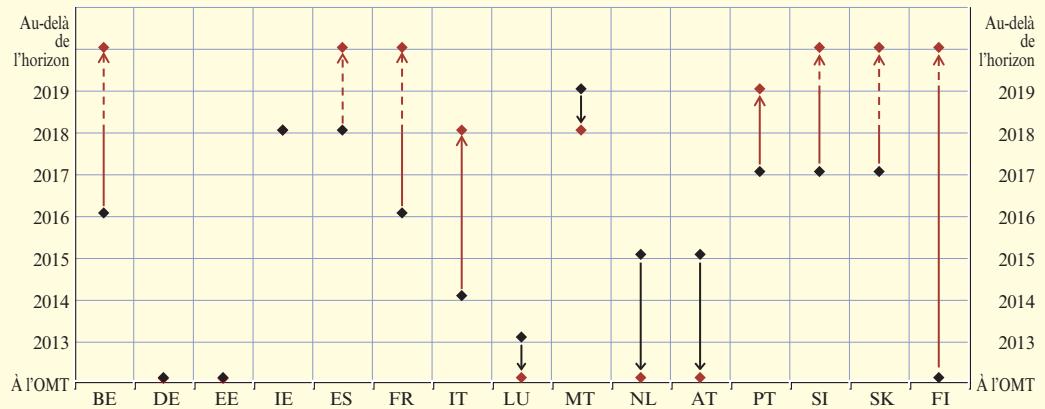
**Une réforme approfondie du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE était appelée à pallier le bilan décevant en matière de respect des OMT.** Eu égard aux manquements quant à l'obligation de respecter les efforts structurels imposés par le volet préventif du PSC, les réformes du « six-pack »<sup>5</sup> prévoient dès 2011 un nouveau renforcement de ce dernier par la définition d'« écarts significatifs » par rapport à la trajectoire d'ajustement vers l'OMT, écarts susceptibles d'entraîner des sanctions financières à l'égard d'un pays. En 2012, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (TSCG) a fixé des OMT plus ambitieux : les pays signataires de la zone euro s'engageaient à maintenir des OMT non inférieurs à – 0,5 % du PIB (contre – 1 % du PIB auparavant), à moins que leur niveau d'endettement ne soit significativement inférieur à 60 % du PIB et que les risques quant à la viabilité à long terme soient faibles. De surcroît, en 2013, la Commission a instauré les « calendriers de convergence », c'est-à-dire les calendriers nationaux pour la réalisation des OMT à une date donnée, en complément du TSCG<sup>6</sup>. Le mécanisme correctif prévu par le TSCG, censé s'activer automatiquement au niveau national dans l'éventualité d'un « écart significatif » par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement en vue de sa réalisation, devait garantir une convergence rapide sur la voie de la réalisation des OMT respectifs.

**Toutefois, les données disponibles suggèrent que le respect des OMT ne s'est pas sensiblement amélioré ces dernières années (cf. graphique).** En particulier, les échéances pour atteindre les OMT telles que

#### Année de réalisation des OMT conformément aux recommandations du calendrier de convergence de 2013 et aux prévisions des programmes de stabilité de 2015

(selon les nouveaux calculs de la Commission)

- ◆ Mise à jour du programme de stabilité de 2015
- ◆ Calendrier de convergence de 2013



Source : Mises à jour du programme de 2015, documents de travail de la Commission.

Notes : Le graphique compare les échéances fixées par les calendriers de convergence établis en 2013 pour la réalisation des OMT avec l'année de leur réalisation selon les mises à jour du programme de stabilité de 2015. Les années de réalisation des OMT reposent sur les équilibres budgétaires définis dans les programmes de stabilité tels qu'ils ont été recalculés par la Commission sur la base de la méthodologie communément admise et compte tenu de la marge de 0,25 %. En conséquence, l'année de la réalisation des OMT telle qu'elle est planifiée dans le cadre du programme de stabilité peut différer de l'année de réalisation prévue selon les calculs de la Commission. Ainsi, le Portugal prévoit d'atteindre son OMT dès 2016, l'Italie et la Slovaquie en 2017, la France en 2018 et l'Espagne en 2019. S'agissant des OMT censés être réalisés « au-delà de l'horizon », l'on ne dispose pas d'équilibres budgétaires recalculés. Par « au-delà de l'horizon », il y a lieu d'entendre que le délai dépasse la dernière année comprise dans le programme de stabilité de 2015, soit 2018 pour la Belgique, l'Espagne, la France et la Slovaquie et 2019 pour la Finlande. La ligne pointillée correspond donc à la période qui se situe au-delà de l'horizon du programme. Pour l'Irlande, l'échéance n'a pas été modifiée.

5 Le « six-pack » désigne un ensemble de cinq règlements et une directive en matière de surveillance budgétaire et macroéconomique au sein de l'UE.

6 Les échéances en vue de la réalisation des OMT ont été fixées sur la base des plans budgétaires à moyen terme présentés lors de la mise à jour des programmes de stabilité et de convergence de 2013 et conformément au PSC. Cf. Commission européenne, *Report on public finances in EMU 2013 – Part I Annex I, European Economy*, Numéro 4, Commission européenne, Bruxelles, 2013.

fixées dans les programmes de stabilité 2015 ont, pour un grand nombre de pays, été repoussées par rapport à ce que prévoyaient les calendriers de convergence 2013. La communication publiée au début de cette année par la Commission sur la flexibilité offerte par le PSC pourrait conduire à un ralentissement des progrès accomplis par les États en vue de la réalisation de leur OMT<sup>7</sup>. La communication clarifiait, mais étendait également la flexibilité du PSC concernant l'application des règles dans trois grands domaines : (a) les conditions conjoncturelles, (b) les réformes structurelles et (c) les investissements publics. S'ils sont éligibles aux clauses d'investissement et des réformes structurelles, les États sont autorisés à s'écartez de la trajectoire d'ajustement en vue de la réalisation de leur OMT<sup>8</sup>. Par exemple, dans leur mise à jour 2015 des programmes de stabilité, la Lettonie et l'Italie ont sollicité l'activation de la clause des réformes structurelles pour 2016<sup>9</sup>. La Lettonie n'a pas obtenu de dérogation au titre de la clause en raison de l'absence d'une marge de sécurité suffisante pour se rapprocher de la valeur de déficit de 3 %. S'agissant de l'Italie, la Commission européenne lui a permis de s'écartez temporairement de 0,4 % du PIB de l'ajustement requis en vue d'atteindre son OMT en 2016, après une exigence d'ajustement nul en 2014 et une exigence réduite en 2015 sur la base des changements apportés respectivement au printemps 2014 et en janvier 2015 par la Commission au traitement des conditions conjoncturelles. La Lituanie a demandé l'activation de la clause des réformes des retraites, mais son éligibilité dépendra de la confirmation par Eurostat de la nature systémique de la réforme. D'autres États, au nombre desquels la Slovaquie, pourraient bénéficier de la clause des conditions conjoncturelles, dès lors que les exigences d'ajustement à leur égard ont été réduites.

**Un recours abusif à la flexibilité offerte par le PSC pourrait entraîner de nouveaux écarts importants et persistants par rapport à la trajectoire d'ajustement en vue de la réalisation des OMT, ce qui serait susceptible d'accroître les risques pesant sur la soutenabilité de la dette.** Dès lors, il est essentiel d'éviter le « syndrome de la cible mobile » dont a souffert le volet préventif du PSC avant la crise. Si les États membres de la zone euro devaient échouer dans leurs efforts pour restaurer des marges de sécurité budgétaires en temps voulu, ils seraient insuffisamment préparés pour faire face à des chocs économiques défavorables, alors que c'est précisément dans ces moments-là que le besoin de stabilisation budgétaire se fait le plus sentir. Il conviendrait de tirer profit de l'environnement actuel de consolidation de la reprise économique et de conditions financières favorables pour accélérer les avancées sur la voie de la réalisation des OMT. La résilience de l'économie de la zone euro s'en trouverait ainsi renforcée.

7 Le 13 janvier 2015, la Commission européenne publiait une communication intitulée *Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012&from=FR>.

8 Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance*, op. cit.

9 Dans sa mise à jour 2015 du programme de convergence, la Roumanie a sollicité l'activation de la clause des réformes structurelles, mais son application n'a pas encore été acceptée en raison de l'absence d'informations suffisamment détaillées.

## ARTICLES

# LE RÔLE DU BILAN DE LA BANQUE CENTRALE DANS LA POLITIQUE MONÉTAIRE



*Cet article analyse l'utilisation du bilan de la banque centrale comme instrument de politique monétaire, en mettant l'accent plus particulièrement sur l'expérience de la BCE mais également en observant celle d'autres autorités monétaires. Depuis le début de la crise financière en 2007-2008, les banques centrales ont effectué différentes interventions en utilisant leurs bilans, modifiant leur taille et leur composition à des degrés divers. Ces interventions comprennent des opérations qui visent à fournir des « garanties de refinancement » aux contreparties, des mesures d'assouplissement du crédit afin de permettre ou d'améliorer la transmission de l'orientation de la politique monétaire face aux dysfonctionnements des marchés, ainsi que des achats massifs de titres pour donner une orientation accommodante supplémentaire à la politique monétaire à une période où les taux d'intérêt nominaux à court terme sont à leur plancher effectif.*

*Pour réaliser son mandat relatif à la stabilité des prix, la BCE a mis en œuvre l'ensemble de ces mesures, procédant notamment à des achats massifs de titres du secteur public depuis l'introduction du programme étendu d'achats d'actifs en début d'année. C'est ainsi que l'utilisation du bilan de l'Eurosystème a évolué d'une approche relativement passive, l'apport de liquidités étant déterminé par les besoins des contreparties de l'Eurosystème, à une gestion plus active du volume et de la composition des actifs du bilan permettant de garantir l'orientation accommodante appropriée de la politique monétaire.*

### I INTRODUCTION

**Les programmes d'achats d'actifs de la BCE ont marqué une utilisation plus active du bilan de l'Eurosystème afin de réaliser le mandat de la BCE relatif à la stabilité des prix.** En septembre et en novembre 2014, la BCE a commencé à mettre en œuvre, respectivement, les achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS). En janvier 2015, elle a décidé d'étendre les programmes d'achats d'actifs pour inclure les acquisitions, sur le marché secondaire, de titres émis par le secteur public dans la zone euro. Ces achats constituent un nouvel exemple de l'utilisation de la modification de la taille et de la composition du bilan de l'Eurosystème comme instrument pour atteindre son mandat de parvenir à la stabilité des prix de la BCE.

**Tout au long de la crise, les banques centrales du monde entier ont dépassé leurs cadres de fonctionnement traditionnels pour utiliser leurs bilans comme un instrument de politique monétaire.** Les autorités monétaires ont déployé leurs bilans lorsque les pénuries de liquidité et les dysfonctionnements du marché résultant de primes de liquidité et de risque de crédit élevées ont entravé la transmission de l'orientation envisagée de la politique monétaire, et lorsqu'un nouvel assouplissement de cette orientation a été nécessaire parce que les taux d'intérêt nominaux à court terme avaient atteint leur plancher effectif. L'étalonnage explicite et actif de la taille et de la composition du bilan de la banque centrale utilisé comme instrument de politique monétaire est nouveau à bien des égards : en effet, dans les cadres de fonctionnement actuels des banques centrales, malgré toutes les différences des structures économiques et financières et des traditions des banques centrales en fonction des pays, les autorités monétaires poursuivent essentiellement leur mandat en fixant une cible opérationnelle pour un taux d'intérêt à court terme. Dans de tels cadres, le bilan de la banque centrale joue un rôle secondaire.

**L'article analyse le rôle du bilan d'une banque centrale comme instrument de politique monétaire<sup>1</sup>, en mettant l'accent plus particulièrement sur les politiques de la BCE.** La section 2 fournit une vue d'ensemble des différentes modalités d'utilisation du bilan par les autorités monétaires. La section 3 s'attache à l'expérience de la zone euro, tandis qu'un encadré décrit les évolutions récentes du bilan de l'Eurosystème. La section 4 présente des éléments de conclusion.

## 2 LE BILAN DE LA BANQUE CENTRALE, INSTRUMENT DE POLITIQUE MONÉTAIRE

### 2.1 LE BILAN DE LA BANQUE CENTRALE : DE FACTEUR SECONDAIRE À INSTRUMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire tente d'influencer les conditions financières et macroéconomiques d'ensemble afin de réaliser les objectifs assignés à la banque centrale dans son mandat. Ce résultat s'obtient en modifiant l'orientation de la politique monétaire, c'est-à-dire la contribution apportée par la politique monétaire aux évolutions économiques, financières et monétaires.

**En période « normale », l'orientation de la politique monétaire est signalée par le prix des réserves de banque centrale.** Dans la plupart des cadres de fonctionnement actuels des banques centrales, l'orientation de la politique monétaire est très souvent indiquée par le prix auquel les banques peuvent négocier les réserves de banque centrale sur le marché interbancaire, qui est influencé, à son tour, par le prix auquel les banques centrales mettent ces réserves à disposition des banques. Dans ces cadres de fonctionnement, la banque centrale injecte des réserves dans le système bancaire en fonction de la demande des banques, afin de piloter le taux d'intérêt interbancaire vers un niveau cohérent avec l'orientation envisagée de la politique monétaire.

**Par conséquent, en temps « normal », la composition et la taille du bilan de la banque centrale contiennent des informations limitées sur le degré d'accommodation de la politique monétaire.** La taille du bilan résulte passivement de la nécessité d'orienter le(s) taux d'intérêt à court terme conformément à l'orientation souhaitée. La quantité d'éléments de passif et d'actif, et donc la taille du bilan, est déterminée en grande partie par la demande de fonds de la part des contreparties de la banque centrale, qui est elle-même déterminée par les besoins de liquidité du système bancaire. En d'autres termes, la banque centrale doit fournir, de façon inélastique, la quantité de réserves demandée par le système bancaire afin de contrôler le taux d'intérêt à court terme. La composition des éléments d'actif et de passif au bilan reflète les caractéristiques institutionnelles de la gestion de la liquidité par la banque centrale, notamment les politiques en matière de garanties et les modalités d'apport et d'absorption de la liquidité. En résumé, lorsque l'instrument de politique monétaire est le taux d'intérêt à court terme, la taille et la composition du bilan de la banque centrale ne fournissent pas d'informations quant à l'orientation de la politique monétaire<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Le bilan de la banque centrale est une situation financière qui enregistre les éléments d'actif et de passif résultant des instruments de politique monétaire et des facteurs autonomes (par exemple, les dépôts des administrations publiques et les billets). Les instruments de politique monétaire sont les contrats financiers que la banque conclut afin de poursuivre ses objectifs. Ce sont les différents types de contrats financiers (portant sur des montants nominaux différents) qui ont des conséquences sur les prix des marchés financiers et sur l'économie, plutôt que le bilan de la banque centrale en lui-même. Cependant, le présent article suit la pratique établie et fait référence au bilan de la banque centrale comme instrument de politique monétaire.

<sup>2</sup> Ce n'est pas le cas pour les banques centrales dotées de cadres opérationnels impliquant un certain niveau de gestion active du taux de change. Le volume total des actifs et la composition des éléments d'actif et de passif peuvent alors tous deux fournir des informations quant à l'orientation souhaitée de la politique monétaire.

**Avec la survenance de la crise financière, les banques centrales ont commencé à utiliser leurs bilans de différentes manières, dont certaines étaient nouvelles, du moins dans le contexte contemporain, tandis que d'autres étaient conformes aux missions et aux pratiques traditionnelles des banques centrales.** Confrontées aux tensions et aux risques de la crise financière, les banques centrales ont mis en œuvre une ou plusieurs des mesures suivantes :

- l'accroissement de la fourniture de liquidité à leurs systèmes bancaires de façon élastique, c'est-à-dire en répondant à la demande de liquidité accrue des banques, et la modification des modalités de l'apport de liquidité afin de donner des garanties de refinancement, en accordant parfois également des prêts à terme ;
- le lancement d'opérations de prêts directs pour le secteur privé non bancaire ou l'achat d'actifs du secteur privé ;
- le démarrage de l'achat massif de titres à moyen et long terme du secteur public ou de titres garantis par les États ;
- la formulation d'une orientation verbale explicite relative à l'évolution à venir de la politique monétaire, notamment des indications concernant l'utilisation future du bilan de la banque centrale en cas d'évolutions spécifiques.

**L'ensemble de ces mesures impliquent, bien qu'à des degrés divers, une expansion de la taille du bilan de la banque centrale et une modification de sa composition** (cf. graphique 1). Cependant, la prudence s'impose lors des comparaisons des bilans des banques centrales de différents pays et également lors des comparaisons des bilans d'un même pays selon les époques. Comme l'analyse cet article, une unité de liquidité aura des effets économiques très différents en fonction non seulement des structures financières et des procédures opérationnelles de la banque centrale, mais également en fonction de l'utilisation du bilan de la banque centrale (c'est-à-dire de son utilisation comme instrument permettant de répondre à des besoins spécifiques de politique monétaire).

**Il est possible d'identifier trois raisons essentielles d'un accroissement de l'utilisation des bilans des banques centrales :** 1) la nécessité de réagir face aux tensions financières et de gérer les crises financières, conformément à la fonction traditionnelle des banques centrales de source ultime de garantie de refinancement pour le système bancaire ; 2) la nécessité de permettre ou d'améliorer la transmission de l'orientation envisagée de politique monétaire face à des dysfonctionnements de marché ; et 3) la nécessité de donner une orientation accommodante supplémentaire, c'est-à-dire d'assouplir davantage l'orientation, en exerçant des tensions baissières sur les taux d'intérêt à long terme lorsque les taux directeurs nominaux à court terme sont réduits à leur plancher effectif. En principe,



ces trois objectifs sont complémentaires, tandis qu'en pratique, ils peuvent être étroitement liés. Quoi qu'il en soit, les mesures déployées pour l'une quelconque des raisons déjà exposées peuvent avoir des implications très semblables pour l'orientation de la politique monétaire. Par exemple, en resserrant les écarts entre les coûts de l'emprunt sur le marché et les taux d'intérêt sans risque, ce qui favorise la répercussion de l'orientation, les mesures d'amélioration de la transmission peuvent également être considérées comme des éléments qui renforcent le caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire.

**Dans cet article, l'analyse établit une distinction entre les utilisations « passives » et « actives » du bilan de la banque centrale et considère les annonces concernant les éventuelles futures mesures liées au bilan comme des « politiques conditionnelles de bilan »<sup>3</sup>.** L'offre totalement élastique de liquidité de banque centrale à ses contreparties en réponse à une augmentation de la demande induite par les tensions financières est considérée ici comme un déploiement passif du bilan de la banque centrale. Cette classification semble pertinente puisque les conséquences sur le bilan de l'autorité monétaire dépendent alors seulement de la demande de crédit de banque centrale de la part de ses contreparties. Par ailleurs, les politiques actives de bilan impliquent des mesures prises par la banque centrale qui tentent délibérément d'orienter la situation économique en influençant des prix spécifiques sur les marchés financiers. L'article identifie deux types de politique active. Les mesures d'« assouplissement du crédit (*credit easing*) » sont des interventions ciblées qui visent à influencer les écarts de taux en modifiant la composition du bilan de la banque centrale, afin d'améliorer la transmission de l'orientation souhaitée de politique monétaire ; et les achats massifs d'actifs (souvent appelés « assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) ») ont pour objectif de réduire les taux d'intérêt à long terme, lorsque les taux nominaux à court terme sont à leur plancher effectif, en accroissant la taille du bilan, l'objectif ultime étant de parvenir à un assouplissement complet de l'orientation de politique monétaire. Enfin, dans les politiques conditionnelles de bilan, la banque centrale s'engage à utiliser son bilan de certaines manières dans des circonstances spécifiques.

## 2.2 LES POLITIQUES PASSIVES DE BILAN DE LA BANQUE CENTRALE : L'APPORT DE LIQUIDITÉ EN TANT QUE FOURNISSEUR SYSTÉMIQUE DE GARANTIE DE REFINANCEMENT EN RÉPONSE AUX TENSIONS FINANCIÈRES

**Les tensions financières entraînent une augmentation de la demande de liquidité, que la banque centrale satisfait pour tenter de stopper le processus de désendettement potentiellement perturbateur qui s'ensuivrait autrement.** Lors des périodes de tensions systémiques, l'intermédiation financière privée ne fonctionne plus correctement. En particulier, la capacité du marché interbancaire à (re)distribuer efficacement les fonds de la banque centrale entre les contreparties diminue ou disparaît même complètement en raison de la fragmentation du marché et de la « rétention » de la liquidité à titre de précaution. La banque centrale peut alors être amenée à fournir des réserves en plus des besoins de liquidité « réguliers » découlant des « facteurs autonomes » (c'est-à-dire la demande de billets) et, le cas échéant, des réserves obligatoires, avec deux objectifs essentiels : en premier lieu, stabiliser

<sup>3</sup> Il existe de nombreuses taxonomies différentes de l'utilisation de leur bilan par les banques centrales. Bernanke et Reinhart (B. Bernanke et V. Reinhart, *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, *American Economic Review*, Vol. 94, n° 2, 2004, pp. 85-90) distinguent les politiques qui affectent la taille du bilan de la banque centrale de celles qui affectent la composition des actifs. Borio et Disyatat (C. Borio et P. Disyatat, *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, *BIS Papers*, n° 292, 2009) soulignent l'effet sur le bilan du secteur privé, qui reflète l'effet sur le bilan de la banque centrale. Il est également possible de considérer le type de risque que les interventions entraînent sur le bilan de la banque centrale (cf. M. Goodfriend, *Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, n° 1, 2011, pp. 1-12.) ; la localisation de l'intervention de la banque centrale, c'est-à-dire le marché ciblé ; l'objet de l'intervention (c'est-à-dire le type d'imperfection de marché que la banque centrale veut traiter) et de là, le rôle que la banque centrale joue en raison de son intervention (par exemple, teneur de marché de dernier ressort) ; et les canaux de transmission de ses politiques.

le système bancaire conformément au rôle traditionnel des banques centrales de fournisseur ultime de garantie de refinancement et, en deuxième lieu, éviter une hausse des taux d'intérêt à court terme au-dessus des niveaux conformes à l'orientation souhaitée de politique monétaire.

**De nombreuses banques centrales ont mis en place ce type de politiques comme faisant partie de leur réponse à la crise financière de 2007-2008, notamment au cours des turbulences financières qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.** Afin d'alléger les graves tensions sur le marché monétaire interbancaire, les banques centrales ont mis en place un certain nombre d'opérations en tant que fournisseur ultime de garantie de refinancement et ont apporté de la liquidité à leurs secteurs bancaires respectifs. Ce type d'intervention des banques centrales visait à réduire les écarts de taux sur le marché interbancaire, mais il a également contribué à améliorer le fonctionnement global du marché et à rétablir la confiance dans l'économie. En effet, la stabilisation des taux d'intérêt à court terme aux alentours du niveau de la cible opérationnelle a empêché un resserrement injustifié de l'orientation de politique monétaire<sup>4</sup>.

**La banque centrale peut également mettre à disposition des liquidités à plus long terme afin de fournir une garantie de refinancement au système bancaire.** Les tensions financières peuvent affecter non seulement le marché des réserves de banque centrale (le marché au jour le jour) mais également les marchés de financement à terme, notamment les marchés monétaires à terme et le marché des obligations bancaires non garanties. En réponse à ces distorsions, les banques centrales ont étendu les échéances de leurs interventions en liquidité au-delà des horizons « conventionnels ». La mise à disposition de liquidité à plus long terme fournit aux contreparties le financement correspondant à l'échéance de certains de leurs actifs (offrant ainsi une garantie de refinancement). Elle protège ainsi les banques contre les risques de duration et de refinancement et interrompt par là-même un désendettement trop rapide. Il est par conséquent possible que les effets de confiance sur les marchés financiers soient amplifiés. Par ailleurs, d'importants effets de signal peuvent se produire, cette mesure affichant la détermination de la banque centrale à agir comme une réserve de liquidité et à assurer des conditions « normales » également sur les marchés du financement à terme. La fourniture d'une garantie de refinancement aux contreparties de la banque centrale peut être complétée en modifiant d'autres modalités d'apport de liquidité, par exemple en élargissant le gisement de garanties éligibles. La BCE a également modifié ses opérations d'apport de liquidité, les réalisant par le biais d'appels d'offres à taux fixe, avec allocation intégrale des soumissions, qui resteront en vigueur au moins jusqu'en décembre 2016.

**L'apport de financement à terme associe le soutien en liquidité et l'assouplissement des conditions de crédit.** En fournissant de la liquidité à plus long terme, la banque centrale influence la situation sur les marchés du financement à terme. Par rapport à la situation qui aurait prévalu sans aucune intervention de politique monétaire, cette mesure diminue les coûts de financement des banques et les écarts de taux et se traduit par des conditions de financement plus souples pour les emprunteurs finaux dans l'économie, préservant ainsi la transmission de l'orientation souhaitée de la politique monétaire. Par conséquent, cet aspect de l'apport de liquidité revêt également une dimension d'assouplissement des conditions de crédit.

<sup>4</sup> Les accords de *swap* en devises entre banques centrales, qui augmentent aussi la taille du bilan de la banque centrale, doivent également être envisagés dans le contexte de la garantie de refinancement : en mettant de la liquidité en devises à la disposition de leurs systèmes bancaires, les banques centrales atténuent les tensions sur les financements, pour les actifs libellés en devises dans ce cas.

**La satisfaction de la demande accrue de liquidité du système bancaire et la fourniture de financement à terme aboutissent à une expansion du bilan de la banque centrale.** Lorsque les tensions financières accroissent la demande de réserves des contreparties, la banque centrale doit satisfaire cette demande ou renoncer à la réalisation de son objectif opérationnel, ce qui brouillerait le signal de son orientation de politique monétaire. Les tensions sur les marchés de financement peuvent, à leur tour, interférer avec la transmission de l'orientation envisagée. Dans les deux cas, l'augmentation nécessaire de l'apport de liquidité par la banque centrale accroît le volume de ses actifs : l'autorité monétaire « transfère l'intermédiation dans son propre bilan »<sup>5</sup>.

**La portée limitée des interventions de soutien en liquidité peut nécessiter un déploiement plus actif du bilan de la banque centrale.** L'efficacité globale des politiques d'apport de liquidité dépend entièrement des décisions des contreparties quant à la nécessité d'emprunter et au montant demandé. Bien qu'elles puissent suffire à préserver le fonctionnement du marché et à éviter que les distorsions financières ne se répercutent sur l'économie, ces mesures ne permettent à la banque centrale qu'un contrôle limité sur les conditions monétaires générales. Elles risquent notamment de s'avérer insuffisantes pour empêcher le désendettement des banques et le ralentissement de l'économie qui en résulte en raison de conditions de crédit restrictives. Dès lors, il peut être nécessaire que la banque centrale prenne un contrôle plus actif de son bilan. De nombreuses banques centrales importantes, notamment la BCE, sont passées de politiques de bilan passives à des politiques actives au cours des dernières années, bien qu'à des rythmes différents, car la situation économique a rendu nécessaire un contrôle de plus en plus strict du bilan afin de piloter efficacement l'orientation de la politique monétaire.

### 2.3 DES POLITIQUES PASSIVES DE BILAN DES BANQUES CENTRALES AUX POLITIQUES ACTIVES : L'ASSOUPISSEMENT DU CRÉDIT

**Dans certains cas, fournir de la liquidité au système bancaire de manière élastique peut ne pas suffire à remédier aux dysfonctionnements de l'intermédiation financière privée.** La fourniture de liquidité par la banque centrale, aussi large soit-elle, n'est généralement disponible que pour certains intervenants de marché (à savoir les contreparties de la banque centrale) ; et même ces intervenants peuvent être réticents à céder leur liquidité pour intervenir sur des marchés perturbés en période de forte aversion pour le risque. Dans de telles circonstances, des interventions directes de la banque centrale peuvent devenir nécessaires pour améliorer le fonctionnement des marchés ou de certains compartiments des marchés jugés essentiels pour le financement de l'économie réelle.

**Avec les politiques d'assouplissement du crédit, la banque centrale peut adopter une attitude plus active de détermination de la composition des actifs de son bilan, afin d'influencer les écarts de rendement des marchés qui gênent particulièrement la transmission.** Dans le cas des interventions de banque centrale destinées à assouplir les conditions du crédit, c'est la composition des actifs du bilan qui revêt une importance primordiale, au sens où ces actifs reflètent l'intention des autorités monétaires d'assouplir les conditions sur des marchés spécifiques<sup>6</sup>. Pour ce faire, les autorités monétaires utilisent plus activement leur bilan afin d'améliorer ou de remplacer l'intermédiation financière privée, ainsi que pour permettre ou améliorer la transmission du niveau d'accommodation souhaité de la politique

5 La contrepartie à l'actif des réserves nouvellement créées au passif est constituée du crédit accordé aux contreparties de la banque centrale (si la politique monétaire est mise en œuvre par le biais d'opérations de pension, par exemple) ou de titres détenus en portefeuille (si la politique monétaire est mise en œuvre par le biais d'achats et de ventes fermes de titres d'État sur l'*open market*, par exemple).

6 Dans le cas de l'« assouplissement pur du crédit », la banque centrale finance l'achat des actifs concernés par la cession d'autres actifs, modifiant la composition de l'actif du bilan mais laissant sa taille inchangée. L'exemple le plus frappant de politique d'assouplissement pur du crédit est probablement le programme d'allongement des échéances (*Maturity Extension Program*) du Système fédéral de réserve, dans lequel des bons du Trésor à long terme ont été acquis en échange de bons à court terme.

monétaire. À cet égard, les politiques d'assouplissement du crédit visent principalement à améliorer les conditions de financement du secteur privé non financier. Elles y parviennent en modifiant les écarts de rendement payés par certains emprunteurs sur certains marchés, facilitant ainsi la transmission de l'orientation de politique monétaire souhaitée en situation de dysfonctionnements du marché.

**L'assouplissement du crédit recouvre différents modes d'intervention de la banque centrale.** Les mesures prises par la banque centrale dépendent des caractéristiques propres au dysfonctionnement et des spécificités des marchés concernés, ainsi que plus généralement de la structure financière de l'économie et des outils disponibles pour la banque centrale. Les mesures d'assouplissement du crédit peuvent par conséquent comprendre la fourniture de liquidité à des intervenants de marché autres que les contreparties habituelles de la banque centrale, la fourniture de liquidité – ou de garanties – contre des titres normalement non éligibles aux opérations de politique monétaire<sup>7</sup>, et des achats fermes d'actifs. Ainsi, selon les circonstances, les interventions d'assouplissement du crédit, comme indiqué précédemment, peuvent avoir beaucoup en commun avec les opérations passives d'apport de liquidité<sup>8</sup>, ou bien elles peuvent être plus actives, au sens où c'est la banque centrale elle-même qui calibre la composition et peut-être aussi la taille de ses actifs.

**Les opérations de prêt ciblées, comme celles lancées par la Banque d'Angleterre et par la BCE, constituent également des mesures d'assouplissement du crédit, mais elles ont beaucoup en commun avec les interventions de financement à terme.** La Banque d'Angleterre, en juillet 2012, et la BCE, en septembre 2014, ont lancé des programmes ciblés destinés à stimuler l'octroi de crédits bancaires au secteur privé non financier pour améliorer la transmission de la politique monétaire<sup>9</sup>. Ces opérations de prêt ciblées diffèrent des mesures déjà examinées jusqu'ici dans la mesure où elles comportent des incitations explicites à l'octroi de crédits par les banques, en reliant les conditions de l'offre de financement à long terme aux résultats de leur activité de prêt. En substance, les opérations de prêt ciblées sont des mesures d'assouplissement du crédit au sens où leur objectif est de réduire les coûts d'emprunt pour l'économie réelle et de renforcer ainsi la transmission – en l'occurrence en assouplissant les conditions de financement des banques. Cependant, les opérations de prêt ciblées ont beaucoup en commun avec les interventions de financement à terme passives, notamment la fourniture de liquidité de banque centrale pour une période prolongée et le fait que les volumes prêtés dans le cadre de ces opérations dépendent de la demande des contreparties.

**Il n'est ni nécessaire ni suffisant que les taux d'intérêt nominaux à court terme aient atteint leur valeur plancher pour que l'assouplissement du crédit produise des effets bénéfiques pour l'économie.** L'utilité de ces politiques dépend plutôt de l'importance des marchés ciblés pour les conditions de financement du secteur privé non financier, ainsi que de l'ampleur de leur dysfonctionnement. Par exemple, en réponse aux perturbations des marchés du crédit, le Système fédéral de réserve a mis en place plusieurs facilités qui ont fourni de la liquidité temporaire

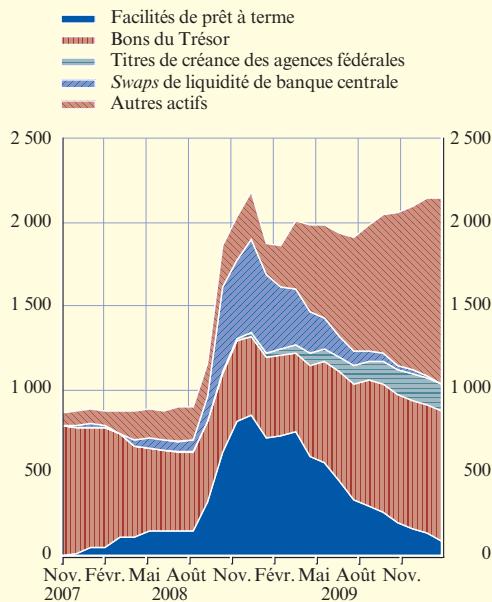
<sup>7</sup> Dans ces circonstances, les banques centrales sont parfois considérées avoir agi en tant que « teneurs de marché en dernier ressort » (cf., par exemple, P. Tucker, *The repertoire of official sector interventions in the financial system: last resort lending, market-making, and capital*, discours prononcé lors de la conférence internationale de 2009 de la Banque du Japon, *Financial System and Monetary Policy: Implementation*, mai 2009).

<sup>8</sup> On peut distinguer les interventions d'assouplissement du crédit et les opérations d'apport de liquidité au fait que les premières impliquent des interventions directes sur les compartiments « non conventionnels » du marché – c'est-à-dire que ce sont des transactions qui, en raison de la contrepartie ou de la catégorie d'actifs concernée, se situent en dehors du *modus operandi* habituel de la banque centrale – tandis que les dernières sont limitées aux contreparties traditionnelles de la banque centrale.

<sup>9</sup> Pour plus de précisions, cf. R. Churm, A. Radia, J. Leake, S. Srinivasan et R. Whisker, *The Funding for Lending Scheme, Bank of England Quarterly Bulletin*, 4<sup>e</sup> trimestre 2012, et l'encadré intitulé *L'opération de refinancement à plus long terme ciblée de septembre 2014* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2014.

**Graphique 2 Ventilation de l'actif du bilan simplifié du Système fédéral de réserve**

(en milliards de dollars)

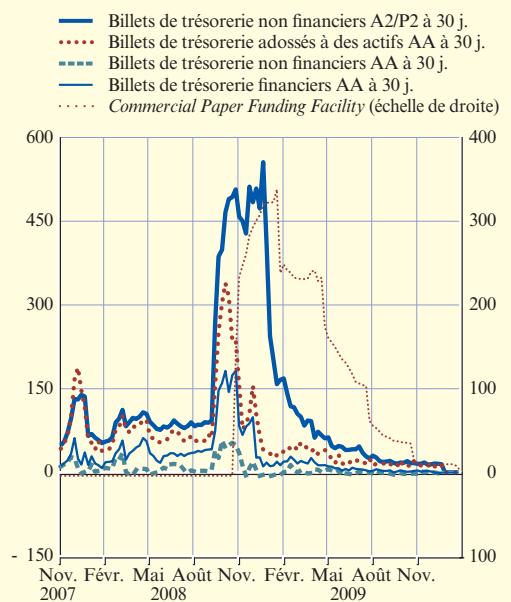


Source : Système fédéral de réserve des États-Unis.

Note : Les facilités de prêt à terme comprennent la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), la *Term Securities Lending Facility* (TSLF), l'*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), la *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), la *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) et la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF).

**Graphique 3 Écarts de rendements des billets de trésorerie et interventions du Système fédéral de réserve**

(écart de rendements des billets de trésorerie en points de base par rapport au taux OIS à un mois ; milliards de dollars)



Sources : US Federal Reserve Board et Curdia and Woodford (2011), version document de travail.

Note : Les données relatives à la *Commercial Paper Funding Facility* sont des encours.

aux principaux compartiments de marché (cf. « facilités de prêt à terme » dans le graphique 2<sup>10</sup>). Ces facilités ont largement contribué à rétablir le bon fonctionnement du marché tandis que les taux d'intérêt nominaux à court terme étaient nettement supérieurs à leur valeur plancher, comme le montre, par exemple, la réduction rapide des écarts de rendement sur le marché des billets de trésorerie après les interventions du Système fédéral de réserve dans le cadre de la *Commercial Paper Funding Facility* (cf. graphique 3). Toutefois, les effets positifs des interventions d'assouplissement du crédit pour l'économie devraient être encore plus importants lorsque les taux d'intérêt nominaux à court terme ont atteint leur valeur plancher<sup>11</sup>.

**La transmission des politiques d'assouplissement du crédit repose sur une répercussion directe et, si elles sont accompagnées d'une création de liquidité abondante, sur des effets de rééquilibrage des portefeuilles.** Les mesures d'assouplissement du crédit visent des compartiments du marché étroitement liés aux conditions d'emprunt du secteur privé non financier. Ce lien peut être direct, par exemple dans le cas des interventions qui assouplissent les conditions des marchés des billets de trésorerie, ou indirect, lorsque l'action de la banque centrale influence les prix de marché des actifs, ce qui affecte ensuite le prix appliqué au crédit sous-jacent, comme dans le cas des interventions sur les

10 Ces facilités correspondentraient principalement à la fourniture de liquidité à terme via des prêts garantis aux contreparties du Système fédéral de réserve ou à d'autres intervenants de marché. Ainsi, elles représentent des interventions « hybrides » recouvrant des aspects de financement à terme et d'assouplissement des conditions de crédit.

11 Cf. V. Curdia et M. Woodford, *The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n° 1, 2011, et M. Gertler et P. Karadi, *A Model of Unconventional Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n° 1, 2011.

marchés de produits titrisés reposant sur des prêts aux ménages ou aux entreprises. Dans ce dernier cas, on peut mentionner à titre d'exemple les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities* – MBS) réalisés par le Système fédéral de réserve, et les achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) et d'obligations sécurisées effectués par la BCE. Les prix de ces actifs résultant d'enchères, les banques réagissent aux incitations des marchés en créant davantage de titres cessibles, et par conséquent davantage de prêts pour les garantir, ce qui a pour effet d'accroître le volume et de réduire le prix du crédit pour les emprunteurs finaux. En outre, ces interventions ayant été financées par la création de réserves de banque centrale, la liquidité créée a eu des retombées positives sur d'autres marchés et sur d'autres titres. Ces effets de rééquilibrage des portefeuilles sont examinés plus en détail dans la section suivante.

**L'assouplissement du crédit peut ainsi avoir également une incidence « quantitative » sur le bilan de la banque centrale, ce qui rend difficile en pratique d'opérer une distinction nette entre les mesures d'assouplissement des conditions du crédit et les politiques « quantitatives »,** les premières étant généralement financées par la création de réserves de banque centrale (par exemple les achats de MBS aux États-Unis, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), le programme d'achats d'ABS et le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées dans la zone euro). En fait, les interventions d'assouplissement du crédit sans stérilisation, si elles sont d'une ampleur suffisante, peuvent avoir des effets macroéconomiques significatifs. Par exemple, tandis que les achats de MBS réalisés par le Système fédéral de réserve aux États-Unis ont joué un rôle de catalyseur dans la forte baisse des écarts de rendement et le rétablissement du fonctionnement des marchés, leur conséquence ultime a été la stabilisation du marché américain du logement – avec les bénéfices macroéconomiques concomitants<sup>12</sup>.

#### 2.4 POLITIQUES ACTIVES DE BILAN : DES ACHATS MASSIFS D'ACTIFS LORSQUE LES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À COURT TERME SONT À LEUR NIVEAU PLANCHER

**Les taux d'intérêt nominaux à court terme étant à leur niveau plancher, les banques centrales se sont engagées dans des achats massifs d'actifs pour assouplir davantage l'orientation de la politique monétaire.** Tandis que les politiques d'assouplissement du crédit rendent également plus accommodante l'orientation de la politique monétaire, assouplir simplement les conditions sur certains marchés pourrait ne pas suffire à réaliser le niveau d'accommodation nécessaire pour que la banque centrale accomplisse son mandat. Cela pourrait en fait nécessiter un outil capable, par conception, de produire de manière fiable un assouplissement global des conditions financières. Pour atteindre cet objectif, les banques centrales ont procédé à des achats massifs de titres. Ces achats sont considérés influencer les prix des marchés financiers selon deux axes principaux<sup>13</sup> : le canal de la composition des portefeuilles, les investisseurs utilisant la liquidité créée par le biais des achats d'actifs pour réaménager leurs portefeuilles, ce qui entraîne des répercussions sur les prix pour une multitude de compartiments du marché non concernés par les interventions de la banque centrale ; et le canal du signal, par lequel l'accroissement de la taille du bilan est également un signal de la trajectoire future du taux directeur et de ce fait de l'orientation future de la politique monétaire. Par ce canal, les anticipations d'une orientation future plus accommodante de la politique monétaire conforteront l'orientation actuelle.

12 Cf., par exemple, A. Krishnamurthy et A. Vissing-Jorgensen, *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, *Brookings Papers on Economic Activity*, automne 2011, et K. Walentin, *Business Cycle Implications of Mortgage Spreads*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 67, 2014.

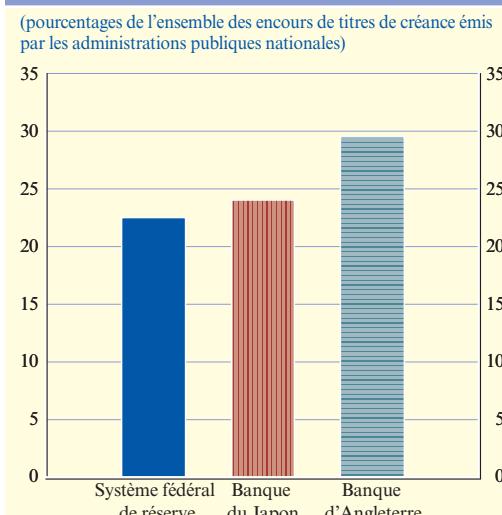
13 Le présent article n'analyse que la transmission des achats massifs d'actifs aux prix des marchés financiers. Pour une analyse des répercussions des prix des actifs sur la dépense, cf., par exemple, C. Bowdler et A. Radia, *Unconventional Monetary Policy: the Assessment*, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 28, n° 4, 2012.

**Le canal de la composition des portefeuilles repose sur la substituabilité imparfaite des actifs des portefeuilles du secteur privé.** En présence d'une segmentation entre différents marchés, par exemple, qui résulte de la substituabilité imparfaite des actifs et des limitations de l'arbitrage, les modifications de l'offre nette d'un titre sur le marché affecteront le prix de cet actif ainsi que, potentiellement, le prix des instruments globalement similaires. Par exemple, les investisseurs en obligations d'État pourraient s'autolimiter à des segments particuliers de la courbe des rendements pour des raisons institutionnelles ou autres. Les achats de la banque centrale qui créent une pénurie relative, par exemple, d'obligations à long terme, feront monter les prix et baisser les rendements. En outre, les investisseurs chercheront à rééquilibrer leurs portefeuilles en se défaissant de la liquidité (les réserves de banque centrale) au profit d'actifs plus risqués. Pour susciter cette réaction des investisseurs, les caractéristiques de risque (c'est-à-dire la liquidité, la duration ou les caractéristiques du risque de crédit) des actifs achetés par l'autorité monétaire doivent être suffisamment différentes de celles des réserves de banque centrale. Par exemple, les achats par la banque centrale de titres liquides sans risque en contrepartie de réserves ne peuvent être efficaces que s'ils font disparaître le risque de duration des portefeuilles des investisseurs – nécessitant des achats de dette émise par les administrations publiques assortie d'une durée résiduelle longue. Ainsi, un accroissement du bilan de la banque centrale peut apporter une accommodation supplémentaire grâce à des rendements à long terme plus faibles et à des prix plus élevés pour une grande variété d'actifs, se traduisant par des conditions financières plus souples.

**Le canal de la composition des portefeuilles est une fonction de la taille des interventions de la banque centrale.** En principe, ce canal n'est pas lié aux achats de classes d'actifs particulières. En fait, il souligne l'importance des quantités de titres achetés pour la détermination des prix des actifs<sup>14</sup>. En effet, contrairement aux interventions ciblées de la banque centrale, qui ont une incidence immédiate sur les conditions du crédit en raison de l'effet de répercussion directe examiné précédemment, le canal de la composition des portefeuilles est moins direct : il suppose un processus de propagation par lequel la liquidité venant d'être créée se transmet d'un marché à l'autre avant d'exercer une influence sur les prix qui sont étroitement liés aux conditions générales du crédit. Par conséquent, parvenir à des résultats macroéconomiques significatifs – assouplir l'orientation de la politique monétaire – nécessite un calibrage approprié des achats.

**Cela explique en partie l'ampleur de certains programmes d'achats d'actifs, et aussi que les titres d'emprunt d'État soient les actifs de choix de ces programmes.** Les marchés d'emprunts souverains, outre leur rôle clé dans la détermination des prix d'un grand nombre d'actifs de l'économie, sont généralement suffisamment vastes pour que les banques centrales aient la possibilité d'acheter les

**Graphique 4 Portefeuilles de titres de créance émis par les administrations publiques détenus par les banques centrales**



Sources : États-Unis : Système fédéral de réserve, Trésor américain ; Royaume-Uni : Banque d'Angleterre, *Debt Management Office* ; Japon : Banque du Japon, Ministère des Finances.

Notes : Les chiffres se rapportent aux titres de créance émis par les administrations publiques et assortis d'une durée minimum de 12 mois. Les dates de référence sont les derniers trimestres d'achats effectifs (T3 2013 pour la Banque d'Angleterre, T3 2014 pour le Système fédéral de réserve et T4 2014 pour la Banque du Japon).

14 Cf., par exemple, M. Bauer et G. Rudebusch, *The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases*, *International Journal of Central Banking*, vol. 10, septembre 2014.

volumes nécessaires pour entraîner un assouplissement global des conditions financières. Par exemple, les avoirs du Système de réserve fédérale des États-Unis, de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre représentaient de 22 % à 30 % du total des encours de titres de créance de leurs emprunteurs souverains respectifs au plus fort de leurs programmes d'achats (cf. graphique 4). Dans ce contexte, la taille de l'actif du bilan de la banque centrale devient une approximation de l'« intensité d'utilisation » du canal de la composition des portefeuilles et de l'assouplissement global des conditions financières qui en découle.

**Les achats d'actifs peuvent également permettre à une banque centrale d'émettre un signal relatif à l'orientation future de la politique monétaire**, pour apporter un soutien supplémentaire ou afin de mieux aligner les anticipations des marchés sur l'orientation souhaitée de sa politique monétaire. En particulier, la banque centrale peut vouloir indiquer qu'elle prévoit de maintenir un bas niveau des taux d'intérêt à l'avenir pour souligner son engagement dans le cadre de son mandat. Les achats massifs de titres, tels que des emprunts d'État à long terme, en contrepartie de réserves de banque centrale, remplacent des actifs assortis de longues durées dans les portefeuilles des agents économiques par de la liquidité. Cela peut convaincre les marchés que l'accroissement de la liquidité sera durable, ce qui devrait influencer la valorisation de marché des contrats à terme. Autrement dit, le retrait des grands volumes de liquidité créés par les achats d'actifs sur une courte période peut avoir des conséquences négatives pour le fonctionnement du marché monétaire et pour la stabilité financière, d'où les réticences de la banque centrale à laisser penser qu'elle a changé de cap. En passant de la parole aux actes, la banque centrale souligne son engagement à atteindre son objectif. En ce sens, l'engagement à utiliser le bilan peut aussi être compris comme un renforcement des indications sur la trajectoire future des taux directeurs données par certaines banques centrales<sup>15</sup>.

**Un signal efficace via le bilan comporte à la fois une dimension quantitative et une dimension temporelle.** L'utilisation du bilan pour démontrer l'engagement n'est efficace que lorsque le coût d'un changement de cap est suffisamment élevé. Ainsi, le gonflement du bilan peut constituer une approximation du coût du renoncement de la banque centrale à son engagement de maintenir un bas niveau des taux directeurs. Toutefois, le signal étant lié aux actions futures de la banque centrale, la taille n'est pas le seul moyen de montrer son engagement : la dimension temporelle est également importante. Les intentions de la banque centrale peuvent également être signalées grâce à (1) la durée des opérations d'apport de liquidité (par exemple, les opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans de la BCE) ; (2) la durée résiduelle des actifs achetés – la duration plus longue du portefeuille obligataire impliquant un risque de taux d'intérêt plus élevé et par conséquent un coût potentiellement plus élevé du renoncement à l'engagement de maintenir un bas niveau des taux directeurs ; et (3) la durée de la période pendant laquelle les opérations ou certaines modalités pratiques sont maintenues (par exemple, l'engagement actuel de la BCE de mettre à disposition la liquidité via des appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, jusqu'en décembre 2016). En bref, le signal comporte des informations relatives à l'utilisation actuelle et future du bilan. Par exemple, le Système fédéral de réserve des États-Unis s'est attaché à modifier « ... les anticipations des intervenants de marché relatives au profil complet du portefeuille de titres à long terme du Système fédéral de réserve<sup>16</sup> ».

15 En effet, la théorie courante de la valorisation des actifs suggère que les achats d'actifs effectués par la banque centrale sont inefficaces lorsque les taux d'intérêt se situent à leur niveau plancher, et que seules les indications sur leur trajectoire future peuvent apporter un soutien monétaire. Cf. G. Eggertson et M. Woodford, *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, n° 1, 2003.

16 J. Yellen, *Challenges Confronting Monetary Policy*, discours prononcé lors de la *National Association for Business Economics Policy Conference* 2013, Washington DC., 4 mars 2013.

## 2.5 LES POLITIQUES CONDITIONNELLES DE BILAN

**La banque centrale peut également s'engager à utiliser son bilan si des circonstances spécifiques se réalisent.** Cette utilisation conditionnelle du bilan est fondamentalement un mécanisme de signal. Un bon exemple de politique conditionnelle de bilan est donné par les opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions* – OMT) de la BCE. Dans le cas des OMT, la BCE s'est engagée à intervenir sur les marchés d'emprunts publics pour remédier aux distorsions induites par la présence de risques de redénomination injustifiés afin de renforcer le mécanisme de transmission<sup>17</sup>. Plus généralement, toutefois, les politiques de bilan conditionnelles ont été utilisées par les banques centrales pour fournir des informations quant à la durée des programmes d'achats subordonnés à une conditionnalité. Cette dernière utilisation de la communication sur les politiques de bilan conditionnelles est particulièrement bien illustrée par l'annonce dite LSAP-3 par le Système fédéral de réserve en septembre 2012 et par la communication de la BCE qui a précisé que, dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs, « les achats devraient durer jusqu'à fin septembre 2016 et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ». La conditionnalité retenue pour l'utilisation du bilan de la banque centrale associe généralement des conditions macroéconomiques actuelles et futures (par exemple, les perspectives d'inflation) avec les objectifs de la banque centrale.

## 3 LE BILAN DE L'EUROSYSTÈME

**Depuis le début de la crise la BCE a pris différentes mesures non conventionnelles qui ont modifié la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème dans le but de parvenir à la stabilité des prix.** La nature de ces mesures a changé dernièrement et présente en partie des ressemblances avec les mesures d'autres grandes banques centrales. La taille et la composition du bilan de l'Eurosystème a évolué au fil du temps en fonction des objectifs de politique monétaire et des types d'instruments utilisés.

**Dans les premières phases de la crise, la politique monétaire s'est attachée à maintenir les taux d'intérêt à très court terme à un niveau compatible avec l'orientation souhaitée de la politique monétaire par le biais de mesures de soutien de la liquidité.** Après l'apparition des tensions sur les marchés monétaires, la BCE a apporté un soutien substantiel à la liquidité du système bancaire de la zone euro. Conformément à la conception classique du rôle de la banque centrale comme source ultime de garantie de refinancement, le soutien à la liquidité à court terme visait à éviter que les dysfonctionnements de l'activité sur le marché monétaire ne se propagent, ouvrant la voie à une panique bancaire généralisée et à une période de réduction désordonnée du levier d'endettement. Au final, cette mesure visait à garantir une transmission efficace des modifications de la situation sur le marché monétaire aux autres variables financières (réflétant la structure de financement de l'économie de la zone euro, qui repose essentiellement sur les banques), et, ainsi, à l'économie réelle et à l'inflation.

<sup>17</sup> Dans des cadres de politique monétaire comportant au moins une forme de gestion active du taux de change, les engagements de la banque centrale à intervenir sur le marché des changes peuvent également constituer des politiques conditionnelles de bilan. L'engagement consiste à acheter ou vendre des devises ; la conditionnalité est généralement liée au fait que la valeur de la monnaie nationale atteigne certains niveaux sur les marchés de change.

**Ces mesures incluaient des opérations d'apport de liquidité à différentes échéances et le recours à des appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, dans les opérations de refinancement.**

La BCE a augmenté le montant et élargi les paramètres de ses opérations d'apport de liquidité, notamment après l'intensification de la crise qui a fait suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Tout particulièrement, la BCE a commencé à fournir une quantité illimitée de financements aux banques, réalisant ses opérations de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, ce qui permet de servir intégralement la demande des banques en liquidité de banque centrale en échange de garanties suffisantes<sup>18</sup>. Reflétant la demande accrue de liquidité et la procédure d'allocation intégrale, qui ont renforcé le rôle d'intermédiation de l'Eurosystème, une croissance progressive, passive, du bilan de l'Eurosystème a été observée (cf. l'encadré).

**Durant la crise qui a suivi, la BCE a eu recours à un ensemble de mesures axées principalement sur les banques pour faciliter la circulation du crédit.** Afin de contrer les tensions qui perturbaient la transmission de la politique monétaire sur certains marchés de la dette publique et privée, plusieurs mesures ont été prises, dans lesquelles l'accent a été mis plus particulièrement sur le soutien des conditions de financement et du fonctionnement de ces marchés. L'objectif était avant tout d'améliorer la transmission d'une orientation donnée de la politique monétaire, reflété dans les taux directeurs et les taux du marché monétaire à très court terme, par le recours à un ensemble de mesures qui ont favorisé l'octroi de crédit à l'économie réelle. Ces mesures comprenaient des opérations de financement à long terme ainsi qu'une utilisation volontariste du bilan de l'Eurosystème pour cibler certains compartiments de marché publics et privés.

**Des opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations – LTRO*) d'une durée de trois ans ont été mises en œuvre afin de fournir une garantie de refinancement<sup>19</sup>.** Les deux opérations de refinancement à long terme effectuées en décembre 2011 et février 2012 ont fourni une garantie de refinancement aux banques sur une longue période où le refinancement par les sources habituelles de financement des banques était potentiellement compromis. Bien qu'il s'agisse en principe d'une mesure de soutien de la liquidité, cela a permis de mettre un frein au rythme très rapide de désendettement et ainsi favorisé l'octroi de crédit à l'économie réelle. La participation des banques ressortant à 521 milliards d'euros en termes nets, la taille du bilan de l'Eurosystème s'est fortement accrue et les échéances de ses actifs se sont allongées (cf. l'encadré).

**La BCE a également procédé à des achats fermes (*outright purchases*) en ciblant des segments de marché dysfonctionnantes qui altéraient la transmission de la politique monétaire, mobilisant ainsi plus activement son bilan.** Étant donné l'importance des obligations sécurisées en tant que source principale de financement des banques dans de nombreux pays de la zone euro pour le refinancement de leurs prêts aux secteurs public et privé, en juin 2009 la BCE a commencé à acquérir des obligations sécurisées libellées en euros dans le cadre de deux programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP1 et CBPP2). De même, lorsque des tensions sont apparues sur les marchés des obligations d'État de la zone euro, qui jouent un rôle important dans la valorisation d'autres actifs financiers

18 Il est à noter que la BCE a modifié son dispositif de garanties à plusieurs reprises pour permettre un accès satisfaisant des contreparties à ses facilités de financement. De plus, afin de répondre aux besoins des banques de la zone euro pour le financement de leurs actifs libellés en devises étrangères, l'Eurosystème a fourni de la liquidité en devises, plus particulièrement en dollars.

19 Parmi les études empiriques sur le sujet, cf. G. Paare Peersman, *Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area*, *ECB Working Paper Series*, n° 1397, 2011 ; M. Lenza, H. Pill et L. Reichlin, *Monetary Policy in Exceptional Times*, *Economic Policy*, Vol. 25 ; et L. Gambacorta, B. Hofmann et G. Peersman, *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4).

et des prêts à l'économie réelle, compromettant ainsi la transmission de l'orientation de la politique monétaire de la BCE, cette dernière a acquis des obligations d'État dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP)<sup>20</sup>. Les achats cumulés dans le cadre du Programme sont ressortis au plus haut à 220 milliards d'euros, tandis que les montants du CBPP1 et du CBPP2 ont atteint, respectivement, 60 milliards et 16 milliards.

**De plus, en août 2012, la BCE a fait part de son intention d'acquérir des obligations d'État sur les marchés secondaires si certaines conditions étaient remplies, ce qui constitue une politique conditionnelle de bilan.** Elle pouvait remédier aux graves distorsions affectant ces marchés, provenant en particulier de craintes quant à la réversibilité de l'euro, par le biais des OMT<sup>21</sup>. Ce programme crée un engagement pour la BCE d'utiliser le bilan de l'Eurosystème pour faire disparaître cette distorsion, sous réserve que certaines conditions soient remplies<sup>22</sup>.

20 Le caractère ciblé de la mesure (qui visait à corriger le dysfonctionnement dans la transmission de la politique monétaire plutôt qu'à modifier l'orientation retenue pour la politique monétaire) a été souligné par la stérilisation complète de la liquidité injectée par le biais du programme pour les marchés de titres.

21 Pour de plus amples détails, cf. Le communiqué de presse relatif aux caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres publié par la BCE le 6 septembre 2012.

22 La BCE fournit également des indications sur la trajectoire future des taux directeurs depuis juillet 2013, cf. l'article intitulé *La forward guidance* de la BCE du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

## Encadré

### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU BILAN DE L'EUSYSTÈME

**La taille et la composition du bilan de l'Eurosystème ont fortement évolué au cours des dernières années, sous l'effet d'opérations non conventionnelles de politique monétaire.** Le présent encadré fournit des informations sur les évolutions du bilan de l'Eurosystème observées depuis la seconde moitié de 2011 du point de vue des opérations de marché<sup>1</sup>.

#### Évolutions à l'actif du bilan de l'Eurosystème

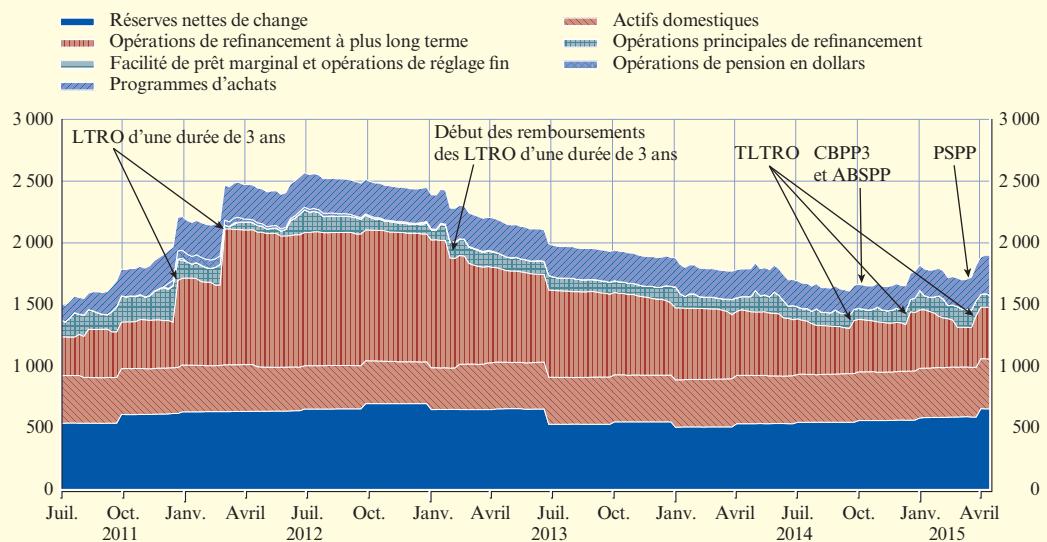
**Les instruments de politique monétaire et les portefeuilles d'investissement sont les principales rubriques à l'actif du bilan.** Les instruments de politique monétaire recouvrent les opérations de pension à court et à long terme, la facilité de prêt marginal et les opérations d'achat ferme. Les portefeuilles d'investissement comprennent les actifs domestiques et les réserves de change. Ils ne sont pas utilisés pour la mise en œuvre de la politique monétaire, à l'exception des réserves de change de la BCE, qui sont disponibles pour d'éventuelles interventions sur les marchés de change. Les portefeuilles d'investissement de l'Eurosystème font l'objet de restrictions imposées par la BCE, comme la définition d'une taille limite maximale, afin de garantir qu'ils n'interfèrent pas avec la mise en œuvre de la politique monétaire unique. En outre, l'Eurosystème a défini des règles limitant les opérations sur les avoirs de réserve de change lorsqu'elles ne sont pas liées aux besoins de la politique monétaire et ce, afin d'assurer la cohérence avec la politique de change et la politique monétaire<sup>2</sup>.

1 Pour des informations sur les évolutions antérieures du bilan de l'Eurosystème, cf. par exemple l'article intitulé *Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression* du *Bulletin mensuel* de juillet 2011 ; et l'article intitulé *Évolutions récentes des bilans de l'Eurosystème, du Système fédéral de réserve et de la Banque du Japon* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2009.

2 Cf. l'article 31 du Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

## Graphique A Ventilation du bilan simplifié de l'Eurosystème : actif

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

**Les instruments de politique monétaire sont les principaux facteurs à l'origine des importantes évolutions, observées récemment, de la taille et de la composition du bilan de l'Eurosystème.**

En particulier, sous l'effet des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans (LTRO) menées en décembre 2011 et en février 2012, la taille du bilan s'est fortement accrue. De début 2013 à septembre 2014, elle a progressivement diminué, en raison de la possibilité laissée aux banques de rembourser les LTRO d'une durée de trois ans sur une base hebdomadaire. L'amélioration des conditions de financement des banques a réduit la nécessité pour elles de conserver des volants de liquidité. Depuis septembre 2014, la taille du bilan a cessé de se réduire, recommençant à augmenter sous l'effet de l'introduction des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et des programmes d'achats d'actifs, à savoir le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). En revanche, les portefeuilles d'investissement ont été relativement stables, avec quelques fluctuations des réserves nettes de change sous l'effet de l'évolution des taux de change.

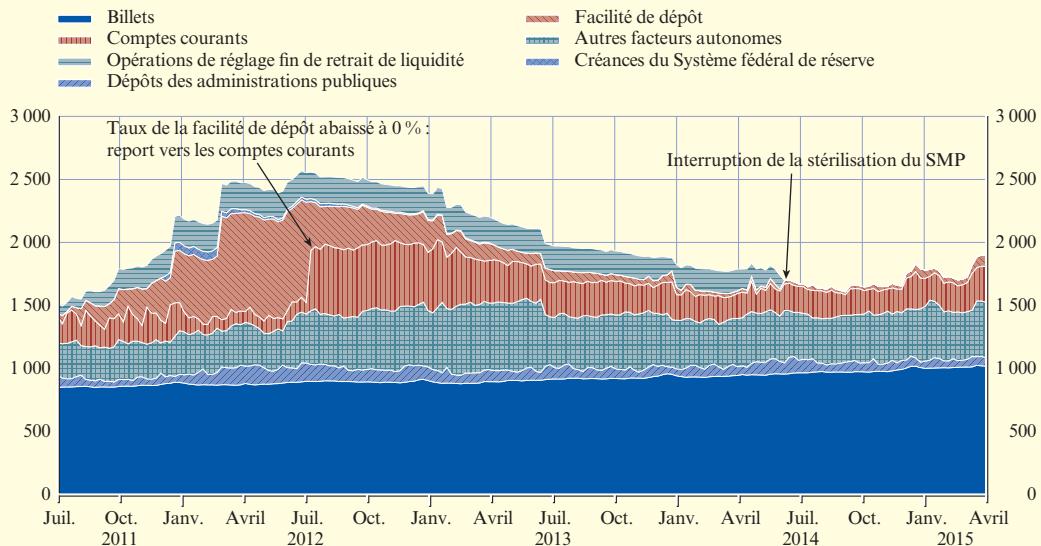
**Afin de mener une politique monétaire efficace et d'alléger les contraintes pesant sur ses contreparties éligibles en matière de garanties, l'Eurosystème a modifié et étendu les critères d'éligibilité des actifs qu'il accepte en garantie de ses opérations de crédit<sup>3</sup>.** Dans le même temps, il a continué de procéder à l'examen régulier de ses mesures de contrôle des risques pour veiller à ce que son bilan reste protégé. Parmi ces mesures figurent l'obligation pour les contreparties de remettre les garanties adéquates, la détermination quotidienne du prix de la garantie remise et l'application de décotes et de minorations appropriées<sup>4</sup>.

3 Pour des informations détaillées, cf. par exemple l'article intitulé *Le dispositif de garanties de l'Eurosystème pendant la crise du Bulletin mensuel* de juillet 2013.

4 Cf. l'orientation de la BCE du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (refonte) (BCE/2014/60).

### Graphique B Ventilation du bilan simplifié de l'Eurosystème : passif

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

### Évolutions au passif du bilan de l'Eurosystème

**Au passif, les deux principales rubriques sont les instruments de politique monétaire et les facteurs autonomes.** Les instruments de politique monétaire recouvrent les comptes courants, la facilité de dépôt et les autres instruments de retrait de liquidité. La facilité de dépôt a fortement augmenté après l'introduction des deux LTRO d'une durée de trois ans. Cette hausse résulte des besoins de financement et de la demande de liquidité des contreparties à titre de précaution. Après l'abaissement à zéro du taux de la facilité de dépôt décidé par la BCE en juillet 2012, la liquidité détenue par les contreparties a été reportée en partie de la facilité de dépôt aux comptes courants, la rémunération de la facilité de dépôt étant identique à celle de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires. En ce qui concerne les autres instruments de retrait de la liquidité, la liquidité fournie par le biais du programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme* – SMP) a été intégralement stérilisée par des opérations hebdomadaires de retrait de la liquidité jusqu'en juin 2014, le programme n'ayant donc en définitive aucun effet sur les conditions de la liquidité de banque centrale. L'Eurosystème a des engagements extérieurs, les opérations d'apport de liquidité en dollars ayant été réalisées par le biais d'accords de *swap* avec le Système fédéral de réserve.

S'agissant des facteurs autonomes, cette rubrique inclut les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques et les postes résiduels sur lesquels les banques centrales ont peu ou n'ont pas de contrôle. Les dépôts des administrations publiques ont diminué récemment, depuis l'introduction en juin 2014 d'un taux négatif pour la facilité de dépôt, ce taux ayant été également appliqué aux dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème dépassant un certain seuil<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Cf. l'orientation de la BCE du 5 juin 2014 modifiant l'orientation BCE/2014/9 concernant les opérations domestiques de gestion des actifs et des passifs par les banques centrales nationales (BCE/2014/22).

## Dans un contexte d'inflation faible et de croissance atone de la monnaie et du crédit, en 2014, la BCE a mis en œuvre de nouvelles politiques d'assouplissement du crédit en vue d'améliorer la transmission.

La reprise timide amorcée en 2013 ne s'est pas accélérée comme prévu initialement. La croissance de la monnaie est demeurée atone et le crédit a continué de se contracter, mais à un rythme qui s'est progressivement ralenti. Dans ce contexte, en juin et septembre 2014 la BCE a annoncé le démarrage des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO*) et des achats d'ABS et d'obligations sécurisées, tout en abaissant les taux directeurs à leurs planchers. Cet ensemble de mesures visait à améliorer la transmission de la politique monétaire et à accentuer l'accommodation monétaire. En particulier, en ramenant les coûts moyens d'emprunt pour les ménages et les entreprises à des niveaux qui étaient plus conformes à l'orientation souhaitée de la politique monétaire, les mesures visaient à soutenir l'activité de prêt à l'économie réelle.

**Les TLTRO ont été réalisées dans le but de renforcer l'activité de prêts bancaires au secteur privé non financier** (à l'exclusion des prêts au logement)<sup>23</sup>. Ces opérations ont fourni un financement à long terme à des conditions intéressantes sur une période allant jusqu'à quatre ans au moment du démarrage des opérations pour toutes les banques qui respectaient certaines références applicables à leurs prêts à l'économie réelle. Le choix de cette mesure a reflété la structure de financement de l'économie de la zone euro, qui repose essentiellement sur les banques, et le frein important que constitue une activité bancaire atone pour la reprise. En incitant les banques à prêter à l'économie réelle, les TLTRO étaient destinées à améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. L'amélioration des conditions de financement des banques devait contribuer à assouplir les conditions de crédit et à doper la création de crédit<sup>24</sup>.

**Les achats dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et du programme d'achats d'ABS (ABSPP) ont commencé, respectivement, en octobre et novembre 2014.** Ils ont amélioré encore le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et favorisé l'octroi de crédit à l'économie réelle. Les achats sur les marchés des ABS et des obligations sécurisées reflètent le rôle de ces instruments favorisant la création de nouveaux flux de crédits vers l'économie. En particulier, il existe une relation étroite entre les écarts de taux d'intérêt auxquels les ABS et les obligations sécurisées sont négociés et les taux débiteurs que les banques appliquent aux prêts sous-jacents. Les achats doivent donc contribuer à une réduction des taux d'intérêt sur les titres ciblés (*via l'effet prix*) qui doit se répercuter sur les taux des prêts sous-jacents au secteur privé (*via l'effet de répercussion*), ce qui améliore les conditions de crédit et offre une marge de manœuvre aux banques pour octroyer plus de crédits.

**Ces mesures d'assouplissement du crédit ont été complétées par une orientation quantitative du bilan, qui marque un changement important dans la communication de politique monétaire de la BCE.** L'ajout d'une indication dans la communication de la BCE sur les quantités achetées était jugé essentiel au regard de la nouvelle détérioration des perspectives d'inflation. L'incertitude relative aux achats d'actifs comme instrument permettant de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire est intrinsèquement supérieure à celle entourant les modifications de taux d'intérêt. Les programmes d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées ont un fort potentiel de répercussion par unité achetée, les deux marchés étant perturbés, mais les effets précis sont difficiles à anticiper.

23 Cf. Le communiqué de presse relatif aux mesures destinées à améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire publié par la BCE le 5 juin 2014.

24 Le *spread* par rapport aux opérations principales de refinancement, fixé initialement à 10 points de base, a été abaissé à zéro en janvier 2015 pour les six TLTRO qui restaient.

Ces achats permettront une réduction des coûts de financement des banques, qui devrait être répercutee aux ménages et aux sociétés non financières à la recherche d'un financement bancaire et générera également des effets macroéconomiques plus larges si l'injection de liquidité est importante. En ajoutant une dimension quantitative à sa communication, la BCE a envoyé le signal qu'un volume d'achat important était essentiel pour parvenir à un effet macroéconomique significatif.

**À la suite d'une nouvelle détérioration des perspectives d'inflation, et les mesures d'assouplissement du crédit ne parvenant pas à fournir le degré d'assouplissement nécessaire, en janvier 2015 la BCE a décidé d'acquérir des titres du secteur public.** Ce programme se concentre sur les achats sur les marchés secondaires de titres de créance de bonne qualité (*investment grade*) émis par les gouvernements et les agences de la zone euro ou par des institutions internationales ou supranationales. Avec le CBPP3 et l'ABSPP, le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) constitue le programme étendu d'achats d'actifs. Les achats dans le cadre de ce programme étendu ont démarré en mars 2015 et s'élèvent à 60 milliards d'euros par mois<sup>25</sup>. Ils devraient s'effectuer jusqu'à fin septembre 2016 et seront en tout cas réalisés jusqu'à ce qu'on observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. En mai 2015 les achats de titres du secteur public s'établissaient 2 % en dessous de l'encours total de dette publique de la zone euro.

**Les mesures non conventionnelles prises depuis juin 2014, y compris l'assouplissement du crédit et les achats d'actifs à grande échelle en vue d'assouplir encore l'orientation de la politique monétaire alors que les taux directeurs sont contraints par leurs planchers, achève la transition d'une politique de bilan passive à une politique proactive.** Les achats de titres du secteur public reposent principalement sur un effet de rééquilibrage des portefeuilles et un effet de signal. Les deux effets ont une dimension quantitative, pour autant l'envoi d'un signal efficace *via* le bilan comporte également une dimension temporelle. Le montant important des achats mensuels, auquel est associée une fin programmée, qui pourrait être reportée si cela s'avérait nécessaire pour atteindre une stabilité des prix durable, devrait assurer une contribution significative de l'impulsion monétaire, telle qu'elle ressortira de l'accroissement de la taille du bilan de l'Eurosystème.

**L'indicateur par excellence de la réussite des programmes et opérations récents est leur capacité à parvenir à des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.** S'il est trop tôt pour évaluer leur pleine contribution à cet objectif, compte tenu des décalages dans la transmission de l'assouplissement monétaire, plusieurs indicateurs précoce des conditions de financement et de la confiance ont fait apparaître des signaux positifs. Les conditions financières générales avaient déjà commencé à s'améliorer longtemps avant l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, les intervenants de marchés ayant anticipé la mesure, après la déclaration du Conseil des gouverneurs indiquant qu'il se tenait prêt à prendre les mesures supplémentaires qui pourraient s'avérer nécessaires. Depuis décembre 2014, les rendements obligataires de la zone euro ont diminué pour l'ensemble des instruments, des échéances et des émetteurs et se sont inscrits dans de nombreux cas à de nouveaux points bas historiques. Sous l'effet d'une légère tendance à la remontée des perspectives d'inflation à moyen terme, les taux d'intérêt réels ont encore baissé. Les écarts de rendement des obligations de bonne qualité du secteur privé ont continué de diminuer et les cours des actions ont fortement augmenté. Réflectant en partie le nouveau découplage des rendements des emprunts publics de la zone euro et des États-Unis, le taux de change de l'euro s'est sensiblement affaibli.

25 Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Le programme étendu d'achats d'actifs du Conseil des gouverneurs du Bulletin économique de janvier 2015*.

**Les évolutions favorables sur les marchés financiers ont commencé à se répercuter sur l'économie réelle.** La réduction des coûts de financement des banques se transmet progressivement au coût du financement externe du secteur privé non financier, favorisée par l'évaluation complète des bilans des grandes banques de la zone euro réalisée en 2014 dans le cadre de la préparation du mécanisme de surveillance unique. Les rendements des obligations bancaires non garanties sont revenus à des niveaux historiquement bas au quatrième trimestre 2014. Ce mouvement s'est accompagné d'une forte baisse des taux d'intérêt composites appliqués par les banques aux ménages et aux sociétés non financières. Le coût nominal du financement externe non bancaire pour les sociétés non financières de la zone euro a continué de diminuer au quatrième trimestre 2014 et au cours des deux premiers mois de 2015, sous l'effet d'une nouvelle baisse du coût de l'endettement de marché et du coût des fonds propres.

#### 4 CONCLUSIONS

**Au cours des dernières années, le bilan de la banque centrale, par sa taille et sa composition, est apparu comme un instrument souple de politique monétaire.** Depuis le début de la crise financière mondiale, les autorités monétaires ont évolué de plus en plus au-delà de leurs procédures de fonctionnement traditionnelles pour faire un usage toujours plus intensif du bilan de la banque centrale en tant qu'outil de politique monétaire. Au fil du temps, dans de nombreux pays, l'utilisation du bilan de la banque centrale a marqué le passage d'une fourniture de liquidité à la demande réactive, ou passive, présentant une capacité limitée à influer sur les conditions financières générales, à une utilisation active, ou maîtrisée en vue d'influer sur les conditions financières générales. Ainsi, outre le rôle traditionnel des autorités monétaires comme source ultime de garantie de refinancement en réaction à des tensions financières, le bilan de la banque centrale a également été utilisé pour gérer les perturbations de la transmission de la politique monétaire, et pour assouplir la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt nominaux à court terme s'établissent à leurs plafonds effectifs. En bref, le bilan de la banque centrale s'est avéré un outil flexible pour répondre à différents impératifs de politique monétaire.

**Toutefois, le bilan de la banque centrale étant un instrument très flexible de politique monétaire, il existe une réserve importante :** une unité de liquidité peut avoir des effets très différents dans un pays donné au fil du temps, ou d'un pays à l'autre à un moment donné. Dans une économie donnée, les autorités monétaires utilisent le bilan pour obtenir différents effets au cours du temps, en fonction des circonstances, comme cela a été le cas ces dernières années. De plus, des différences dans les structures économiques et financières, comme dans les procédures opérationnelles, nécessiteront des types d'interventions différents selon les économies en termes de taille et de structure du bilan. Ces remarques appellent à la prudence à l'encontre de comparaisons excessivement réductrices entre les bilans des banques centrales.

**Au cours des dernières années, la BCE a fait une utilisation extensive du bilan de l'Eurosystème en vue de la réalisation de son objectif de stabilité des prix.** L'utilisation du bilan de l'Eurosystème a suivi la même trajectoire que celle observée dans d'autres pays. L'augmentation de la liquidité fournie dans les premières phases de la crise financière (par le moyen d'une allocation plus importante lors des opérations de refinancement) a été suivie par les crédits à terme et la garantie de refinancement (par le biais d'opérations de refinancement à plus long terme réalisées sous la forme de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie), qui, à leur tour, ont été suivis par des mesures destinées à renforcer la transmission (Programme pour les marchés de titres, opérations de refinancement à plus long terme ciblées, premier et deuxième programmes d'achat

d’obligations sécurisées). La BCE a récemment lancé un nouveau programme d’achat d’obligations sécurisées et de nouveaux programmes d’achats d’ABS et de titres du secteur public. Ces programmes sont conçus pour renforcer la transmission à l’économie réelle et permettre un nouvel assouplissement global de l’orientation de la politique monétaire, les taux d’intérêt nominaux à court terme se situant à leurs planchers effectifs.

**Les achats fermes de titres adressent un signal de la détermination de la BCE à atteindre son objectif principal**, renforçant les effets de signal et donnant lieu à des effets de rééquilibrage des portefeuilles qui se diffusent à l’ensemble des actifs. Ils devraient contribuer à relancer l’activité de prêt et la croissance économique et, au final, donner lieu à un ajustement durable de l’évolution de l’inflation conforme à l’objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

# LA SURVEILLANCE EXERCÉE PAR LE FMI SUR LA ZONE EURO ET SES ÉTATS MEMBRES

ARTICLES

La surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et ses États membres

*La surveillance du FMI recouvre le suivi des politiques économiques et financières de ses États membres et de l'économie mondiale, l'identification des risques potentiels menaçant la stabilité et la fourniture de conseils relatifs aux ajustements de politique économique jugés nécessaires. Ces dernières années, le Fonds a de manière générale nettement amélioré sa surveillance, notamment celle qu'il exerce sur la zone euro et les États qui la composent. Il a corrigé les insuffisances révélées par la crise sur les marchés financiers au plan mondial et dans certains pays de la zone euro grâce à plusieurs initiatives nouvelles et au renforcement de ses pratiques dans des domaines essentiels. Ces évolutions sont le résultat d'exercices de réflexion critique menés par le FMI, le plus important étant sans doute la revue de la surveillance du FMI. Il subsiste cependant des possibilités d'amélioration de la surveillance du FMI et d'introduction de changements supplémentaires pour la rendre plus efficace et mieux adaptée à la situation des économies concernées, en particulier compte tenu des ajustements importants du cadre de la politique économique réalisés récemment au sein de l'UE et de la zone euro.*

*Le présent article a pour objectif de dresser le bilan de la surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et ses États membres après les modifications récemment intervenues. De cette manière, il explore également l'interaction entre les cadres de surveillance de l'UE et du FMI pour la zone euro. L'accent étant mis sur les activités relevant de la surveillance régulière du FMI, cet article ne recouvre pas la surveillance exercée dans le cadre des programmes de prêt.*

## I INTRODUCTION

**Ces dernières années, le FMI a pris plusieurs mesures pour renforcer son cadre de surveillance et son référentiel.** Sa Revue triennale de la surveillance a joué un rôle clé dans ce processus. Étant la première revue complète réalisée après le début de la crise financière mondiale, la revue triennale de 2011 a été particulièrement importante<sup>1</sup>. Elle a identifié les grandes priorités, que les services du FMI ont depuis lors cherché à rendre opérationnelles et qui concernent (1) les interconnexions ; (2) l'évaluation des risques ; (3) la stabilité financière ; (4) la stabilité extérieure et (5) le pouvoir de persuasion. En outre, le cadre juridique de la surveillance a été actualisé en 2012 avec l'adoption de la Décision sur la surveillance intégrée, qui a permis au FMI d'évaluer toutes les politiques économiques pertinentes pour la stabilité extérieure et intérieure d'un de ses membres et de prendre en compte les effets d'entraînement et les interactions entre pays liées aux politiques économiques. L'adoption d'une Stratégie de surveillance financière a également constitué une avancée importante vers une meilleure identification des risques, une amélioration de l'analyse de la politique menée dans le secteur financier et une vision plus intégrée des risques relatifs à ce secteur en termes de produits et d'instruments.

**En 2014, le FMI a conduit sa dernière Revue triennale de la surveillance<sup>2</sup>, qui était structurée autour de trois thèmes : (1) renforcer l'intégration et approfondir l'analyse des risques et des effets de contagion ; (2) améliorer l'ajustement et l'expertise des conseils de politique économique ; et (3) accroître son impact.** S'agissant du premier thème, la revue constate qu'il existe encore une importante marge pour l'exploration des synergies entre surveillance bilatérale et surveillance multilatérale. De plus, les services du FMI ont constaté la nécessité d'un approfondissement de la compréhension de la répartition des risques en fonction des pays et de la façon dont les effets de contagion se propagent entre les différents secteurs. En ce qui concerne le deuxième thème, l'importance d'adapter les conseils à la situation de chaque pays a été soulignée. De même, afin d'améliorer les conseils relatifs à la

<sup>1</sup> Les résultats du rapport établi par le Bureau indépendant d'évaluation du FMI (*Independent Evaluation Office*) intitulé *IMF Performance in the Run-Up to the Global Economic and Financial Crisis* (2011) se reflètent également dans la Revue triennale de la surveillance 2011.

<sup>2</sup> Fonds monétaire international (FMI), *2014 Triennial Surveillance Review: Overview Paper*, FMI, Washington, D.C.

politique économique, les services du Fonds ont jugé utile de continuer à développer la compréhension qu'a le FMI de la politique macroprudentielle et de mettre en évidence les implications des réformes structurelles macrocritiques conformément à son mandat. Pour le troisième thème, les services ont souligné la nécessité d'une communication davantage axée sur le client et plus franche.

**En s'appuyant sur un récent rapport rédigé par le groupe de travail sur les questions liées au FMI du Comité des relations internationales du Système européen de banques centrales<sup>3</sup>, le présent article examine la façon dont la surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et les pays qui la composent a évolué depuis le tournant constitué par la Revue triennale de la surveillance de 2011.** La section 2 décrit le cadre de la surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et sur ses États membres et examine son interaction avec celui de l'UE et de la zone euro, qui a également fait l'objet d'importantes réformes récemment. La section 3 analyse la performance de la surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et ses pays membres après la crise dans les domaines prioritaires précités. Elle recouvre également les implications de l'Union bancaire européenne pour la surveillance du FMI. La section 4 traite des spécificités de la surveillance exercée par le FMI sur le cadre de politique économique de l'UEM et la section 5 propose des éléments de conclusion.

## 2 LE CADRE DE LA SURVEILLANCE EXERCÉE PAR LE FMI SUR LA ZONE EURO ET SES ÉTATS MEMBRES

### 2.1 UN NOUVEAU CADRE JURIDIQUE

**Un nouveau cadre juridique pour la surveillance du FMI a été mis en place avec l'adoption de la Décision sur la surveillance intégrée en 2012.** Les fondements juridiques de la surveillance exercée par le Fonds sont définis dans l'article IV des statuts du FMI, qui établit une distinction entre surveillance bilatérale et surveillance multilatérale<sup>4</sup>. La Décision sur la surveillance intégrée a actualisé le cadre de la surveillance en permettant au FMI d'engager un dialogue plus efficace avec les États membres sur leurs politiques économiques et financières internes et en faisant également des consultations bilatérales au titre de l'article IV un outil de la surveillance multilatérale. En particulier, la Décision sur la surveillance intégrée permet au FMI d'examiner avec ses États membres l'ensemble des répercussions de leurs politiques économiques lorsque celles-ci sont susceptibles d'exercer un impact significatif sur la stabilité mondiale.

**Si la Décision sur la surveillance intégrée pose également les fondements d'une surveillance accrue des unions monétaires, le paragraphe relatif à celles-ci a peu évolué par rapport à la Décision de 2007 sur la surveillance bilatérale des politiques économiques des États membres.** Le texte a été amélioré en mettant l'accent sur la stabilité de la balance des paiements d'une union monétaire, mais aussi de sa stabilité intérieure. La Décision sur la surveillance intégrée a été utilement traduite en orientations opérationnelles relatives à la surveillance des unions monétaires dans lesquelles il est conseillé de manière explicite aux services du FMI d'évaluer dans quelle mesure les politiques économiques et financières mises en œuvre au niveau d'une union monétaire (taux de change, politiques monétaire, budgétaire et financière sectorielles) favorisent la stabilité intérieure et celle de la balance des paiements au sein de cette union ainsi que la stabilité au niveau mondial. Bien que les structures de décision de

3 Groupe de travail sur les questions relatives au FMI du Comité Système européen de banques centrales, *IMF Surveillance in Europe, Occasional Paper Series*, n°158, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2015.

4 L'article IV, section 1 stipule que chaque membre devra « s'engager à coopérer avec le Fonds et les autres membres afin de garantir des accords de change organisés et pour promouvoir un système de taux de change stable ». Le Fonds supervisera directement le respect de ses obligations par chaque membre et accordera une attention particulière aux politiques de change des différents membres. La section 3 (a) prévoit que le Fonds « supervisera le système monétaire international afin de garantir son fonctionnement efficace » et constitue le fondement de la surveillance multilatérale du Fonds.

l'UE et de l'UEM aient été renforcées, les fondements juridiques demeurent contraints par le fait que l'adhésion au FMI s'effectue au niveau des pays. La Décision sur la surveillance intégrée reprend la Décision de 2007 en soulignant explicitement que les membres d'unions monétaires « demeurent soumis à l'ensemble de leurs obligations en vertu de l'Article IV section 1 et, par conséquent, chaque membre est tenu de répondre des politiques conduites en son nom par les institutions au niveau de l'Union » (Décision sur la surveillance intégrée, paragraphe 8). Cela signifie que les pays conservent individuellement tous les droits et obligations résultant de leur adhésion au FMI, même si le cadre institutionnel et de gouvernance est différent pour les pays de la zone euro dans la mesure où il existe une banque centrale indépendante et des processus de décision communs dans certains domaines de politique économique. Aucune des institutions ou instances européennes n'est membre du FMI et leur coopération avec le Fonds n'est pas obligatoire. La Banque centrale européenne s'est vu accorder un statut d'observateur en vertu de la Décision n°11875-99/1 du 21 décembre 1998 et est par conséquent autorisée à participer aux réunions du Conseil d'administration du FMI portant sur des sujets précis et en lien avec le mandat de la BCE<sup>5</sup>.

## 2.2 MISE EN PRATIQUE DE LA SURVEILLANCE : BILATÉRALE, RÉGIONALE ET MULTILATÉRALE

**Le FMI conduit des consultations avec les différents États de la zone euro (qui donnent lieu à des rapports par pays couvrant les politiques nationales), ainsi qu'avec les autorités représentant l'ensemble de la zone euro (qui donnent lieu à un rapport sur les politiques économiques de la zone).** Le Fonds met également en œuvre un Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) tous les cinq ans pour les États membres de la zone euro dont les systèmes financiers sont d'importance systémique<sup>6</sup> et sur demande pour les autres pays de la zone. De plus, le premier PESF pour l'Union européenne s'est achevé en mars 2013.

**Les modalités de la surveillance du FMI dans la zone euro ont été formalisées avec l'introduction de l'euro<sup>7</sup>.** Pour les pays de la zone pris individuellement, il n'y a eu aucune modification de la consultation annuelle dans le cadre de l'Article IV des Statuts. La zone euro considérée dans son ensemble n'étant pas membre du FMI, aucune consultation individuelle ne lui est spécifiquement consacrée au titre de l'Article IV. En revanche, les services du FMI procèdent à des échanges de vues semestriels avec les services de la BCE, de la Commission européenne et d'autres institutions et organes européens et établissent un rapport annuel sur les politiques économiques mises en œuvre dans la zone euro afin de compléter et de mieux documenter les consultations au titre de l'Article IV avec les différents pays de la zone euro (et non l'inverse). Ainsi, en pratique, la surveillance de la zone euro suit une double trajectoire, avec un exercice de surveillance séparé pour l'union, coordonné avec la surveillance nationale au titre de l'Article IV. Cette situation se traduit par la conduite de consultations individuelles avec les 19 États membres de la zone euro à laquelle s'ajoute une consultation relative aux politiques économiques mises en œuvre par la BCE et la Commission européenne, soit un total de 20 rapports annuels. De plus, dans le cadre de sa surveillance multilatérale, le FMI analyse les évolutions dans la zone euro dans ses Perspectives de l'économie mondiale, son Rapport sur la stabilité financière dans le monde et son Moniteur des finances publiques. Le Fonds produit également des Rapports sur les effets de contagion et des Rapports sur le secteur extérieur (*External sector reports*) depuis 2011 et 2012, respectivement, qui mettent un accent particulier sur la zone euro et sur ses principaux pays.

5 Si la BCE a un statut d'observateur lors des réunions du Conseil d'administration du FMI, la BCE et la Commission européenne ont toutes deux un statut d'observateur au sein du Comité monétaire et financier international.

6 Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg et Pays-Bas.

7 Décision du FMI n°12846-(98/125) et décision du FMI n°12899-(02/119), modifiée par la décision du FMI n°14062-(08/15).

### 2.3 LES CADRES DE SURVEILLANCE DE L'UE, DE LA ZONE EURO ET DU FMI : TENSIONS POTENTIELLES ET POSSIBILITÉS D'ENRICHISSEMENT MUTUEL

**La crise récente a également entraîné une succession de réformes du cadre de surveillance de l'UE et de la zone euro.** De nouveaux systèmes de surveillance des politiques économiques et budgétaires des États membres de l'UE, ainsi qu'une nouvelle architecture de supervision financière affectant essentiellement les pays de la zone euro, ont été mis en place<sup>8</sup>. Un calendrier clair a été établi dans le cadre du Semestre européen, durant lequel les recommandations de politique économique sont formulées au plan européen et prises en compte au plan national.

**Le cadre de surveillance de l'UE renforcé n'a donc jusqu'à présent pas entraîné de changements spécifiques dans la manière dont le FMI conduit sa surveillance des États membres de l'UE et des pays de la zone euro, bien que cela soit envisageable.** D'une part, l'interaction entre les cadres de surveillance renforcée de l'UE et ceux du FMI pourrait poser des défis spécifiques tant pour les États membres de l'UE, ou de la zone euro que pour le FMI à plus long terme. Premièrement, la gouvernance économique s'exerçant de façon croissante à des niveaux différents (national, nationaux conjoints, zone euro et UE), la manière dont la politique économique est formulée pour les pays de la zone euro a changé. Cela oblige le FMI à intégrer correctement ces nouvelles procédures de l'UE et de la zone euro dans son processus de surveillance et peut le compliquer voire poser des problèmes de cohérence entre les évaluations faites dans des rapports de surveillance au plan national et pour la zone euro. Deuxièmement, il existe des différences en ce qui concerne la portée, les axes, les mécanismes d'exécution et le pouvoir de persuasion des deux cadres de surveillance. Si la surveillance du FMI est permanente, le point central en est cependant le rapport annuel au titre de l'Article IV, qui constitue un exercice annuel de nature coopérative, et le pouvoir de persuasion du FMI est fondé sur la force de ses arguments, la pression des pairs et, parfois, son incidence potentielle sur les marchés financiers. En comparaison, la surveillance de l'UE est un processus continu comprenant des réunions formelles régulières, s'inscrivant dans le Semestre européen, incluant un suivi de sa mise en œuvre au deuxième semestre de l'année et comportant des procédures juridiquement contraignantes visant à résorber les déséquilibres budgétaires et macroéconomiques. En outre, elle recouvre le domaine de la politique structurelle.

**La surveillance du FMI se traduit généralement par des orientations de politique économique plus générales et plus stratégiques, à la différence des recommandations par État plus détaillées que l'UE formule au titre de son calendrier de surveillance.** Des complications peuvent apparaître si, en raison de différences de vues concernant l'efficacité de certains outils de politique économique dans des circonstances données, des recommandations contrastées sont formulées. De plus, les avis de politique économique fournis par le FMI peuvent ne pas toujours être strictement conformes aux règles de l'UE en vigueur si celles-ci sont jugées insuffisantes par les services du FMI, mais il est possible que les différents États membres de l'UE et de la zone euro ne soient pas en mesure, juridiquement, d'ignorer ces règles pour suivre les avis du FMI. D'autre part, les cadres de surveillance du FMI et de l'UE peuvent également être complémentaires. De fait, le FMI peut jouer un rôle utile en tant que conseiller extérieur indépendant et fiable. Le Fonds possède une large expertise et une vaste expérience concernant les différents pays acquise au fil du temps et son approche se fonde avant tout sur l'analyse économique et subit moins de contraintes institutionnelles. À ce titre, il doit jouer un rôle important en fournissant une perspective extérieure venant s'ajouter à la vision européenne

<sup>8</sup> Cf. par exemple, l'article intitulé *Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2012 et l'encadré intitulé *Les deux règlements du paquet législatif (two-pack) visant à renforcer la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2013. S'agissant de l'union bancaire, cf. la *Financial Stability Review* de la BCE, mai 2014.

de l'intérieur. Les recommandations formulées par le FMI peuvent inciter les pays de la zone euro à débattre collectivement et à rechercher, si nécessaire, une modification des politiques économiques nationales ou communes.

### 3 MISE EN ŒUVRE DU CADRE DE SURVEILLANCE DU FMI

**Dans l'ensemble, le FMI a réalisé des progrès appréciables dans la mise en œuvre de son nouveau cadre de surveillance tant d'un point de vue général que pour la zone euro, bien qu'il subsiste une marge d'amélioration.** Partant de l'analyse des rapports établis pour les pays de la zone euro au titre de l'Article IV en 2013 et en 2014, la présente section examine si le FMI a effectivement mis en œuvre les modifications de son cadre de surveillance dans quatre des cinq domaines prioritaires identifiés dans la Revue triennale de la surveillance pour la zone euro de 2011 : (1) les interconnexions ; (2) l'évaluation des risques ; (3) la stabilité financière et (4) le pouvoir de persuasion. Elle couvre également les implications de l'Union bancaire européenne pour la surveillance exercée par le FMI sur la zone euro et les pays qui la composent.

#### 3.1 LES INTERCONNEXIONS

##### 3.1.1 LES LIENS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS

**En ce qui concerne les pays de la zone euro considérés individuellement, la surveillance nationale s'appuie maintenant bien davantage sur la surveillance régionale.** Les analyses contenues dans les rapports nationaux au titre de l'Article IV et de l'Évaluation de la stabilité du système financier (*Financial System Stability Assessment – FSSA*) sont systématiquement fondées sur, et resituées dans le contexte des principales évolutions économiques et financières au sein de l'ensemble de la zone euro.

**Dans les rapports multilatéraux, tels que les Perspectives de l'économie mondiale et le Rapport sur la stabilité financière dans le monde, des chapitres ou des sections thématiques fournissent habituellement des analyses approfondies de sujets particuliers tels que les liens entre le secteur bancaire, celui des entreprises et l'État.** Toutefois, dans les rapports antérieurs, l'identification des principales vulnérabilités et des défis clés pour la zone euro se concentrerait essentiellement sur une sélection réduite de pays, l'analyse des évolutions étant limitée à l'interaction entre « pays du cœur » et pays en crise.

**Il pourrait également être intéressant de réfléchir à l'utilité d'un renforcement de l'analyse des effets de contagion afin de mieux comprendre l'incidence des chocs et des décisions de politique économique, en s'appuyant sur les rapports par pays.** Cela pourrait impliquer d'aller plus loin qu'on ne le fait actuellement avec le résumé général des effets de contagion au sein de la zone euro et de mieux intégrer l'analyse menée dans le contexte de la surveillance par pays au sein des processus de surveillance des unions monétaires. En s'appuyant sur l'exemple des récents Rapports sur les effets de contagion positifs, une analyse plus approfondie des effets de contagion positifs en provenance de l'extérieur, outre les chocs négatifs communément analysés dans les rapports par pays, serait envisageable.

##### 3.1.2 LIENS ENTRE LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

**Des améliorations ont été apportées au traitement de l'interconnexion des politiques économiques au sein de la zone euro.** Par exemple, les conseils de politique économique adressés aux pays sont plus étroitement liés aux principales évolutions économiques et financières dans la zone euro et intègrent mieux le cadre de politique économique et financière de la zone. Les services du FMI établissent aujourd'hui une distinction claire entre les politiques économiques s'inscrivant dans le champ de compétences des autorités européennes (comme la politique monétaire),

celles relevant de la responsabilité des États (comme les réformes structurelles visant à stimuler la compétitivité) et celles menées dans le cadre d'un dispositif de l'UE (comme le Pacte de stabilité et de croissance – PSC). De même, les conseils de politique économique portant sur des questions financières prennent désormais en compte les évolutions dans l'UE et dans la zone euro ainsi qu'au plan national, dans un contexte de profonde restructuration de l'architecture de la surveillance européenne.

**Il est de fait important de dresser la carte des principaux liens entre les politiques économiques des pays de la zone euro.** Cela peut prendre la forme de discussions plus approfondies avec les autorités concernant la manière dont l'appartenance à la zone euro affecte les vulnérabilités et les options de politique économique, y compris, par exemple, le cas de la politique monétaire de la zone euro qui doit faire face à différentes situations macroéconomiques nationales et le rôle des politiques macroprudentielles nationales dans la zone. De plus, les conclusions dans le cadre de la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques de l'UE pourraient être juxtaposées à l'évaluation des déséquilibres extra- et intra-zone euro réalisée par le FMI. En outre, les autorités pourraient recevoir de meilleures « cartographies » des liens réels et des liens financiers au sein de la zone euro. Sans préjudice de l'objectif de stabilité intérieure, les options de politique économique suggérées aux autorités pourraient s'accompagner d'informations relatives aux effets de contagion qu'elles sont susceptibles de générer.

**Il pourrait être utile de fournir des recommandations de politique économique plus fermes et formulées de manière plus claire sur les réformes structurelles de nature macrocritique, conformes au mandat du Fonds dans ce domaine, y compris leur impact estimé.** Les débats relatifs à ces questions devraient être plus systématiques lorsqu'ils revêtent une importance cruciale pour l'équilibre extérieur d'un pays, ce qui est plus fréquemment le cas des pays faisant partie d'une union monétaire. Ces recommandations de politique économique pourraient également s'appuyer sur l'analyse croisée de différents pays. Le Fonds pourrait mieux utiliser les apports d'autres organisations, notamment l'Organisation de coopération et de développement économiques. De plus, il pourrait essayer de quantifier l'incidence des réformes structurelles sur la croissance économique et, dans la mesure du possible, sur l'équilibre tant externe qu'interne de la zone euro, malgré les difficultés inhérentes à un tel exercice (notamment les contraintes relatives aux données, les contraintes techniques et les limites en matière de ressources). Cela ferait suite aux travaux que le FMI a déjà entamés dans le cadre des stratégies de croissance du G20.

### 3.2 ÉVALUATION DU RISQUE

**La surveillance post-crise dans la zone euro a intensifié les discussions relatives aux risques, ceux pesant sur le scénario de référence étant analysés pour tous les États membres et des matrices d'évaluation du risque incluses dans la plupart des rapports.** En mettant l'accent sur les canaux de transmission et en attribuant des probabilités à la cristallisation des risques ainsi qu'à leurs répercussions potentielles, les rapports de surveillance ont fourni une analyse plus ciblée. De plus, les implications en termes de politique économique et les réponses apportées par celle-ci ont également été abordées dans la plupart des cas.

**Des évaluations du risque utile font suffisamment ressortir les limites et les réserves de l'analyse (en termes de méthodologie et de contraintes sous-jacentes liées aux données) et prennent en compte les effets non intentionnels que leur communication peut avoir sur les marchés, notamment si elles sont susceptibles de faire les gros titres.** Dans cette optique, s'il pourrait être intéressant que le Fonds essaye d'identifier précocement l'ensemble des risques pertinents, il faudrait cependant

veiller à éviter les communications renforçant de manière procyclique les tendances dans des pays se trouvant peut-être déjà en proie à des difficultés. Un rôle plus structurel pourrait également être envisagé avec l'amélioration de la communication concernant les scénarios relatifs au risque à moyen terme.

### 3.3 STABILITÉ FINANCIÈRE

**La large couverture des questions de stabilité financière dans les rapports sur les pays de la zone euro montre que le FMI réalise des progrès dans le traitement des insuffisances passées dans ce domaine.** Les risques pesant sur le système financier et les vulnérabilités sous-jacentes sont examinés dans tous les rapports sur les pays de la zone euro réalisés au titre de l'Article IV, qui couvrent pour la plupart également les liens macrofinanciers et transfrontières. L'analyse et les discussions relatives à ces liens varient toutefois selon les rapports et il existe des possibilités de développement et d'amélioration dans ce domaine. En termes de politiques de stabilité financière, des mesures ont été identifiées dans chacun des cas et plus de la moitié des rapports ont suivi, ou au moins mentionné, les recommandations du PESF. Le premier PESF conduit pour l'ensemble de l'UE a constitué une étape importante. Il portait sur la façon dont les institutions supranationales de l'UE et de l'UEM interagissent avec les institutions nationales et délivrait des « recommandations hautement prioritaires » pour surmonter les risques transfrontières et améliorer le cadre de stabilité financière du Marché unique. Il comprenait également une section sur les leçons tirées des PESF nationaux offrant une vue d'ensemble des principaux risques et vulnérabilités identifiés dans les PESF nationaux des pays de l'UE. Certaines des recommandations, par exemple celles portant sur l'union bancaire, ont apporté une contribution majeure à la définition de la politique économique. Toutefois, ces recommandations de politique économique pourraient potentiellement être améliorées par des conseils plus spécifiques sur les questions liées au secteur financier et à la stabilité financière, comme, par exemple, les accords de coopération transfrontières ou la réduction des obstacles aux frontières. À titre d'exemple positif, dans le PESF 2013 pour l'UE, les services du FMI se sont invariablement prononcés en faveur d'une approche supranationale des accords de gouvernance afin de contrer le biais national et de prévenir la fragmentation dans l'UE. Dans la perspective d'une poursuite des travaux sur l'union des marchés de capitaux dans l'UE, de nouvelles opportunités sont apparues pour les recommandations du FMI dans ce domaine.

**L'établissement d'une union bancaire en Europe et le redéploiement des responsabilités qui en résulte dans le domaine de la surveillance microprudentielle et macroprudentielle commencent déjà à influer sur la manière dont le FMI conduit sa surveillance du secteur financier des États membres de l'UE.** Cela s'applique aux consultations au titre de l'Article IV et aux PESF des pays de la zone euro. Pour rester efficaces et pertinents, la surveillance et les avis du FMI devront pleinement refléter les nouveaux cadres d'élaboration de la politique économique et les compétences respectives au niveau des États membres de l'UE, de la zone euro et de l'Union européenne. S'agissant de la surveillance des pays de la zone au titre de l'Article IV, l'union bancaire implique que la BCE doit être consultée au vu de ses nouvelles responsabilités dans les domaines de la surveillance microprudentielle et macroprudentielle. En ce qui concerne les PESF pour les pays de la zone euro, une coopération étroite sera nécessaire entre le FMI, les autorités nationales et celles de la zone euro concernant l'évaluation de la surveillance, des risques et de la résolution. L'attribution de nouvelles responsabilités en matière de politique économique peut aussi requérir une révision de la décision conférant à la BCE le statut d'observateur au FMI. De plus, conformément à la Décision sur la surveillance intégrée du Fonds, il convient de relier étroitement les évaluations effectuées dans le cadre d'une surveillance bilatérale ou régionale à celles réalisées dans le contexte d'une surveillance multilatérale.

### 3.4 POUVOIR DE PERSUASION

**Il est généralement admis que, pour que sa surveillance soit efficace et pertinente, le FMI doit s'assurer qu'il possède un pouvoir de persuasion adéquat en tant qu'expert crédible.** Selon la note d'orientation de 2012 relative à la surveillance des services du Fonds dans le cadre des consultations au titre de l'Article IV, le pouvoir de persuasion recouvre deux dimensions : premièrement, la mesure dans laquelle les autorités collaborent avec le Fonds concernant son analyse et ses recommandations et, deuxièmement, la mesure dans laquelle les avis du Fonds sont traduits dans des mesures de politique économique. Toutefois, le pouvoir de persuasion doit également être évalué à la lumière du rôle du Fonds en tant que conseiller parmi d'autres ; c'est-à-dire que les autorités ne sont pas obligées de traduire les avis du FMI en mesures de politique économique. Le pouvoir de persuasion est donc lié à la qualité élevée des analyses, à l'impartialité, à la franchise et à l'efficacité de la communication.

**Le Fonds a récemment adopté plusieurs mesures visant à améliorer le pouvoir de persuasion de ses avis au sein de la zone euro.** Il s'agit d'une tâche particulièrement lourde, en raison surtout des défis posés par l'architecture de l'union monétaire. S'agissant des autorités nationales et supranationales, l'accent a été mis sur les questions présentant un intérêt majeur pour les autorités et sur le fait de reprendre comme base les précédents avis. Par exemple, les questions macrosociales ont été examinées dans une certaine mesure dans presque tous les rapports pour la zone euro et les pays qui la composent, une importance considérable ayant été accordée aux évolutions et aux réformes du marché du travail, étant donné leur rôle macrocritique. Dans de nombreux cas, les services du Fonds ont examiné les avis de politique économique qu'ils avaient précédemment émis, mais cet exercice s'est généralement concentré sur la réponse des autorités nationales à ces avis et n'a pas évalué la qualité et la pertinence de l'analyse et des recommandations du FMI. Les sections « Points et contrepoints des opinions des services » (*Point and Counterpoint to the Staff's Views*) incluses dans une sélection de rapports constituent une innovation notable. Dans ces sections, les services du Fonds avancent et répondent à une série d'arguments contredisant leurs propres diagnostics et recommandations. Cette innovation pourrait être utilement étendue à l'ensemble des rapports sur les pays de la zone euro établis au titre de l'Article IV. Sur cette base, il pourrait également être judicieux d'inclure un encadré sur la qualité des avis antérieurement émis par le FMI (comprenant un examen de la question de savoir si et comment le FMI a modifié ses précédents avis) et la réponse des autorités. Le fait de reprendre les recommandations dans les rapports ultérieurs, qui crée une continuité et garantit la cohérence des messages, peut permettre de continuer à améliorer le pouvoir de persuasion.

**Accroître la réactivité des autorités aux avis du FMI peut également être une question de calendrier.** Pour la zone euro, il pourrait être utile de mieux synchroniser la formulation des recommandations de politique économique émises par le Fonds avec le cycle d'élaboration des politiques de l'UE et de la zone euro, ce qui permettrait à ces recommandations de contribuer plus efficacement aux processus de décision dans l'UE et dans la zone euro. Les rapports de surveillance du FMI sur les différents États membres de l'UE pourraient ainsi être davantage utilisés dans le contexte des processus de surveillance des pays conduits au niveau européen.

## 4 LA SURVEILLANCE EXERCÉE PAR LE FMI SUR LE CADRE DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE L'UEM

**Ces dernières années, la surveillance exercée par le FMI sur le cadre de politique économique de la zone euro s'est améliorée.** Le rapport 2011 sur les politiques économiques dans la zone euro en constitue un bon exemple parce qu'il explore les aspects du cadre ayant conduit à la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Des rapports plus récents ont utilement établi des liens entre les

différents éléments du cadre (par exemple, le rapport 2012 sur les politiques de la zone euro a relié l’union bancaire à l’intégration budgétaire et à l’assainissement budgétaire dans le cadre du PSC). Le rapport 2013 sur les politiques économiques dans la zone euro a attiré l’attention sur les risques potentiels (vraisemblance et incidence attendue) et a recommandé de transformer certains aspects du cadre en « matrice d’évaluation du risque » novatrice, claire et efficace. Les rapports ont également établi une distinction utile entre les progrès réalisés respectivement dans différentes domaines du cadre de l’UE et de la zone euro.

**La stabilité et la performance de la zone euro et de ses membres reposent sur une bonne gouvernance et le FMI a fourni d’importants efforts afin d’analyser cet aspect.** La gouvernance de l’UE et de la zone euro, c’est-à-dire la conception et le fonctionnement du cadre de politique économique de l’UEM, poursuit son passage d’une politique élaborée au plan national à une politique plus concertée ou centralisée. Le FMI a traité avec succès la question de la gouvernance en 2011, par exemple lorsque les rapports établis par ses services ont influé sur les discussions relatives au renforcement du cadre de politique budgétaire de l’UE, notamment avec une analyse critique de l’efficacité du PSC et de sa surveillance, de ses prises de décision et de ses mécanismes d’exécution (tels que le problème du vote à la majorité qualifiée au sein du Conseil). Ce type d’avis est utile et pourrait encore être amélioré, par exemple, par l’approfondissement de certains aspects, tels que la surveillance intérieure de la zone euro, en s’appuyant sur les travaux des services du FMI concernant l’union budgétaire et l’union bancaire ; par le fait de reprendre les recommandations dans les rapports ultérieurs afin de garantir la continuité et la cohérence des messages du FMI ; et par la prise en compte appropriée du cadre de politique économique pour les réformes, notamment les avis sur l’équilibre des compétences adéquat aux niveaux européen et national.

**La forme que prennent actuellement les consultations de la zone euro entraîne une surveillance à deux niveaux, des politiques économiques mises en œuvre au plan national et au plan supranational, avec des interlocuteurs distincts et sans rapport exhaustif unique pour la zone euro<sup>9</sup>.** L’engagement d’un dialogue multiparties avec les autorités concernées constitue un élément essentiel de la surveillance de la zone euro. À cette fin, l’interaction entre le FMI, d’une part, et le groupe de travail de l’Eurogroupe et l’Eurogroupe d’autre part pour l’examen des politiques économiques de la zone euro est devenue une procédure standard. Cet échange a lieu à la fin du processus de consultation et consiste de ce fait en une présentation des résultats plutôt qu’en une consultation contribuant en substance à l’exercice de surveillance. Comme pour la surveillance nationale, il pourrait être intéressant d’impliquer les responsables de la politique économique au niveau du groupe de travail de l’Eurogroupe à un stade plus précoce dans le processus de consultation, en se concentrant sur le fonctionnement de l’ensemble de la zone euro, ce qui pourrait contribuer à améliorer le pouvoir de persuasion.

## 5 CONCLUSIONS

**Le FMI a significativement amélioré sa surveillance de la zone euro et de ses pays membres selon les axes suggérés par la Revue triennale de la surveillance 2011.** Au total, les messages concernant les différents processus de surveillance sont devenus plus cohérents et plus précis. Pour les pays de la zone euro, la surveillance bilatérale et la surveillance au niveau de la zone sont plus intégrées, tandis que les analyses réalisées à ces deux niveaux s’appuient sur des exercices multilatéraux tels que les

<sup>9</sup> Il existe également des messages contrastés en ce qui concerne les organismes que le FMI considère comme des « autorités de la zone euro ». Dans les rapports sur les politiques économiques de la zone euro, les « autorités » font explicitement référence à la BCE et à la Commission européenne, mais un groupe beaucoup plus large est également mentionné, qui inclut l’Autorité bancaire européenne, le Conseil européen du risque systémique, le Mécanisme de stabilité et le Conseil européen, l’Eurogroupe et le Groupe de travail de l’Eurogroupe.

Rapports sur le secteur extérieur et les Rapports sur les effets de contagion. L'intégration entre les rapports au titre de l'Article IV et des PESF nationaux s'est améliorée pour l'ensemble des pays de la zone euro. De plus, les matrices d'évaluation du risque présentant les risques, les canaux de transmission et les options de politique économique sont désormais utilisés dans presque tous les rapports au titre de l'Article IV pour la zone euro. Les avis antérieurs sont mieux repris grâce aux encadrés dédiés inclus depuis 2012 dans la plupart des rapports nationaux au titre de l'Article IV. Enfin, le Fonds a également été très actif dans la formulation de suggestions concernant l'architecture institutionnelle de l'UEM, en préconisant un accroissement de l'intégration financière et budgétaire dans chacun des récents rapports sur la zone euro et en émettant des avis sur la création d'une union bancaire européenne. Il est néanmoins encore possible d'améliorer la surveillance de la zone euro et des pays la composant. Il reste encore du chemin à parcourir pour mettre pleinement en œuvre les recommandations de la Revue triennale de la surveillance 2011 et rendre la surveillance du FMI plus efficace et mieux adaptée aux situations propres à chaque économie concernée, surtout compte tenu des importantes modifications apportées au cadre de surveillance au sein même de l'UE et de la zone euro.

# PRÉVOIR LE PRIX DU PÉTROLE

Les prévisions relatives au prix du pétrole constituent un paramètre essentiel pour les projections macroéconomiques, en raison notamment de l'incidence de ce prix sur l'inflation et sur la croissance et, par conséquent, sur la politique monétaire. Les prévisions établies à partir des prix des contrats à terme sont un outil simple et transparent, facile à communiquer. Toutefois, les contrats à terme sont un reflet imparfait des anticipations des marchés et ont contribué, par le passé, à d'importantes erreurs de prévision de l'inflation mesurée par l'IPCH. Cet article présente une approche permettant d'analyser les risques qui entourent les prévisions établies à partir des prix des contrats à terme au regard d'une combinaison de modèles produisant des erreurs de prévision moins élevées et faisant preuve d'une plus grande robustesse face aux modifications de la dynamique du prix du pétrole.

## I INTRODUCTION

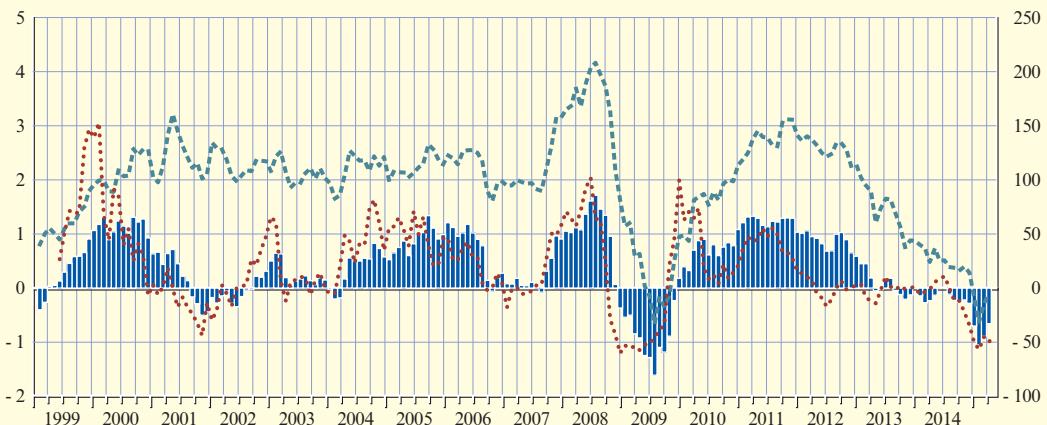
**L'évolution du prix du pétrole tend à constituer un important facteur déterminant dans le cadre des projections macroéconomiques relatives à la croissance et à l'inflation.** S'agissant de l'inflation, l'évolution du prix du pétrole exerce à la fois une incidence directe *via* les prix des produits énergétiques directement consommés par les ménages, tels que les carburants destinés aux transports, et une incidence indirecte *via* les coûts de production des biens et des services finaux. Historiquement, la volatilité de l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro résulte en grande partie de variations de la composante énergie (cf. graphique 1). En ce qui concerne la croissance, l'incidence de l'évolution du prix du pétrole provient essentiellement des modifications du revenu disponible réel des ménages et des entreprises qui y sont associées, ainsi que de leurs effets secondaires sur les dépenses de consommation et d'investissement.

**Les évolutions récentes du prix du pétrole ont mis en lumière la difficulté de prévoir ces évolutions.** Si le prix du pétrole a été globalement stable de 2011 à mi-2014, il a diminué de plus de 50 % de fin juin 2014 à mi-janvier 2015 en raison d'une offre excédentaire sur le marché du pétrole, accompagnée d'une augmentation soutenue de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord

Graphique 1 Inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro et prix du Brent

(variation annuelle en pourcentage)

— Contribution de l'énergie à l'IPCH (échelle de gauche)  
 .... Prix du Brent en dollars (échelle de droite)  
 - - - Inflation mesurée par l'IPCH (échelle de gauche)



et d'une progression atone de la demande de pétrole. Depuis, le prix du pétrole a augmenté de 40 % environ, sous l'effet principalement de signes d'un possible ralentissement de l'offre de pétrole aux États-Unis et d'anticipations d'une hausse de la demande de pétrole. Toutefois, les perspectives à court terme demeurent hautement incertaines.

**La qualité des projections en termes de précision ou de biais repose essentiellement sur leur capacité à anticiper l'évolution du prix du pétrole.** Dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE, comme dans celles de nombreuses autres banques centrales et organisations internationales, les prix des contrats à terme sur le pétrole sont utilisés comme hypothèses techniques pour refléter les anticipations relatives à l'évolution future du prix du pétrole<sup>1</sup>. Toutefois, ces hypothèses ont abouti à d'importantes erreurs de prévision. L'examen des projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE a montré que le biais affectant les projections relatives à l'IPCH depuis 1999 aurait été considérablement moins important si les évolutions des cours du pétrole avaient été mieux anticipées. Cela explique en effet en grande partie la sous-estimation de l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro au cours de cette période.

Dans ce contexte, le présent article examine les difficultés générales liées à la prévision du prix du pétrole (section 2), décrit les propriétés prédictives des contrats à terme (section 3), fournit un aperçu des autres méthodes de prévision (section 4), et présente une méthode nouvellement développée de combinaison des prévisions du prix du *Brent* (section 5).

## 2 LA DIFFICULTÉ À PRÉVOIR LE PRIX DU PÉTROLE

**Bien que le prix du pétrole soit dans une certaine mesure prévisible, il est difficile cependant d'établir une prévision exacte.** Le prix du pétrole est prévisible car il s'agit d'une matière première physique, dont le prix est largement déterminé par les fondamentaux du marché du pétrole et, en particulier, par l'activité économique mondiale. Néanmoins, la dynamique du marché du pétrole ayant tendance à fortement varier au fil du temps, il est difficile de trouver un outil précis pour réaliser cet exercice. La présente section analyse les facteurs déterminant les évolutions du prix du pétrole et explique les difficultés que pose pour l'exercice de prévision de ce prix la variation dans le temps de son profil d'évolution.

**En fonction du facteur déterminant, le prix du pétrole peut évoluer très différemment au fil du temps.** Le prix du pétrole a ainsi connu des évolutions très différentes, tantôt stable, tantôt orienté à la hausse ou chutant brutalement (cf. graphique 2). Les grandes variations qu'il a enregistrées peuvent s'expliquer dans une large mesure par les évolutions de l'offre, de la demande et des stocks de pétrole. D'un point de vue historique, les grands chocs pétroliers des années soixante-dix et quatre-vingt ont été causés par de graves difficultés d'approvisionnement<sup>2</sup>. Après avoir été globalement stable durant la majeure partie des années quatre-vingt-dix, le prix du pétrole a fortement augmenté à compter de 2003, en raison d'une forte progression de l'activité économique mondiale attribuable aux économies de marché émergentes, en particulier la Chine. Ce renchérissement du pétrole tiré par la demande n'a été interrompu qu'en 2008 par la crise financière mondiale, qui a entraîné une chute de 70 % environ du prix du pétrole en

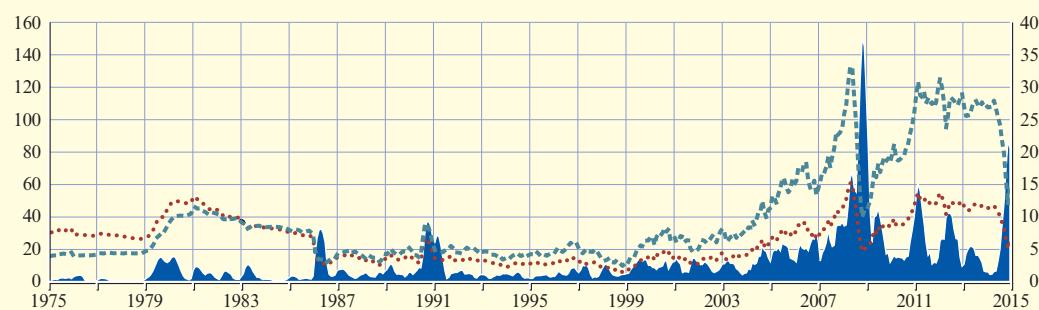
1 On utilise le prix du *Brent* car il est la principale référence mondiale pour le pétrole brut léger non sulfuré (le prix du *Brent* étant utilisé pour la majorité des pétroles bruts négociés à l'échelle internationale). De plus, le *Brent* est destiné en majorité aux marchés européens et constitue donc un bon indicateur de la dynamique du prix du pétrole pertinente pour la zone euro, tandis que le *West Texas Intermediate* (WTI) reflète mieux les évolutions du marché américain.

2 Cf., par exemple, J.D. Hamilton, *Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 40 (1), 2009.

## Graphique 2 Évolution historique du prix nominal et réel du Brent

(en dollars le baril; déflateur = IPC aux États-Unis, 1982-84 = 100 (côté gauche), un écart-type (côté droit))

- Volatilité du prix du pétrole (échelle de droite)
- Prix réel du pétrole (échelle de gauche)
- Prix nominal du pétrole (échelle de gauche)



Sources : *Energy Information Administration* et données économiques du Système fédéral de réserve.

Notes : Données mensuelles ; le prix en dollars du baril de *Brent* a été rétropolé à l'aide du taux de croissance du coût d'acquisition, pour la société de raffinerie, du pétrole brut importé jusqu'en mai 1987 et déflaté de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis. La volatilité du prix du pétrole correspond à l'écart-type glissant sur six mois du prix nominal du pétrole.

quelques mois, sous l'effet d'une contraction de l'activité économique mondiale, elle-même à l'origine d'un net ralentissement de la croissance de la demande de pétrole, en particulier dans les économies avancées. Après un redressement rapide à compter de 2009, le prix du pétrole a été globalement stable durant quatre années environ en raison d'une moindre hausse de la demande de pétrole et de l'augmentation de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord, évolutions contrebalancées en partie par des préoccupations en matière d'approvisionnement liées aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient et, dans une certaine mesure, en Russie. Dans le même temps, la persistance de gains d'efficience dans le domaine énergétique et la substitution accrue d'autres sources d'énergie ont contribué à freiner la hausse de la demande de pétrole. Plus récemment, le prix du pétrole a fortement diminué, l'augmentation soutenue de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord, conjuguée à une progression modérée de la demande de pétrole, notamment en Chine, étant à l'origine d'une offre excédentaire sur le marché. Les marchés ont réévalué leurs perspectives concernant le marché du pétrole à la lumière de l'atténuation des risques géopolitiques, le regain d'incertitude dans les principaux pays producteurs de pétrole n'ayant pas eu d'incidence sur l'offre mondiale de pétrole. En dépit d'une offre excédentaire sur le marché, l'OPEP a décidé de ne pas réduire la production de pétrole lors de sa réunion en novembre 2014. Historiquement, l'Arabie saoudite a eu tendance à jouer le rôle de producteur d'ajustement sur le marché du pétrole, stabilisant le prix du pétrole *via* une réduction de sa production en période de baisse du prix et un accroissement en période de hausse du prix<sup>3</sup>. Son changement de stratégie en novembre a accentué la chute du prix du pétrole, sa décision de ne pas réagir ayant été interprétée comme une volonté de préserver sa part de marché face à l'augmentation de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord. En résumé, il apparaît clairement que la dynamique du marché du pétrole peut varier de manière significative en fonction du facteur déterminant les évolutions du prix du pétrole. Outre les variations de l'offre et de la demande de pétrole, le niveau des stocks et la variation de ce niveau sont également un déterminant capital de la dynamique du prix du pétrole.

<sup>3</sup> Toutefois, dans quelques cas comme en 1986, l'Arabie saoudite a décidé de ne pas réduire sa production de pétrole, cette stratégie ayant été jugée contre-productive dans un environnement de faible croissance de la demande, de manque de discipline du cartel et de forte hausse de la production hors OPEP.

**De surcroît, la volatilité du prix du pétrole semble s'être accentuée au fil du temps** (cf. graphique 2). Des données empiriques montrent que les variations de l'élasticité-prix de la demande et de l'offre de pétrole donnent lieu à des périodes de volatilité élevée de son prix<sup>4</sup>. D'autres études relient en partie cette plus forte volatilité du prix du pétrole à son utilisation accrue en tant qu'actif financier. La gestion active des actifs liés au prix du pétrole sur les marchés à terme depuis le début des années deux mille, désignée également par le terme de « financiarisation » du marché du pétrole, a probablement entraîné une réaction plus rapide du prix du pétrole aux données macroéconomiques que ce n'est le cas pour les prix d'actifs tels que les actions et les taux de change<sup>5</sup>.

**L'évolution de la dynamique du marché du pétrole et la volatilité accrue du prix du pétrole ont plusieurs effets sur l'exercice de prévision du prix du pétrole.** Premièrement, le pétrole étant une matière première physique dont le prix est largement déterminé par les fondamentaux économiques, le fait d'inclure des données concernant ces déterminants économiques permet de prévoir le prix du pétrole avec une plus grande exactitude. Du fait d'une insuffisance de données, au sujet notamment des fluctuations des stocks mondiaux de pétrole, il devient néanmoins plus difficile de capter avec précision les mouvements des fondamentaux du marché du pétrole<sup>6</sup>. De plus, le pétrole étant également de plus en plus utilisé comme actif financier, le prix au comptant tend à refléter plus rapidement les évolutions de l'environnement macroéconomique. Cela peut entraîner une plus grande volatilité du prix du pétrole à court terme, et donc une plus grande difficulté à établir des prévisions sur cet horizon. Deuxièmement, dans la mesure où la dynamique du marché du pétrole tend à connaître de fortes variations au fil du temps (en fonction du facteur déterminant), la performance d'une méthode de prévision donnée, ne rendant compte que d'un comportement spécifique du prix du pétrole, peut s'avérer très instable. Par conséquent, la combinaison de différentes prévisions, rendant chacune compte d'un comportement spécifique du prix du pétrole, peut contribuer à résoudre les problèmes d'instabilité dans le temps des résultats des modèles de prévision considérés individuellement, qui résultent d'une modification de la dynamique du marché du pétrole. Les sections suivantes étudient les limites des prévisions du prix du pétrole établies à partir des contrats à terme et proposent d'autres approches pour l'exercice de prévision du prix du pétrole. La section 5 décrit plus en détail une approche fondée sur une combinaison de prévisions du prix du *Brent*.

### 3 LES CONTRATS À TERME COMME REFLET DES ÉVOLUTIONS ANTICIPÉES DU PRIX DU PÉTROLE

**Les prix des contrats à terme sur le pétrole sont fréquemment utilisés comme référence pour les hypothèses relatives au prix du pétrole dans les projections économiques.** Ils sont utilisés, par exemple, dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE et dans celles de nombreuses autres banques centrales et institutions internationales. La principale raison de l'utilisation des contrats à terme comme référence pour les hypothèses relatives au prix du pétrole tient au fait qu'ils fournissent une méthode simple et transparente, facile à communiquer.

**Toutefois, les hypothèses relatives au prix du pétrole fondées sur les contrats à terme génèrent des erreurs de prévision importantes.** Le tableau 1 présente l'erreur moyenne absolue (*mean*

4 Cf., par exemple, C. Baumeister et G. Peersman, *The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market*, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 28(7), 2013.

5 Cf., par exemple, M. Fratzscher, D. Schneider, et I. Van Robays, *Oil prices, exchange rates and asset prices*, *Working Paper Series* n° 1689, BCE, 2014.

6 En 2011, le G20 a reconnu l'importance de la transparence du marché du pétrole pour la croissance économique mondiale, appelant à l'amélioration de la disponibilité des données relatives à la production, à la consommation, au raffinage et aux niveaux des stocks de pétrole dans le cadre de son Initiative commune sur les données pétrolières.

Tableau I Erreurs de projection moyennes pour le prix du pétrole

(T1 2005 à T4 2014)	Erreure moyenne absolue	Racine carrée de l'erreure quadratique moyenne	Biais
À un horizon de quatre trimestres	16,9	24,3	- 1,6
À un horizon de huit trimestres	19,9	24,4	- 6,9

Source : Calculs de la BCE.

*absolute error* – MAE) et la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (*root mean squared error* – RMSE) des hypothèses de projection de l'Eurosystème/de la BCE pour le prix nominal du pétrole à un horizon de quatre trimestres et de huit trimestres, pour la période 2005-2014. La MAE indique que sur cette période, les projections à un horizon de quatre et huit trimestres ont dévié, en moyenne, de 17% et 20% environ, respectivement. Les valeurs plus élevées de la RMSE montrent que l'erreur moyenne absolue masque des variations importantes de la qualité des projections au fil du temps. Ces erreurs ont une incidence significative sur les projections d'inflation. Même si les estimations de l'incidence d'une hausse de 10% des prix du pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH sont empreintes d'incertitude, elles ont tendance à se situer entre 0,2 et 0,3 point de pourcentage au cours de la première année suivant le choc, avec 0,1 à 0,2 point de pourcentage supplémentaire la deuxième année. On a observé que cet effet dépend du niveau des prix du pétrole, une incidence plus forte étant mesurée lorsque ce dernier est élevé<sup>7</sup>. De plus, les contrats à terme ont présenté un biais de prévision négatif (cf. la troisième colonne du tableau 1), indiquant que le cours du pétrole a tendance à être supérieur, en moyenne, à ce que laisseraient présager les prix de ces contrats.

**Les erreurs de prévision importantes des contrats à terme s'expliquent principalement par le fait que la courbe de ces contrats est généralement plate et orientée à la baisse en raison de la nature spécifique du pétrole en tant que matière première physique et stockable.** En conséquence, l'écart entre les prix à terme et les prix au comptant, qui définit la pente de la courbe des contrats à terme, augmente avec le taux d'intérêt sans risque<sup>8</sup>, la prime de risque et les coûts de stockage et diminue avec le rendement d'opportunité. Alors que les deux premiers facteurs sont présents pour tout actif négocié sur les marchés au comptant et à terme, les deux derniers sont caractéristiques du pétrole en tant que matière première stockable avec des stocks limités. Le rendement d'opportunité correspond à l'avantage qu'il y a à détenir des stocks et a tendance à être plus important que les autres composantes déterminant l'écart entre les prix à terme et au comptant. En conséquence, les prix au comptant sont généralement plus élevés que les prix à terme, définissant une courbe descendante également connue sous le nom de déport (*backwardation*). Cette situation résulte du fait que lorsque les marchés pétroliers sont tendus, la demande de stocks au prix au comptant est élevée, entraînant une hausse de ce prix par rapport aux prix à terme. Toutefois, la courbe des contrats à terme peut aussi être orientée à la hausse, une situation également appelée contango. Ce cas s'est déjà produit dans le passé récent en raison d'une offre de pétrole abondante conjuguée à un niveau élevé des stocks, ainsi qu'avant et après la récession mondiale (cf. graphique 3). Toutefois, depuis 1999, la courbe des contrats à terme a été orientée à la baisse durant 70% du temps environ.

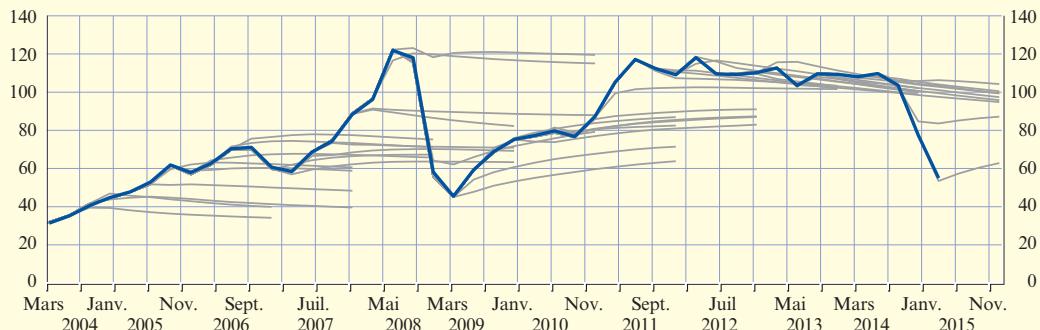
**En plus de suivre une trajectoire généralement baissière, les courbes des contrats à terme sont en règle générale relativement plates en raison de l'arbitrage entre les prix au comptant et les prix à terme.** Les contrats à terme ont donc tendance à prévoir les prix du pétrole de manière satisfaisante en

7 Cf. *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Occasional Paper Series, n° 113, BCE, juin 2010.

8 Le taux sans risque correspond au coût d'opportunité d'acheter un actif donné.

**Graphique 3 Prix du Brent et des contrats à terme**

(en dollars par baril)



Source : Bloomberg.

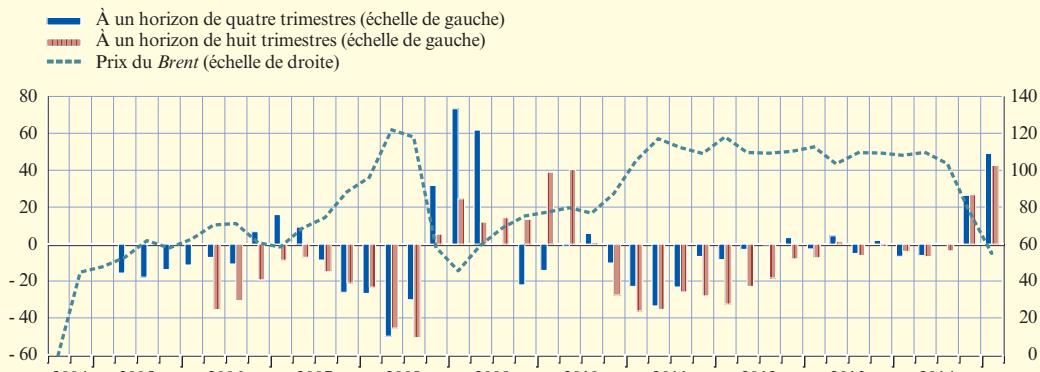
Note : Les lignes grises représentent les différentes prévisions.

période de stabilité des cours, tandis que les erreurs de prévision sont importantes lorsque les cours sont volatils. Le graphique 4 montre que pour 2012 et 2013, les contrats à terme à un horizon de quatre et huit trimestres ont fourni des prévisions assez justes, le prix du pétrole ayant été relativement stable. Toutefois, les erreurs de prévision ont été importantes lors des périodes de fluctuations à la hausse et à la baisse du prix du pétrole, comme par exemple autour de la période de la crise financière mondiale et durant l'épisode le plus récent de recul des cours du pétrole.

**Dans l'ensemble, les prix des contrats à terme sur le pétrole reflètent imparfaitement les anticipations du marché, les opportunités d'arbitrage conférant à la courbe des contrats à terme un profil relativement plat et le rendement d'opportunité ayant généralement pour résultat une courbe orientée à la baisse.** Aucune de ces caractéristiques n'est directement liée aux anticipations du marché relatives aux évolutions futures du prix du pétrole. Même si les évolutions de la pente de la courbe des contrats à terme peuvent fournir des informations sur les anticipations du marché concernant les fondamentaux de l'offre et de la demande de pétrole actuelles et attendues, globalement, cette courbe ne s'est pas avérée un bon outil pour prédire le prix du pétrole.

**Graphique 4 Erreurs de prévision des contrats à terme**

(en dollars par baril)



Source : Calculs de la BCE.

## 4 LES AUTRES APPROCHES POUR LA PRÉVISION DE PRIX DU PÉTROLE

**La littérature relative à la prévision de prix du pétrole s'est développée rapidement au cours des dernières années, en partie en réponse aux insuffisances des prédictions fondées sur les contrats à terme.** Ces méthodes de prévision alternatives peuvent être divisées en trois grandes catégories : a) les approches statistiques et fondées sur le marché, b) les approches s'appuyant sur la théorie économique, et c) les combinaisons de modèles de prévision. Cette section examine brièvement une sélection de modèles dans chacune de ces catégories.

**Premièrement, les indices fondés sur le marché ou les méthodes statistiques présentent l'avantage d'être des outils de prévision simples et transparents, mais ne parviennent généralement pas à donner systématiquement de meilleurs résultats que les autres méthodes.** S'agissant des prévisions fondées sur le marché, une alternative aux contrats à terme est constituée par les contrats à terme « ajustés du risque », qui tentent de corriger le biais négatif de la prévision fondée sur les contrats à terme en l'ajustant de la prime de risque. Cette dernière, qui exerce une incidence sur l'écart entre les contrats à terme sur le pétrole et le prix au comptant, varie au fil du temps et est liée au cycle d'activité. On constate que les contrats à terme corrigés du risque enregistrent de meilleures performances que les contrats à terme, notamment sur les horizons supérieurs à six mois<sup>9</sup>. En ce qui concerne les autres approches statistiques, les méthodes alternatives de prévision du prix du pétrole incluent la marche aléatoire (qui suppose que le prix futur est égal au prix aujourd'hui), la marche aléatoire avec dérive (qui suppose que les prix du pétrole augmentent à un rythme spécifique) et des modèles autorégressifs à moyenne mobile simples. Toutefois, aucune de ces approches simples ne tend à afficher de meilleurs résultats que les autres méthodes telles que l'exercice de prévision fondé sur les contrats à terme, de manière robuste, sur les différents horizons de prévision et au fil du temps.

**Deuxièmement, les prévisions des modèles incluant des données relatives aux déterminants économiques tendent à être plus précises que celles issues des approches simples.** Ces modèles s'appuient sur l'observation selon laquelle les prix du pétrole sont largement déterminés par les évolutions des variables économiques telles que l'offre et la demande de pétrole, la croissance économique mondiale et les taux d'intérêt. Ainsi, dans la mesure où ces variables économiques contiennent des informations sur les évolutions futures du prix du pétrole, le fait de les inclure dans les modèles de prévision tend à améliorer la prédition de ce prix. Il existe de nombreuses méthodes de prévision possibles qui s'appuient sur la théorie économique, allant des régressions simples à des modèles à variables multiples plus complexes.

**Par exemple, le fait d'inclure des données relatives aux produits de base non pétroliers, à l'offre de pétrole et à l'activité économique mondiale aide à prévoir le prix du pétrole de manière plus précise sur des horizons et des périodes spécifiques.** En se fondant sur l'intuition que les variations des matières premières non pétrolières reflètent celles de la demande mondiale de matières premières, les prévisions de prix du pétrole utilisant le taux de croissance récent des prix des matières premières non pétrolières semblent réussir à prédire le prix du pétrole à court terme. Des régressions simples établissant un lien entre la prévision de prix du pétrole et les variations du taux d'intérêt sans risque et des taux de change des principaux pays exportateurs de matières premières ont également été étudiées dans la littérature, parmi de nombreuses autres approches<sup>10</sup>. Même s'ils sont plus fortement paramétrés, les modèles vectoriels autorégressifs (VAR) incluant des données sur la production de

9 Cf. P. Pagano et M. Pisani, *Risk-Adjusted Forecasts of Oil Prices*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9(1), 2009.

10 Pour une vue d'ensemble, cf. R. Alquist, L. Kilian et R.J. Vigfusson, *Forecasting the Price of Oil*, dans G. Elliott, et A. Timmermann (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, 2013.

pétrole, les stocks et l'activité économique mondiale ont montré qu'ils permettaient de prévoir le prix du pétrole de façon plus précise que la marche aléatoire ou les contrats à terme sur des périodes spécifiques, principalement à court terme. L'utilisation de techniques bayésiennes pour estimer le modèle VAR peut encore améliorer l'exactitude des projections issues de ces modèles VAR<sup>11</sup>. Enfin, les modèles structurels du marché pétrolier peuvent également être utiles pour prévoir le prix du pétrole. Par exemple, il a été démontré qu'un modèle d'équilibre général composé des régions exportatrices et importatrices de pétrole qui modélise la dynamique à long terme du prix du pétrole peut permettre d'améliorer la prévision par rapport aux contrats à terme lors des périodes de hausse des cours, grâce, notamment, à l'inclusion dans le modèle d'une structure détaillée du volet offre du marché pétrolier et de l'hypothèse selon laquelle le prix du pétrole suit une tendance<sup>12</sup>.

**Toutefois, le problème général constaté avec les méthodes de prévision individuelles tient au fait que leurs performances ont tendance à être très instables au fil du temps, en raison des fluctuations fréquentes de la dynamique du marché pétrolier.** Comme déjà indiqué dans la section 2, cela est dû au fait que de nombreux modèles ne rendent compte que d'un comportement spécifique du prix du pétrole sur un horizon donné et la dynamique de ce prix a tendance à varier considérablement au fil du temps en fonction du facteur déterminant. Par exemple, les modèles VAR incluant des données sur l'activité économique et les fondamentaux du marché du pétrole tendent à fournir des prévisions exactes des fluctuations à court terme du prix du pétrole qui sont déterminées par les évolutions de l'activité économique mondiale. Toutefois, ils perdent rapidement leur précision quand d'autres facteurs jouent un rôle plus important et sur des horizons de prévision à plus long terme.

**En regroupant les projections issues de différentes méthodes, les combinaisons de modèles de prévision permettent d'obtenir une prévision plus précise, qui est également plus stable au fil du temps.** Ces types de modèle de prévision sont fondés sur la reconnaissance de l'instabilité des performances des méthodes individuelles. Il est bien établi dans la littérature relative à la combinaison des prévisions qu'il est utile de combiner des prévisions individuelles ayant des propriétés différentes afin d'obtenir une projection plus robuste vis-à-vis des ruptures structurelles de la variable à prévoir<sup>13</sup>. Compte tenu des variations fréquentes de la dynamique du marché pétrolier, une combinaison des modèles de prévision a donné de bons résultats pour prévoir le prix du pétrole<sup>14</sup>.

## 5 UNE COMBINAISON DE PRÉVISIONS POUR LES PRIX DU BRENT

**La présente section présente une combinaison de prévisions qui a été récemment développée à la BCE pour prévoir les prix du Brent et analyse ses performances dans le contexte des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE.** Cette combinaison de modèles<sup>15</sup> est construite comme une moyenne uniformément pondérée des différentes projections produites par (a) les contrats à terme, qui fournissent le scénario de référence actuel des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE ; (b) les contrats à terme « corrigés du risque », qui fournissent un modèle statistique destiné à corriger l'erreur de prévision des contrats à terme en ajustant la prévision par

11 Cf. L. Kilian et C. Baumeister, *Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil*, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30(2), avril 2012.

12 Cf. A. Nakov et G. Nuño, *Saudi Arabia and the Oil Market*, *The Economic Journal*, Vol. 132, 2013 et C. Manescu et I. Van Robays, *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, *Working Paper Series*, n° 1735, BCE, 2014.

13 Cf., par exemple, A. Timmermann, *Forecast Combinations*, *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 1, 2006.

14 Pour les cours du pétrole WTI, cf. par exemple C. Baumeister, L. Kilian et T.K. Lee, *Are there gains from pooling real-time oil price forecasts?*, *Energy Economics*, Vol. 46, décembre 2014, 33-43. Pour les cours du Brent, cf. C. Manescu et I. Van Robays, *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, *Working Paper Series* n° 1735, BCE, 2014.

15 La combinaison de modèles repose sur les conclusions de C. Manescu et I. Van Robays, *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, *Working Paper Series*, n° 1735, BCE, 2014.

une prime de risque variable dans le temps liée à l'activité économique aux États-Unis ; (c) un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR), qui est un modèle empirique reposant sur des données liées aux fondamentaux du pétrole (production et stocks de pétrole) et à l'activité économique mondiale ; et (d) un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE), qui est un modèle théorique des évolutions à long terme du marché du pétrole (intégrant des données relatives à la production de pétrole mondiale et à celle de l'Arabie saoudite, et à l'activité économique mondiale) dans lequel les prix du pétrole sont supposés suivre une tendance.

**Les avantages de l'utilisation de cette combinaison spécifique sont présentés dans un exercice en temps réel et hors échantillon qui suit la configuration des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE** (cf. l'encadré 1 pour des précisions sur la configuration de l'exercice d'évaluation). Les résultats montrent qu'égalemen lorsque l'on se conforme à cette configuration des projections, la prévision combinant quatre modèles permet d'améliorer en moyenne la précision des prévisions par rapport aux contrats à terme, de réduire le biais de prévision négatif tout en procurant une prévision plus robuste dans le temps, ce qui justifie le recours à une combinaison de modèles comme alternative aux prévisions du prix du pétrole reposant sur les contrats à terme. En outre, comme observé dans la section précédente, les résultats des différents modèles peuvent être de qualité très variable en fonction du comportement des prix du pétrole, ce qui explique pourquoi les performances de chacun des modèles ne sont pas analysées seulement sur l'ensemble de la période 1995-2014, mais aussi pour des sous-périodes (cf. tableau 2).

#### Encadré

#### LA MISE EN ŒUVRE DE L'EXERCICE D'ÉVALUATION DES PRÉVISIONS

Le présent encadré fournit une vue d'ensemble de la façon dont la capacité prédictive des différents modèles et de la combinaison des modèles<sup>1</sup> est évaluée.

Cette évaluation concerne les prix réels du pétrole libellés en dollars et est réalisée en temps réel et hors échantillon, aux dates d'arrêté pour les projections utilisant les données allant du premier trimestre 1995 au dernier trimestre 2014<sup>2</sup>. Des données remontant à janvier 1973 sont utilisées pour l'estimation des paramètres du modèle BVAR. Lorsque les données mensuelles ne sont pas disponibles sur l'ensemble de l'échantillon retenu pour l'estimation ou ne sont disponibles qu'avec un décalage, les séries sont rétropolées ou estimées de manière instantanée d'une façon très comparable à l'approche de Baumeister et Kilian<sup>3</sup>. Pour les contrats à terme corrigés du risque, ce sont les données mensuelles des contrats à terme depuis janvier 1990 qui sont utilisées<sup>4</sup>. Tous les modèles sont réestimés à chaque date donnée de l'exercice d'évaluation, à l'exception du modèle DSGE, dont les paramètres sont calibrés<sup>5</sup>. L'évaluation des prévisions concerne les prévisions trimestrielles (sur un horizon allant jusqu'à 11 trimestres), qui sont obtenues en agrégeant les prévisions mensuelles. Les prix réels du

<sup>1</sup> La combinaison des modèles et les différents modèles inclus dans la combinaison sont ceux qui sont proposés par C. Manescu et I. Van Robays, *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, Working Paper Series, n° 1735, BCE, 2014.

<sup>2</sup> Avant novembre 1998, les dates d'arrêté sont créées artificiellement d'après le profil des dates d'arrêté ultérieures.

<sup>3</sup> C. Baumeister et L. Kilian, *Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil*, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30(2), avril 2012, p. 326-336.

<sup>4</sup> Pour les contrats à terme assortis d'échéances plus longues, l'échantillon est encore plus limité, en fonction de la disponibilité des données. Lorsque cela était possible, les séries de données ont été reconstituées pour les périodes antérieures sur la base des taux de croissance des contrats à terme sur le pétrole WTI d'échéances correspondantes.

<sup>5</sup> Les paramètres DSGE sont calibrés en utilisant des données disponibles sur la période allant de 1973 à 2009. Les paramètres calibrés se rapportent à des tendances et à des relations à long terme fondées sur la théorie économique, dont on peut supposer qu'elles ne varient pas fréquemment au fil du temps.

pétrole sont utilisés de préférence aux prix nominaux pour deux raisons. Premièrement, deux des modèles inclus dans la combinaison, à savoir le BVAR et le DSGE, fournissent déjà des prévisions des prix réels du pétrole<sup>6</sup>. Deuxièmement, en pratique, étant donné la volatilité des prix du pétrole par rapport à la volatilité de l'inflation, il ne devrait pas y avoir une grande différence entre l'analyse des prix réels et l'analyse des prix nominaux<sup>7</sup>. Deux critères sont utilisés par l'évaluation comme quantificateurs : l'erreur quadratique moyenne de prédition (MSPE) et le biais affectant la prévision ; et l'évaluation est appliquée à différents sous-échantillons de sorte que la stabilité des performances au fil du temps puisse également être évaluée. La MSPE est une mesure communément utilisée de la capacité prédictive. Par ailleurs, il est essentiel que les autorités soient conscientes de l'ampleur du biais inhérent aux projections et de la probabilité de faire d'importantes erreurs de prévision.

<sup>6</sup> La prévision des prix nominaux du pétrole ajouterait davantage d'incertitude aux paramètres et dégraderait probablement la qualité de ces deux modèles. Comme les modèles des contrats à terme et des contrats à terme corrigés du risque récupèrent les prévisions des prix nominaux du pétrole, l'approche retenue pour l'exercice d'évaluation consiste à déflater ces projections de l'IPC américain anticipé, dont la prévision utilise un processus de moyenne mobile sur trois mois.

<sup>7</sup> Lorsque l'évaluation des prévisions est de nouveau réalisée en utilisant les prix nominaux du pétrole, la capacité prédictive de la combinaison de quatre modèles est pratiquement identique.

**La qualité du modèle BVAR apparaît clairement durant les périodes de stabilité ou de hausse modérée des prix du pétrole.** Au cours de la période 1995-2001, où les prix du pétrole ont d'abord été pratiquement stables avant d'augmenter entre 1999 et 2001, le modèle BVAR est plus précis que les contrats à terme tant pour les horizons de court terme que pour ceux à long terme, tandis que les autres modèles ne sont plus précis que les contrats à terme qu'en de rares occasions. Les améliorations par rapport au modèle reposant sur les contrats à terme s'élèvent à 24%, mais elles ne sont pas toujours statistiquement significatives.

**Parmi les modèles inclus dans la combinaison, les résultats du modèle DSGE sont remarquablement bons au cours des périodes de hausse des prix du pétrole.** Par exemple, au cours de la période 2002-2007, les trois autres modèles utilisés dans la combinaison surpassent globalement les contrats à terme sur la base du critère de l'erreur quadratique moyenne de prévision (*mean squared prediction error* – MSPE), soulignant le désavantage des prévisions reposant sur les contrats à terme en raison de la pente généralement descendante de leur courbe. Toutefois, parmi les trois, c'est le modèle DSGE qui donne les meilleurs résultats avec une amélioration de 24% à un horizon de quatre trimestres, de 51% pour huit trimestres et de 67% pour onze trimestres (cf. tableau 2, volet B). Toutes ces améliorations sont statistiquement significatives. Les bons résultats du modèle DSGE au cours de cette période sont dus en partie à l'hypothèse que les prix du pétrole suivent une tendance. Toutefois, cela compense les très mauvais résultats du modèle DSGE dans les autres sous-échantillons.

**Durant la période plus récente de 2008 à 2014, où les prix du pétrole ont d'abord été très volatils avant de se stabiliser, le modèle fondé sur les contrats à terme corrigés du risque est très efficace pour les prévisions à des horizons de long terme, tandis que les contrats à terme donnent de bons résultats pour les horizons de court terme.** À partir de la deuxième année, le modèle fondé sur les contrats à terme corrigés du risque surpasse clairement les contrats à terme. En outre, l'amélioration de la MSPE est très grande : 50% à un horizon de huit trimestres et 75% à un horizon de onze trimestres<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Il convient de noter que, pour cette période, l'échantillon de l'estimation – qui ne commence qu'en janvier 1990 pour le modèle fondé sur les contrats à terme corrigés du risque – est beaucoup plus large, comportant jusqu'à 156 observations, soit le double de l'effectif de l'échantillon de l'estimation portant sur la période 1995-2001. Pour un modèle reposant essentiellement sur les moindres carrés ordinaires, cela peut amener une plus grande cohérence et une meilleure robustesse des résultats.

**Tableau 2 Erreurs quadratiques moyennes des prévisions de prix du pétrole en termes réels par rapport aux contrats à terme**

Volet A		1995-2014				1995-2001			
		Horizon retenu (trimestres)	Contrats à terme corrigés	BVAR	DSGE	Combinaison des quatre modèles	Contrats à terme corrigés	BVAR	DSGE
1	1,01	1,19	1,88 *		1,18 *	<b>0,99</b>	<b>0,94</b>	1,37	1,02
2	1,03	1,06	1,33		1,04	1,07	<b>0,82</b>	1,47	<b>0,96</b>
4	<b>0,95</b>	<b>0,92</b>	<b>0,93</b>		<b>0,89</b> *	1,11	<b>0,88</b> *	1,63	<b>0,87</b>
8	<b>0,78</b>	<b>0,98</b>	<b>0,95</b>		<b>0,76</b> *	1,27	1,08	3,27 *	<b>0,84</b>
11	<b>0,90</b>	<b>0,90</b>	<b>0,78</b>		<b>0,69</b> *	1,26	<b>0,76</b>	3,88 *	<b>0,58</b> *

Volet B		2002-2007				2008-2014			
		Horizon retenu (trimestres)	Contrats à terme corrigés	BVAR	DSGE	Combinaison des quatre modèles	Contrats à terme corrigés	BVAR	DSGE
1	1,02	1,00	1,19		<b>0,99</b>	1,00	1,27	2,15 *	1,26 *
2	<b>0,94</b>	<b>0,94</b>	<b>0,83</b>		<b>0,87</b> *	1,04	1,11	1,43	1,09 *
4	<b>0,81</b>	<b>0,82</b> *	<b>0,76</b> *		<b>0,82</b> *	1,02	<b>0,99</b>	<b>0,95</b>	<b>0,94</b>
8	<b>0,88</b>	<b>0,73</b> *	<b>0,49</b> *		<b>0,72</b> *	<b>0,50</b>	1,36 *	1,15 *	<b>0,82</b> *
11	1,11	<b>0,66</b> *	<b>0,33</b> *		<b>0,70</b> *	<b>0,25</b>	1,58 *	1,11	<b>0,69</b>

Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le tableau présente les erreurs quadratiques moyennes de prévision par rapport aux contrats à terme pour les autres modèles : contrats à terme corrigés du risque (« contrats à terme corrigés »), BVAR, DSGE et combinaison des prévisions des quatre modèles (en bleu pour cette dernière). Une valeur inférieure à 1 signifie que la méthode donne de meilleurs résultats que les contrats à terme en moyenne sur la période d'échantillonnage indiquée en haut de chaque partie du tableau. Les valeurs en gras représentent une amélioration par rapport aux contrats à terme. L'astérisque (\*) indique que les résultats sont statistiquement significatifs d'après au moins l'un des tests suivants : Diebold Mariano, White et Hansen.

Les contrats à terme semblent donner de bons résultats au cours de cette période pour les horizons de court terme, comme illustré par les valeurs de la MSPE (cf. tableau 2, volet B). Cette analyse est également confortée par le faible biais des prévisions, proche de zéro, pour cette période et ces horizons particuliers.

**Tous les modèles inclus dans la combinaison parviennent à améliorer le biais de prévision négatif important des contrats à terme, principalement imputable au déport caractéristique de la courbe des contrats à terme sur le pétrole.** Cela semble particulièrement vrai pour le modèle DSGE, dont le biais de prévision moyen est de l'ordre de zéro sur l'ensemble de la période d'évaluation (cf. graphique 5). Toutefois, ce résultat doit être interprété avec prudence, cette faible valeur masquant un biais positif élevé sur la période 1995-2001 qui est équilibré par un biais négatif important sur les périodes suivantes. Cependant, au cours des périodes de hausse des prix du pétrole, à savoir de 2002 à 2007, c'est le modèle DSGE qui présente le biais le plus faible. Comme le suggère également la MSPE, le modèle BVAR a le biais le plus faible en période de stabilité ou de hausse localisée des prix du pétrole, tandis que le modèle fondé sur les contrats à terme corrigés du risque présente le biais le plus faible en période de baisse ou de stabilité des prix du pétrole, mais uniquement pour les horizons de long terme, c'est-à-dire ceux de sept à onze trimestres.

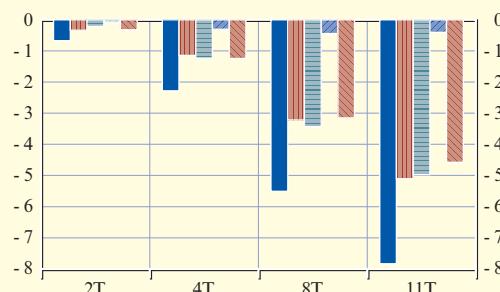
**Il est donc clair que les différents modèles donnent de bons résultats pour des périodes ou des horizons spécifiques. Ainsi, en raison de ces nettes différences de propriétés des prévisions, la combinaison des modèles offre des avantages significatifs quant à la précision de la prévision, que ce soit dans le temps ou aux différents horizons de prévision.** Sur l'ensemble de la période 1995-2014, la prévision combinant quatre modèles est en moyenne plus précise que les contrats à terme de 11%, 24% et 31% aux horizons de prévision de quatre, huit et onze trimestres, respectivement (cf. tableau 2). Dans le même temps, elle réduit le biais de prévision négatif des contrats à terme de 46%, 43% et 42% en moyenne aux horizons de prévision de quatre, huit et onze trimestres, respectivement. Les différences sont toutes

**Graphique 5 Biais des prévisions du prix du pétrole en termes réels sur une sélection d'horizons temporels**

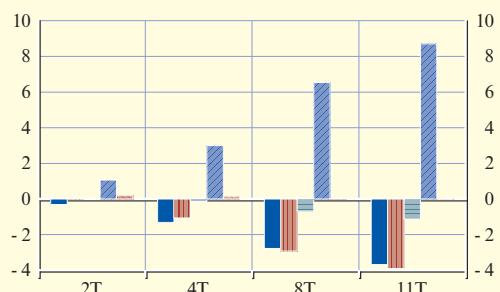
(USD par baril déflaté de l'IPC des États-Unis)

— Contrats à terme      DSGE  
 — Contrats à terme corrigés      Combinaison des quatre modèles  
 — BVAR

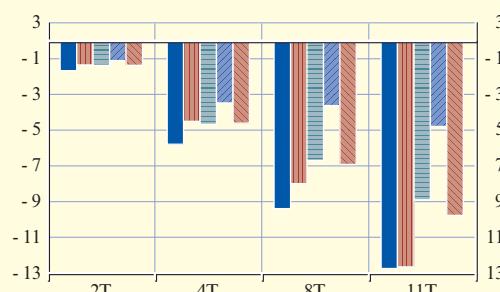
a) 1995-2014



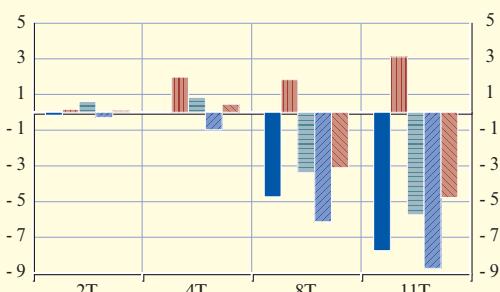
b) 1995-2001



c) 2002-2007



d) 2008-2014



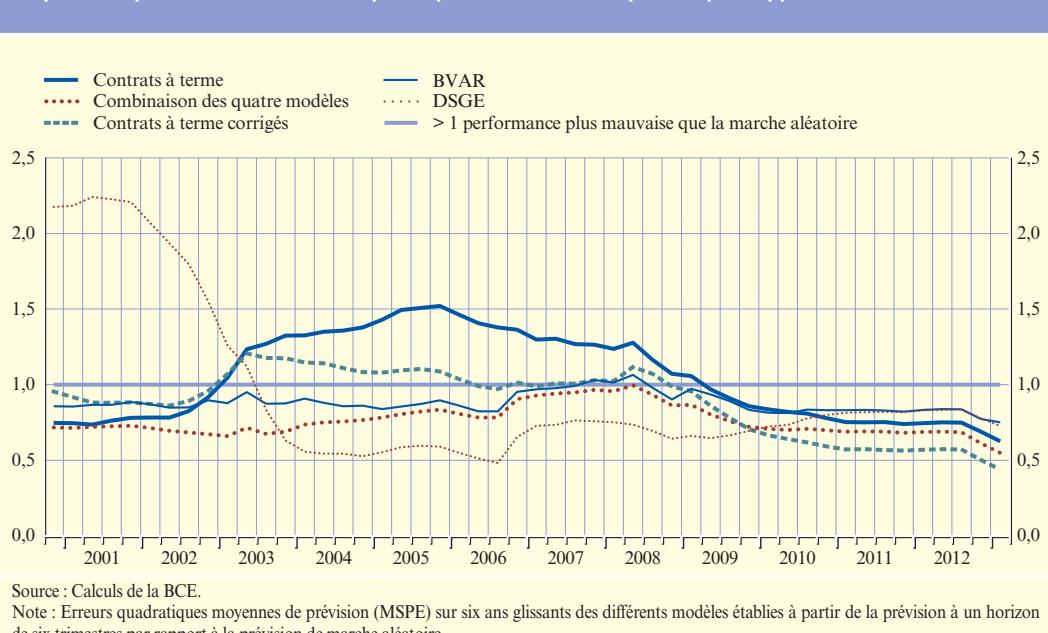
Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le tableau présente le biais, c'est-à-dire l'erreur de prévision moyenne, pour les différents modèles (contrats à terme, contrats à terme corrigés du risque, BVAR, DSGE et combinaison des prévisions des quatre modèles) pour l'échantillon principal et différents sous-échantillons sur une sélection d'horizons de prévision (à deux, quatre, huit et onze trimestres).

statistiquement significatives, ce qui montre que cette combinaison donne de bien meilleurs résultats que les contrats à terme sur les horizons de long terme, qui sont également les plus pertinents pour la politique monétaire. En fait, les seuls horizons pour lesquels les résultats de la combinaison ne sont pas meilleurs que les contrats à terme sont ceux à un et deux trimestres. On peut noter que la prévision combinant quatre modèles ne donne pas seulement de meilleurs résultats que les contrats à terme à partir du troisième trimestre, mais également surpassé les autres modèles qu'elle intègre.

**En outre, les résultats de la combinaison de quatre modèles sont très stables dans le temps.** Par exemple, dans tous les sous-échantillons évalués, cette combinaison surpassé les contrats à terme au-delà d'un ou deux trimestres. De plus, elle surpassé également les trois autres modèles dans la plupart des cas, avec deux exceptions notables : premièrement, le modèle DSGE lorsque les prix du pétrole sont orientés à la hausse et, deuxièmement, en période de volatilité des prix du pétrole, le modèle fondé sur les contrats à terme corrigés du risque à partir d'un horizon de six trimestres. Toutefois, les gains apportés par ce dernier ne sont pas statistiquement significatifs (cf. graphique 6).

**Au total, la combinaison des projections individuelles présente plusieurs avantages pour la prévision du prix du pétrole par rapport aux contrats à terme.** La prévision combinant quatre modèles produit une prévision du prix du pétrole plus précise que les contrats à terme, en particulier aux horizons de long

**Graphique 6 Performance de la combinaison des quatre modèles et de ses modèles sous-jacents au cours de périodes présentant différentes dynamiques du marché du pétrole par rapport à la marche aléatoire**

terme pertinents pour la politique monétaire, et contribue à éviter de grosses erreurs de prévision en moyenne. Cependant, la prévision combinant quatre modèles présente l'inconvénient d'être beaucoup plus complexe que les contrats à terme en tant qu'outil de prévision.

**Globalement, la combinaison de quatre modèles constitue un outil utile pour la prévision du prix du pétrole.** Cette combinaison comportant des modèles qui contiennent des données liées aux fondamentaux du pétrole, elle permet de se prémunir contre les risques associés à des fluctuations importantes des cours du pétrole qui résultent de ces fondamentaux, de façon analogue à la protection qu'apporte la diversification des portefeuilles contre les risques présentés par chaque investissement. Ces fluctuations importantes sont généralement moins bien mesurées par les contrats à terme compte tenu de leur profil d'évolution relativement plat.

## 6 CONCLUSION

**Le prix du pétrole ayant connu des évolutions très différentes au fil du temps, il est difficile de le prévoir précisément à partir d'une approche prévisionnelle spécifique.** Les prix des contrats à terme sur le pétrole, qui sont utilisés par de nombreuses institutions, dont la BCE, pour prévoir le prix du pétrole, présentent l'avantage d'être un outil de prévision simple et transparent. Toutefois, contrairement à une opinion largement répandue, les contrats à terme ne reflètent qu'imparfaitement les anticipations du marché, et leur profil d'évolution généralement plat et orienté à la baisse entraîne d'importantes erreurs de prévision pour les périodes où les prix sont volatils ou en hausse régulière. Cela peut entraîner ensuite d'importantes erreurs de prévision de l'inflation.

**Les modèles prévisionnels qui intègrent des données relatives aux fondamentaux économiques prévoient généralement le prix du pétrole avec plus de précision que de simples références, même si leurs performances ont tendance à être très instables sur la durée.** Les fluctuations du cours du pétrole

pouvant s'expliquer en grande partie par les modifications des fondamentaux du pétrole et de l'activité économique mondiale, il a été démontré que l'intégration d'informations concernant ces variables permet d'améliorer la prévision relative au prix du pétrole dans des périodes où les contrats à terme ne donnent pas de bons résultats. Toutefois, un problème posé par la plupart des approches prévisionnelles est qu'elles ne permettent d'appréhender un comportement particulier des prix du pétrole que sur des horizons de prévision spécifiques. Dès lors, leur précision peut être très instable dans le temps ou aux différents horizons de prévision.

**En rassemblant plusieurs projections individuelles présentant des propriétés différentes en matière de prévision, une combinaison de prévisions peut apporter des gains en termes de précision par rapport à une méthode de prévision individuelle tout en produisant une projection dont les résultats sont d'une qualité plus stable sur la durée.** Cet article a montré qu'une combinaison de quatre modèles récemment élaborée à la BCE améliore la précision des prévisions relatives au prix du pétrole par rapport à celles reposant sur les contrats à terme et à d'autres projections individuelles et semble apporter une meilleure protection contre les substantielles erreurs de prévision effectuées en moyenne en cas de modification de la dynamique des prix du pétrole. Toutefois, s'appuyer sur les contrats à terme à titre de référence présente l'avantage de fournir un outil transparent et simple, aisément utilisable pour l'information du public.

**Il est par conséquent utile de recouper la prévision fondée sur les contrats à terme avec les projections reposant sur cette combinaison de quatre modèles pour estimer les risques qui entourent la référence du prix du pétrole établie à partir des contrats à terme dans le contexte de l'exercice de projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE.**

# STATISTIQUES



## TABLE DES MATIÈRES

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

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act2a.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

## DATE D'ARRÊTÉ

En règle générale, la date d'arrêté des statistiques figurant dans le *Bulletin économique* est celle du jour qui précède la réunion de politique monétaire régulière du Conseil des gouverneurs, soit le 2 juin 2015 pour le présent numéro.

# ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises <sup>4)</sup>			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>5)</sup>		Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes	
	Mondial <sup>5)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,5	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,5	-0,2	5,6
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,8	3,4	4,0
2014 T2	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	1,0	-1,0
T3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,8	1,3	3,6
T4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,6	1,8	1,5
2015 T1	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,3	50,7	-2,3	1,5	-4,3
2014 Décembre	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	1,6	1,8	1,5
2015 Janvier	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	-0,2	2,0	-1,3
Février	54,0	57,2	56,6	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,7	-1,2	2,2	-3,0
Mars	55,0	59,2	58,9	49,4	51,8	54,0	53,3	55,5	50,2	-2,3	1,5	-4,3
Avril	54,2	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,4	55,1	49,5	-	-	-
Mai	-	56,1	55,8	51,6	51,2	53,6	51,5	-	49,0	-	-	-

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

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

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

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

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

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

5) Hors zone euro.

## 2 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire (en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1)</sup>					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)		
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
T3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
T4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 T1	-0,05	0,00	0,05	0,12	0,25	0,26	0,10
2014 Décembre	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Janvier	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Février	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
Mars	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
Avril	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
Mai	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10

### 2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantanés			
	Zone euro <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	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2014 T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09	
T3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53	
T4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2015 T1	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81	
2014 Décembre	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2015 Janvier	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15	
Février	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19	
Mars	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81	
Avril	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05	
Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46	

### 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		
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6		
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9		
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4		
2014 T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0		
T3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1		
T4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1		
2015 T1	351,8	3 442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2 063,8	18 226,2		
2014 Décembre	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7		
2015 Janvier	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4		
Février	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2		
Mars	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6		
Avril	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9		
Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2		

Source : BCE.

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

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

**2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux)<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				
	A 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		Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2014	Avril	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99		
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93		
	Juin	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87		
	Juillet	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79		
	Août	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75		
	Septembre	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68		
	Octobre	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61		
	Novembre	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55		
	Décembre	0,22	0,86	0,96	1,58	7,08	17,02	5,06	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50		
2015	Janvier	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40		
	Février	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,21	6,23	6,63	2,79	2,07	2,47	2,33	2,50	2,54	2,38		
	Mars <sup>(p)</sup>	0,18	0,80	0,90	1,38	7,08	17,00	5,15	6,03	6,39	2,73	2,10	2,45	2,28	2,42	2,52	2,30		

**2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux)<sup>1),4)</sup>**

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

	Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux						Indicateur composite du coût d'emprunt				
	A vue	D'une durée :			≤ à 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million		> 1 million d'euros					
		≤ 2 ans	> 2 ans		5	6	7	8	9	10	11	12	13		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	Avril	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juin	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juillet	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Août	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Septembre	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Octobre	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Novembre	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Décembre	0,24	0,43	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Janvier	0,23	0,44	1,28	3,43	3,77	3,84	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,04	2,14	2,43
	Février	0,22	0,35	1,09	3,37	3,55	3,71	3,12	2,24	2,70	2,37	1,52	1,99	2,13	2,34
	Mars <sup>(p)</sup>	0,21	0,33	1,14	3,33	3,45	3,65	3,12	2,16	2,69	2,31	1,62	2,10	1,99	2,34

**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>5)</sup>							Indicateur composite du coût d'emprunt	
	Total	IFM (y compris Eurosystem)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			Total	IFM (y compris Eurosystem)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques				
			Sociétés financières autres que les IFM	VF <sup>6)</sup>	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	VF <sup>6)</sup>	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
	Court terme															
2012	1 417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21		
2013	1 238	468	122	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21		
2014	1 247	481	119	.	58	538	50	401	211	34	.	39	93	25		
2014	Octobre	1 307	495	135	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25	
	Novembre	1 295	488	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20	
	Décembre	1 247	481	119	.	58	538	50	319	168	24	.	27	66	34	
2015	Janvier	1 310	523	125	.	66	543	54	358	167	28	.	33	94	36	
	Février	1 324	532	133	.	70	534	56	336	146	37	.	30	83	39	
	Mars	1 348	535	134	.	71	543	66	358	147	45	.	35	89	42	
	Long terme															
2012	15 233	4 823	3 184	.	842	5 758	626	256	99	45	.	16	84	12		
2013	15 152	4 414	3 120	.	921	6 069	627	223	71	39	.	16	89	9		
2014	15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	219	65	43	.	16	85	10		
2014	Octobre	15 159	4 075	3 184	.	983	6 268	650	210	45	40	.	15	102	8	
	Novembre	15 198	4 059	3 188	.	988	6 314	649	201	61	46	.	14	73	6	
	Décembre	15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	131	42	38	.	11	29	10	
2015	Janvier	15 282	4 064	3 255	.	1 004	6 316	642	261	80	48	.	8	113	13	
	Février	15 324	4 041	3 263	.	1 018	6 356	646	207	64	21	.	18	86	17	
	Mars	15 422	4 030	3 315	.	1 033	6 399	644	285	84	62	.	17	112	10	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

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

6) Véhicules financiers (VF).

**2.7 Taux de croissance et encours de titres de créance et d'actions cotées**  
(montants en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
			Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres admini- strations publiques					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	16 649,8	5 396,3	3 330,1	.	916,8	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,6
2013	16 389,7	4 882,2	3 242,3	.	987,6	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2014 Octobre	16 466,0	4 569,6	3 318,8	.	1 055,9	6 831,2	690,5	5 764,8	611,6	764,4	4 388,8
Novembre	16 493,4	4 546,9	3 323,8	.	1 057,7	6 871,3	693,8	6 042,0	628,4	798,0	4 615,7
Décembre	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2015 Janvier	16 591,8	4 586,3	3 380,3	.	1 070,5	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	836,0	5 013,9
Février	16 647,9	4 573,1	3 395,6	.	1 087,3	6 890,5	701,4	6 855,5	650,5	899,6	5 305,4
Mars	16 770,1	4 564,6	3 449,7	.	1 104,1	6 941,5	710,1	7 055,7	688,9	933,3	5 433,5
Taux de croissance											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,9	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Octobre	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Novembre	-1,0	-8,5	0,1	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
Décembre	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Janvier	-0,7	-8,3	1,1	.	3,1	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
Février	-0,9	-8,1	1,1	.	4,5	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
Mars	-0,1	-7,5	3,0	.	5,4	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8

**2.8 Taux de change effectifs<sup>2)</sup>**

(valeurs moyennes sur la période ; indice : TI 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>3)</sup> )	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
							1	2	3
	1	2	3	4	5	6			
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,2	107,2	93,2	
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,9	112,2	96,5	
2014	102,3	98,9	96,5	93,0	99,5	95,7	114,8	97,0	
2014 T2	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	97,1	116,2	98,2	
T3	101,7	98,2	95,9	92,3	98,5	95,1	113,8	95,9	
T4	99,6	96,1	94,2	90,5	96,6	93,0	112,6	94,5	
2015 T1	93,7	90,4	89,5	—	—	—	106,9	89,3	
2014 Décembre	99,7	96,0	94,3	—	—	—	113,4	94,9	
2015 Janvier	95,9	92,4	91,1	—	—	—	109,3	91,3	
Février	94,0	90,7	89,9	—	—	—	107,4	89,7	
Mars	91,4	88,2	87,5	—	—	—	104,2	87,0	
Avril	90,5	87,3	87,0	—	—	—	102,8	85,7	
Mai	92,3	89,0	88,9	—	—	—	105,1	87,5	
variation en pourcentage par rapport au mois précédent									
2015 Mai	2,0	2,0	2,2	—	—	—	2,2	2,0	
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente									
2015 Mai	-11,2	-11,3	-9,3	—	—	—	-9,5	-10,9	

Source: BCE.

1) Véhicules financiers (VF).

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

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

## 2.9 Taux de change bilatéraux

**2.3 Taux de change brutaux**  
(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 T2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
T3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
T4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 T1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 Décembre	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Janvier	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Février	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
Mars	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
Avril	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
Mai	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2015 Mai	3,4	-0,4	-0,2	-0,1	2,3	4,5	1,6	0,0	0,7	-0,2	0,1	3,4
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2015 Mai	-19,3	-0,5	-0,1	0,0	0,6	-3,6	-2,4	-11,5	0,5	3,0	-14,9	-18,8

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

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	Engage-ments	Net	Avoirs	Engage-ments	Avoirs	Engage-ments		Avoirs	Engage-ments		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11
Encours (position extérieure)												
2014 T1	18 138,2	19 559,2	-1 421,0	7 453,0	5 605,5	5 671,2	9 279,2	-56,3	4 573,8	4 674,4	496,6	11 536,3
T2	18 624,8	19 903,1	-1 278,3	7 503,2	5 599,4	5 958,7	9 632,0	-50,6	4 706,9	4 671,7	506,6	11 685,4
T3	19 346,1	20 670,5	-1 324,5	7 723,5	5 856,6	6 337,2	9 967,7	-74,6	4 840,6	4 846,2	519,3	12 062,9
T4	19 541,6	20 827,2	-1 285,6	7 541,6	5 844,7	6 521,7	10 127,9	-38,8	4 983,0	4 854,6	534,1	12 093,1
encours en pourcentage du PIB												
2014 T4	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
Flux												
2014 T2	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
T3	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
T4	86,6	11,2	75,4	70,1	65,0	92,1	-1,0	10,5	-88,1	-52,9	2,1	-
2015 T1	313,6	318,3	-4,7	27,2	64,9	71,2	92,4	30,1	179,3	161,0	5,8	-
2014 Octobre	14,9	-26,9	41,8	27,7	23,5	10,3	-37,1	6,4	-29,6	-13,3	0,2	-
Novembre	185,2	110,8	74,3	54,8	27,9	54,7	34,5	1,3	73,7	48,4	0,7	-
Décembre	-113,5	-72,8	-40,7	-12,4	13,6	27,1	1,6	2,8	-132,2	-88,0	1,1	-
2015 Janvier	252,0	268,9	-16,9	14,1	8,5	8,4	40,1	10,0	218,3	220,3	1,2	-
Février	79,5	62,1	17,4	34,8	33,1	44,7	37,0	9,7	-13,8	-8,0	4,2	-
Mars	-18,0	-12,7	-5,2	-21,6	23,3	18,0	15,3	10,4	-25,2	-51,3	0,4	-
flux cumulés sur 12 mois												
2015 Mars	808,2	566,3	241,9	158,7	173,1	438,7	304,2	75,9	127,9	89,0	7,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2015 Mars	8,0	5,6	2,4	1,6	-1,7	4,3	3,0	0,8	1,3	0,9	0,1	-

Source: BCE.

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

### 3 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

#### 3.1 PIB et composantes de la dépense<sup>1)</sup> (données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	PIB										Solde extérieur				
		Demande intérieure			Formation brute de capital fixe				Variation des stocks	Solde extérieur						
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle	Total		Exportations	Importations					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
		Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2012	9 845,6	9 582,9	5 542,1	2 065,5	1 980,9	1 036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4 281,0	4 018,3				
2013	9 930,6	9 589,0	5 565,3	2 097,1	1 940,4	1 006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4 357,6	4 016,0				
2014	10 110,9	9 721,4	5 650,5	2 129,0	1 968,3	1 010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4 486,1	4 096,6				
2014 T1	2 516,3	2 425,6	1 404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1 102,5	1 011,9				
T2	2 521,9	2 427,2	1 409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1 116,5	1 021,8				
T3	2 533,2	2 436,0	1 416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1 133,9	1 036,7				
T4	2 545,8	2 437,1	1 423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1 141,5	1 032,7				
		en pourcentage du PIB														
2012	100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	—	—				
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	—	—				
2014	100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	—	—				
		Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
		variations trimestrielles en pourcentage														
2014 T2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	—	—	1,3	1,3				
T3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	—	—	1,5	1,7				
T4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	—	—	0,8	0,4				
2015 T1	0,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
		contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage														
2014 T2	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—				
T3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	—				
T4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	—				
2015 T1	0,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				

#### 3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique<sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)										Taxes moins subventions sur les produits				
		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	Taxes moins subventions sur les produits				
												1	2	3		
		Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2012	8 851,5	152,1	1 729,9	471,5	1 676,2	409,3	439,4	1 014,9	925,0	1 718,1	315,0	994,0				
2013	8 923,5	156,1	1 739,7	462,1	1 684,6	403,0	440,1	1 031,9	938,7	1 748,3	319,0	1 007,1				
2014	9 075,9	147,4	1 764,2	464,3	1 712,7	406,6	455,2	1 055,4	960,8	1 783,3	326,1	1 035,0				
2014 T1	2 260,7	38,1	439,2	117,5	425,9	101,6	113,2	262,0	238,1	444,2	80,9	255,5				
T2	2 262,4	37,5	440,5	115,5	426,0	101,5	114,5	263,1	239,0	443,8	80,9	259,5				
T3	2 273,1	36,2	442,7	115,1	429,2	101,7	114,3	264,4	240,7	446,9	81,8	260,1				
T4	2 283,8	35,7	444,8	116,7	432,2	101,9	113,4	265,7	243,1	448,1	82,3	262,0				
		en pourcentage de la valeur ajoutée														
2012	100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	—				
2013	100,0	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	—				
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	—				
		Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
		variations trimestrielles en pourcentage														
2014 T1	0,3	1,0	0,0	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2				
T2	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9				
T3	0,2	0,7	0,1	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3				
T4	0,2	-2,0	0,0	1,0	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1				
		contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage														
2014 T1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—				
T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—				
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—				
T4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—				

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3.3 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Construction	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatriculations de voitures particulières			
	Total		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants				
	(hors construction)	Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie										
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
variations annuelles en pourcentage																
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0			
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4			
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7			
2014 T2	0,8	1,6	1,4	0,9	3,3	-5,3	3,0	3,6	1,4	1,1	2,0	-0,3	3,9			
T3	0,5	1,1	0,5	1,4	1,9	-3,4	-1,1	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1			
T4	0,3	1,0	-0,4	0,9	2,6	-3,1	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,2	1,4	1,6			
2015 T1	1,5	1,1	-0,1	0,6	2,7	4,4	-0,5	0,9	2,3	1,0	3,4	2,3	9,0			
2014 Novembre	-0,5	0,3	-0,7	-0,8	3,0	-5,3	0,1	1,4	1,4	-0,2	2,8	0,3	0,3			
Décembre	0,8	1,5	0,2	2,0	1,6	-1,9	-2,1	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0			
2015 Janvier	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,8	2,7	0,7	0,5	2,5	2,0	3,1	2,9	11,0			
Février	1,9	1,2	-0,2	1,2	2,4	7,0	-3,5	0,4	2,6	0,9	3,9	3,3	8,1			
Mars	1,8	1,7	0,0	0,3	4,8	3,8	-2,7	1,8	1,7	0,1	3,2	0,8	8,2			
Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,1	3,3	3,2	6,5			
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																
2014 Novembre	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-1,3	0,6	0,3	1,0	0,2	-2,5			
Décembre	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,6	0,9	0,4	2,4	0,5	0,3	0,5	1,8	5,5			
2015 Janvier	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	1,2	1,0	-2,2	0,3	0,8	0,4	1,0	2,0			
Février	1,0	1,0	0,2	0,7	1,6	1,0	-1,6	-0,2	0,1	-0,7	0,7	-0,8	-0,2			
Mars	-0,3	-0,1	-0,3	-0,9	2,0	-1,7	0,8	1,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,4	-0,8			
Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	1,3	0,3	0,6	1,1			

### 3.4 Emploi<sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Par statut		Par activité économique											Arts, spectacles et autres activités de services
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Personnes employées														
	en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0	
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0	
2014	100,0	85,2	14,8	3,4	15,1	6,0	25,0	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,0	
	variations annuelles en pourcentage													
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,7	-4,4	-0,5	0,7	-0,4	0,1	0,5	-0,2	0,6	
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-4,3	-0,5	-0,2	-1,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,1	
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,2	0,0	-1,7	0,9	1,0	-1,0	0,6	2,0	0,8	0,6	
2014 T1	0,2	0,3	-0,2	0,8	-0,8	-2,3	0,4	0,4	-0,9	0,9	1,2	0,8	-0,2	
T2	0,6	0,8	-0,7	-0,5	0,0	-1,9	0,9	0,8	-1,2	0,7	2,2	0,8	0,3	
T3	0,7	1,0	-0,6	-0,6	0,3	-1,3	1,1	1,4	-1,0	0,2	2,1	0,8	0,6	
T4	0,9	1,1	-0,6	-0,5	0,5	-1,3	1,1	1,2	-1,1	0,6	2,5	0,8	1,7	
	Heures travaillées													
	en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2012	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	7,2	25,9	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3	
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,6	6,9	25,9	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3	
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	26,0	2,8	2,7	1,0	12,6	21,8	6,3	
	variations annuelles en pourcentage													
2012	-1,8	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-6,9	-2,0	0,2	-1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3	
2013	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	-1,7	-5,3	-0,9	-0,4	-1,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,7	
2014	0,6	0,9	-0,3	0,4	0,5	-1,4	0,8	0,9	-1,3	0,1	1,9	0,9	0,2	
2014 T1	0,8	0,8	0,8	1,6	0,6	-0,5	0,8	0,8	-0,6	0,7	1,2	1,3	-0,6	
T2	0,4	0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-2,0	0,7	0,8	-1,9	0,1	1,8	0,9	0,3	
T3	0,5	0,9	-0,8	-0,4	0,4	-1,7	1,0	1,0	-1,7	-0,5	1,9	0,7	0,0	
T4	1,1	1,4	0,1	1,1	1,2	-0,7	1,2	1,2	-1,9	0,7	2,6	0,9	1,4	
	Heures travaillées par personne employée													
	variations annuelles en pourcentage													
2012	-1,3	-1,3	-1,3	-0,7	-1,6	-2,6	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,5	-0,9	
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6	
2014	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,4	
2014 T1	0,6	0,5	1,0	0,8	1,3	1,8	0,4	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,6	-0,4	
T2	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	-0,1	
T3	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6	
T4	0,2	0,2	0,7	1,6	0,7	0,7	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,1	0,2	-0,4	

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

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

**3.5 Population active, chômage et offres d'emploi**  
(données cvs, sauf indication contraire)

Population active, millions <sup>1)</sup>	Sous-emploi, % de la population active <sup>1)</sup>	Chômage										Taux de vacance d'emploi <sup>2)</sup>		
		Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge			Par sexe						
		Millions	% de la population active		Adultes	Millions	% de la population active	Hommes	Millions	% de la population active	Femmes			
% du total en 2013		100,0		81,3		18,7		53,6		46,4				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
												12		
												13		
												14		
2012	159,225	3,9	18,195	11,4	5,3	14,634	10,1	3,561	23,6	9,761	11,3	8,434	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,222	12,0	5,9	15,625	10,7	3,597	24,3	10,301	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	4,3	18,613	11,6	6,0	15,206	10,4	3,408	23,7	9,903	11,5	8,711	11,8	1,7
2014 T2	159,296	4,4	18,647	11,6	6,0	15,222	10,4	3,425	23,8	9,938	11,5	8,709	11,8	1,7
T3	159,680	4,2	18,531	11,6	5,8	15,142	10,4	3,389	23,6	9,808	11,3	8,723	11,8	1,6
T4	160,186	4,3	18,380	11,4	6,0	15,072	10,3	3,308	23,2	9,737	11,3	8,643	11,7	1,8
2015 T1	.	.	18,035	11,2	.	14,810	10,1	3,224	22,7	9,573	11,1	8,462	11,4	.
2014 Novembre	—	—	18,441	11,5	—	15,110	10,3	3,330	23,3	9,762	11,3	8,679	11,7	—
Décembre	—	—	18,241	11,4	—	14,973	10,2	3,268	22,9	9,672	11,2	8,569	11,6	—
2015 Janvier	—	—	18,117	11,3	—	14,874	10,2	3,244	22,8	9,635	11,1	8,482	11,4	—
Février	—	—	18,011	11,2	—	14,791	10,1	3,219	22,7	9,554	11,0	8,457	11,4	—
Mars	—	—	17,976	11,2	—	14,766	10,1	3,210	22,6	9,530	11,0	8,446	11,4	—
Avril	—	—	17,846	11,1	—	14,678	10,0	3,168	22,3	9,431	10,9	8,415	11,3	—

**3.6 Enquêtes d'opinion**  
(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services	Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)	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
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	—	51,0	52,4	52,9	52,7	
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2	
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7	
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7	
2014 T2	102,6	-3,3	80,2	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4	
T3	101,2	-4,6	80,4	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8	
T4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5	
2015 T1	102,6	-4,0	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3	
2014 Décembre	100,9	-5,0	—	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	—	50,6	50,9	51,6	51,4	
2015 Janvier	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6	
Février	102,3	-4,6	—	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	—	51,0	52,1	53,7	53,3	
Mars	103,9	-2,9	—	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	—	52,2	53,6	54,2	54,0	
Avril	103,8	-3,2	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	52,0	53,4	54,1	53,9	
Mai	103,8	-3,0	—	-5,5	-25,0	1,4	7,8	—	52,2	53,3	53,8	53,6	

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

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

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

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

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) <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
2011	13,0	97,9	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,6	.	3,1	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,7	-2,2	31,0	1,6	133,9	1,0	-5,9	0,9
2013	12,9	96,3	-0,4	1,6	-4,0	0,4	-2,2	30,6	1,6	132,6	2,4	-2,9	1,5
2014 T1	12,8	95,7	0,3	1,4	2,9	1,9	-0,9	31,1	2,2	132,7	2,1	3,6	1,2
T2	12,7	95,7	0,3	1,4	-0,3	3,0	-0,1	30,9	1,8	134,1	2,3	1,5	1,4
T3	12,7	95,2	1,4	1,6	-0,8	2,7	0,4	31,5	2,0	133,6	1,7	2,1	1,0
T4	12,7	95,1	1,5	1,8	-0,3	2,6	1,0	32,2	2,7	133,4	1,6	1,7	1,0

### 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>5)</sup>														
	Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit												
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 T2	831,4	785,2	46,1	486,8	430,6	170,2	153,0	151,8	142,2	22,6	59,5	7,6	3,3												
T3	834,6	777,9	56,7	489,4	427,6	174,3	157,5	147,4	138,1	23,5	54,6	6,8	2,5												
T4	842,3	777,1	65,2	503,5	428,3	175,5	163,6	140,4	125,1	22,9	60,1	12,7	5,1												
2015 T1	853,1	776,6	76,5	502,0	427,4	179,1	163,6	146,1	125,7	25,8	60,0	7,6	4,8												
2014 Octobre	281,5	258,2	23,3	168,3	143,0	58,0	53,6	47,3	42,6	7,9	19,0	3,3	1,2												
Novembre	280,8	259,6	21,2	166,9	143,2	58,9	54,7	47,5	40,9	7,6	20,8	3,7	1,2												
Décembre	280,0	259,3	20,7	168,3	142,1	58,6	55,3	45,6	41,6	7,5	20,3	5,8	2,7												
2015 Janvier	286,2	255,7	30,5	165,8	139,8	60,1	54,9	51,6	40,9	8,6	20,0	2,0	1,6												
Février	284,6	257,3	27,3	168,1	141,1	59,4	54,6	48,8	41,7	8,4	20,0	1,7	1,3												
Mars	282,3	263,7	18,6	168,1	146,5	59,6	54,1	45,7	43,1	8,9	20,0	3,8	1,9												
	flux cumulés sur 12 mois																								
2015 Mars	3 361,3	3 116,8	244,5	1 981,7	1 713,9	699,1	637,6	585,7	531,0	94,9	234,2	34,7	15,7												
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB																								
2015 Mars	33,2	30,8	2,4	19,6	16,9	6,9	6,3	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,2												

### 3.9 Échanges de biens de la zone euro<sup>6)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits<sup>7)</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				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
	Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014 T2	0,6	0,2	481,5	234,8	96,1	138,0	395,0	437,7	271,2	61,0	98,9	281,1	78,4		
T3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,7	139,4	397,7	439,4	269,8	61,8	100,7	287,2	73,1		
T4	4,4	-0,2	497,8	236,9	101,9	144,7	409,0	434,6	260,0	62,8	102,0	292,2	64,2		
2015 T1	5,1	0,4	503,1	.	.	.	418,2	439,6	.	.	.	308,4	.		
2014 Octobre	4,3	-0,1	165,8	79,5	33,9	48,1	135,4	146,1	88,9	21,2	34,0	97,1	22,8		
Novembre	1,0	-1,8	166,6	79,3	34,0	48,8	136,1	145,8	86,6	21,1	33,8	96,4	21,0		
Décembre	8,3	1,4	165,3	78,1	34,0	47,8	137,5	142,7	84,5	20,5	34,3	98,6	20,4		
2015 Janvier	-0,6	-5,8	163,6	78,2	33,7	47,4	135,4	142,5	82,5	22,0	34,6	99,7	18,2		
Février	4,3	-0,2	168,3	80,3	34,7	49,4	140,7	145,7	84,9	22,6	35,3	103,5	18,0		
Mars	10,9	7,2	171,1	.	.	.	142,1	151,4	.	.	.	105,2	.		
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014 T2	0,7	2,3	114,8	113,2	114,1	117,2	115,5	101,5	101,6	98,7	102,8	103,7	93,2		
T3	1,1	2,0	114,5	112,6	114,2	116,3	114,7	101,4	101,1	99,9	102,7	104,4	88,3		
T4	2,9	1,6	117,0	113,3	118,7	120,8	116,7	101,7	101,5	97,8	101,5	103,8	93,5		
2015 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
2014 Octobre	2,3	0,9	116,8	113,5	119,6	119,9	116,3	101,0	101,4	98,4	101,6	103,4	89,8		
Novembre	-0,7	-1,0	117,4	113,5	118,9	122,2	116,4	102,2	100,6	100,7	100,5	103,1	89,6		
Décembre	7,4	5,2	117,0	112,8	117,8	120,3	117,5	102,0	102,4	94,4	102,4	104,7	101,2		
2015 Janvier	-2,0	-0,9	115,6	112,6	116,8	119,0	114,8	103,4	103,3	101,1	101,5	104,6	110,9		
Février	1,5	3,0	117,4	114,7	119,5	121,3	118,5	103,2	104,2	100,0	101,7	106,2	103,7		
Mars	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

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

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

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

## 4 PRIX ET COÛTS

### 4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé<sup>1)</sup> (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice : 2005 = 100	Total		Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)								Pour mémoire : prix administrés		
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie	Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix admi- nistrés	Prix adminis- trés	
												% du total en 2015	100,0	87,1
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012		115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	—	—	—	—	—	—	2,3	3,8
2013		117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	1,2	2,1
2014		117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2014 T2		118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,1	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
T3		117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,4	0,2	1,6
T4		117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 T1		116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,0	-4,2	0,2	-0,5	1,2
2014 Décembre		117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Janvier		115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3
Février		116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2
Mars		117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,0	-0,3	1,1
Avril		118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
Mai <sup>2)</sup>		118,5	0,3	0,9	—	1,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,8	0,3	—	—

	Biens			Services										
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers		
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie	Loyers	—	—	—	—	—	—	
% du total en 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5	—	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	—	
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0	—	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7	—	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	—	
2014 T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3	—	
T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3	—	
T4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4	—	
2015 T1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2	—	
2014 Décembre	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4	—	
2015 Janvier	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,2	—	
Février	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3	—	
Mars	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3	—	
Avril	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2	—	
Mai <sup>2)</sup>	1,2	0,6	2,1	—	0,3	-5,0	—	—	—	—	—	—	—	

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction								Construction <sup>3)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>3, 4)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>3, 4)</sup>			
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie				Énergie						
		Secteur manufac- turier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation								
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9	—	—		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8	
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	1,0	
2014 T2	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,6	
T3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7	
T4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,5	
2015 T1	104,5	-2,9	-2,7	-0,7	-1,5	0,7	-0,8	-1,3	0,2	-8,5	—	—	—	
2014 Novembre	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	—	—	—	
Décembre	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	—	—	—	
2015 Janvier	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	—	—	—	
Février	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	—	—	—	
Mars	104,9	-2,3	-2,0	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,2	0,2	-6,8	—	—	—	
Avril	104,8	-2,2	-1,9	-0,5	-1,0	0,8	-0,9	-1,4	0,1	-6,4	—	—	—	

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

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

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

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

4) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/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 <sup>1)</sup>								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie							
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure			Exportations <sup>2)</sup>	Importations <sup>2)</sup>	Pondération fondée sur les importations <sup>3)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>3)</sup>						
			Total	Consommation privée	Consommation publique			Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires				
En % du total			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1		
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9		
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7		
2014 T2	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-7,8	-1,2	-11,1	-4,6	1,1	-9,1		
T3	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8		
T4	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7		
2015 T1	...	...	...	...	...	...	...	...	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7		
2014 Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-5,5	8,7	-12,0	2,9	14,3	-5,6		
2015 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5		
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1		
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7		
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4		
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-2,1	0,9	-3,7	2,6	3,7	1,7		

#### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)								Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)								
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Prix des consommations intermédiaires					Prix facturés								
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction	Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	34,0	4,8	-3,2	-1,2	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	38,6	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	29,8	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	14,3	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 T2	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	14,9	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
T3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	11,7	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
T4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	7,9	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 T1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	45,8	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2014 Décembre	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	48,1	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Janvier	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	42,0	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Février	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	44,7	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
Mars	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	50,7	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
Avril	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	52,4	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
Mai	-0,5	2,3	2,5	-14,1	-0,7	56,0	55,4	50,0	56,0	-0,5	2,3	2,5	-14,1	-0,7	56,0	55,4	50,0	49,3

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

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

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

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

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

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			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	10		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2012	102,4	1,8	2,9	1,8	2,7	2,4	0,1	-0,4	1,8	3,7	0,4	2,8	
2013	103,8	1,3	-2,8	1,7	0,4	1,5	1,2	2,3	-2,0	1,1	1,6	1,9	
2014	104,8	1,0	-2,6	1,4	0,2	0,6	3,0	0,7	0,2	2,2	1,2	1,1	
2014 T1	104,3	0,7	-3,8	0,6	-0,5	0,3	3,0	0,6	0,2	1,4	1,1	0,4	
T2	104,6	1,0	-3,5	1,1	-0,1	0,8	2,8	1,0	0,0	2,6	0,9	1,3	
T3	105,1	1,2	-3,1	1,2	0,7	0,9	2,9	0,6	0,2	2,6	1,2	1,1	
T4	105,4	1,3	0,8	2,5	0,5	0,6	2,9	0,6	0,4	2,0	1,4	1,6	
Rémunération par tête													
2012	103,6	1,5	1,3	2,1	2,1	1,5	1,8	0,8	1,5	2,2	0,9	2,0	
2013	105,3	1,6	1,1	2,7	1,3	1,4	1,0	2,0	-0,4	1,0	1,7	1,5	
2014	106,7	1,3	0,0	2,1	1,4	1,1	1,9	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2	
2014 T1	106,5	1,6	-0,5	2,5	2,9	1,5	2,6	0,9	0,5	1,6	1,3	1,7	
T2	106,6	1,2	0,0	1,9	1,4	1,1	1,8	2,0	0,5	1,4	1,1	1,3	
T3	107,0	1,2	0,8	1,8	0,5	1,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,2	1,2	
T4	107,5	1,3	0,5	2,3	1,1	1,1	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	0,9	
Productivité par personne employée													
2012	101,2	-0,3	-1,6	0,3	-0,5	-0,9	1,6	1,3	-0,2	-1,4	0,4	-0,7	
2013	101,5	0,3	4,0	1,0	0,9	-0,1	-0,1	-0,3	1,7	0,0	0,1	-0,4	
2014	101,8	0,3	2,7	0,7	1,3	0,5	-1,0	0,8	0,6	-0,7	0,1	0,2	
2014 T1	102,1	0,9	3,4	1,9	3,4	1,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	1,3	
T2	101,9	0,2	3,7	0,7	1,5	0,3	-1,1	1,0	0,5	-1,2	0,1	0,0	
T3	101,8	0,1	4,0	0,6	-0,3	0,1	-1,3	1,0	1,2	-0,9	0,0	0,1	
T4	102,0	0,0	-0,3	-0,2	0,6	0,4	-1,2	1,1	0,6	-0,7	0,0	-0,8	
Rémunération par heure travaillée													
2012	104,7	2,8	3,1	3,7	5,0	3,2	2,2	1,3	2,0	3,3	1,3	2,9	
2013	106,9	2,1	1,5	2,6	2,3	2,0	1,1	2,5	0,6	1,9	1,9	2,1	
2014	108,3	1,2	0,6	1,6	1,2	1,2	1,8	1,7	0,9	1,3	1,1	1,6	
2014 T1	107,9	1,1	-0,7	1,1	1,2	1,3	2,3	0,7	0,5	1,6	0,8	2,2	
T2	108,2	1,3	1,0	2,1	1,6	1,2	1,8	2,6	1,2	1,2	0,8	1,1	
T3	108,6	1,3	1,5	1,6	0,6	1,2	1,6	2,0	0,9	1,3	1,3	1,9	
T4	108,8	1,1	0,4	1,6	0,8	0,9	1,3	2,4	0,5	1,0	1,2	1,1	
Productivité horaire du travail													
2012	102,4	1,0	-0,9	1,9	2,1	0,6	2,2	2,1	0,7	-0,3	0,9	0,2	
2013	103,1	0,7	3,5	1,0	2,0	0,3	0,0	0,1	2,4	0,6	0,4	0,2	
2014	103,4	0,2	2,1	0,2	0,9	0,6	-1,0	1,1	1,1	-0,6	-0,1	0,6	
2014 T1	103,5	0,3	2,6	0,6	1,5	0,8	-0,7	0,0	0,5	0,1	-0,4	1,7	
T2	103,5	0,4	3,4	1,0	1,6	0,5	-1,0	1,8	1,2	-0,9	0,0	0,1	
T3	103,4	0,3	3,9	0,4	0,1	0,3	-0,9	1,7	1,9	-0,8	0,1	0,7	
T4	103,3	-0,2	-1,9	-0,9	0,0	0,3	-1,3	2,0	0,4	-0,8	-0,2	-0,4	

#### 4.6 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>2)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
1	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	7
2012	108,9	2,1	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,5	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 T2	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
T3	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
T4	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7
2015 T1	.	.	.	.	.	.	1,5

Sources: Eurostat et calcul de la BCE.

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

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

## 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													
	M2						M3-M2							
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	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										
	1	2	3	4	5	6	Encours							
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9		
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0		
2014	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6		
2014 T2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9 965,7		
T3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8		
T4	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6		
2015 T1	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1		
2014 Novembre	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,5	10 206,7		
Décembre	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6		
2015 Janvier	984,8	5 057,3	6 042,1	1 580,5	2 120,7	3 701,2	9 743,3	119,5	438,6	102,4	660,6	10 403,9		
Février	992,4	5 106,6	6 099,0	1 536,0	2 123,4	3 659,4	9 758,5	132,4	443,1	103,1	678,6	10 437,1		
Mars	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1		
Avril <sup>(p)</sup>	1 003,3	5 189,1	6 192,4	1 517,4	2 151,0	3 668,3	9 860,7	134,0	450,7	101,1	685,8	10 546,6		
	Flux													
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8		
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3		
2014	58,0	369,4	427,4	-92,7	3,5	-89,2	338,1	0,8	10,8	13,2	24,7	362,9		
2014 T2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1		
T3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1		
T4	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,1	29,7	123,2		
2015 T1	25,2	190,0	215,2	-63,9	4,7	-59,2	156,0	2,4	4,9	-16,5	-9,1	146,9		
2014 Novembre	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5		
Décembre	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,1	-6,3	-4,6	16,8	5,8	4,6		
2015 Janvier	16,4	81,9	98,3	-35,0	-8,3	-43,3	55,0	-3,5	7,1	-4,9	-1,3	53,7		
Février	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,7	12,8	4,4	1,8	19,0	57,7		
Mars	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,4	-6,9	-6,6	-13,3	-26,8	35,6		
Avril <sup>(p)</sup>	9,6	36,4	46,0	-9,3	3,8	-5,5	40,5	8,5	14,2	11,0	33,6	74,1		
	Taux de croissance													
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5		
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0		
2014	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7		
2014 T2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6		
T3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5		
T4	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7		
2015 T1	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6		
2014 Novembre	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	3,7	-17,7	0,6	3,1		
Décembre	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7		
2015 Janvier	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	11,1	1,0	3,8		
Février	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	14,6	3,8	4,1		
Mars	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6		
Avril <sup>(p)</sup>	8,2	11,0	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	9,9	8,9	35,5	11,6	5,3		

Source: BCE.

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

## 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													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2014 T2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
T3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
T4	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 T1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 Novembre	1 815,9	1 319,9	382,1	100,9	13,1	5 552,8	2 730,7	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Décembre	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Janvier	1 853,5	1 379,5	366,3	96,4	11,4	5 565,6	2 786,5	795,4	1 979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
Février	1 851,9	1 393,7	347,1	97,2	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
Mars	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
Avril <sup>(p)</sup>	1 843,7	1 387,3	332,6	112,9	10,9	5 609,2	2 857,6	756,0	1 991,9	3,7	963,1	230,2	345,3
Flux													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,0	89,9	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,4	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 T2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
T3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
T4	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,5	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 T1	29,7	49,2	-17,2	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	-0,1	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 Novembre	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Décembre	-20,0	-20,2	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Janvier	27,2	39,7	-4,2	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
Février	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
Mars	-9,2	-3,9	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
Avril <sup>(p)</sup>	0,9	9,6	-6,7	2,0	-3,9	12,6	16,9	-5,2	1,2	-0,3	14,0	5,4	6,4
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 T2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
T3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
T4	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 T1	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 Novembre	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Décembre	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Janvier	4,9	10,0	-8,1	1,5	34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
Février	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
Mars	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
Avril <sup>(p)</sup>	4,3	9,8	-11,5	5,5	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	16,0	1,6	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.

### 5.3 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	Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation <sup>2)</sup>	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>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Encours											
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	—	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	—	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	—	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2014 T2	3 449,1	1 101,7	2 347,4	12 588,4	10 464,8	—	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,4	806,3
T3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	—	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
T4	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	—	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015 T1	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	—	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
2014 Novembre	3 538,2	1 108,8	2 429,4	12 534,0	10 431,0	—	4 271,1	5 194,9	857,5	107,4	1 291,8	811,2
Décembre	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	—	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015 Janvier	3 652,4	1 148,7	2 503,7	12 635,3	10 582,4	—	4 301,2	5 223,2	919,2	138,9	1 277,1	775,8
Février	3 637,8	1 146,5	2 491,3	12 652,6	10 590,7	—	4 313,1	5 222,2	918,4	137,1	1 271,2	790,6
Mars	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	—	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
Avril <sup>(p)</sup>	3 698,7	1 151,8	2 546,9	12 654,5	10 607,8	—	4 302,1	5 234,7	934,0	137,1	1 264,3	782,4
	Flux											
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	72,6	16,3	56,3	-103,7	-50,9	18,7	-59,8	-13,7	11,1	11,6	-88,1	35,3
2014 T2	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
T3	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
T4	46,5	12,8	33,7	5,5	23,3	33,8	3,4	6,4	6,8	6,6	-34,7	17,0
2015 T1	38,5	21,6	16,9	35,8	45,1	52,3	8,7	19,7	10,7	6,0	-1,8	-7,5
2014 Novembre	4,6	11,2	-6,6	-13,9	2,8	10,3	-3,9	-1,3	3,5	4,5	-10,7	-5,9
Décembre	23,2	8,0	15,3	24,7	24,2	25,0	10,0	3,3	8,4	2,5	-17,0	17,5
2015 Janvier	32,2	13,5	18,7	9,8	16,3	16,9	1,7	5,6	-1,5	10,5	2,3	-8,8
Février	-20,6	2,7	-23,3	9,0	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-7,1	8,0
Mars	26,9	5,4	21,6	17,0	20,7	20,2	-3,2	12,8	13,7	-2,6	3,1	-6,8
Avril <sup>(p)</sup>	36,7	-1,2	37,9	-6,3	8,9	18,9	0,2	4,4	1,7	2,6	-9,5	-5,8
	Taux de croissance											
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014 T2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,6	1,8
T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 T1	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
2014 Novembre	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,6
Décembre	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Janvier	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,4	19,3	-6,3	3,3
Février	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
Mars	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
Avril <sup>(p)</sup>	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,8

Source : BCE.

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

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

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

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

#### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro<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 et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	4 544,6	—	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	—	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	—	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	—	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 279,7	—	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2014 T2	4 306,3	—	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	—	570,3	3 832,2	788,5
T3	4 288,1	—	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	—	567,1	3 843,7	783,8
T4	4 279,7	—	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2015 T1	4 310,2	—	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	—	567,9	3 891,7	775,3
2014 Novembre	4 271,1	—	1 040,0	734,0	2 497,0	5 194,9	—	566,6	3 848,3	780,0
Décembre	4 279,7	—	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2015 Janvier	4 301,2	—	1 087,4	735,5	2 478,3	5 223,2	—	566,2	3 879,7	777,3
Février	4 313,1	—	1 090,4	734,8	2 487,9	5 222,2	—	565,3	3 883,4	773,6
Mars	4 310,2	—	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	—	567,9	3 891,7	775,3
Avril <sup>(p)</sup>	4 302,1	—	1 089,9	737,1	2 475,0	5 234,7	—	566,7	3 894,8	773,2
Flux										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,8	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 T2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
T3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,5	1,2	13,1	-6,1
T4	3,4	5,8	-7,4	8,1	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-1,9
2015 T1	8,7	11,7	-0,4	8,1	1,0	19,7	23,9	2,5	17,5	-0,3
2014 Novembre	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,3	4,8	-1,6	0,0	0,3
Décembre	10,0	10,4	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,7
2015 Janvier	1,7	1,6	-1,7	5,3	-1,9	5,6	6,2	0,1	6,3	-0,7
Février	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
Mars	-3,2	-2,2	-1,8	3,8	-5,3	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
Avril <sup>(p)</sup>	0,2	1,6	3,3	-0,4	-2,7	4,4	13,0	-1,0	6,3	-0,9
Taux de croissance										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 T2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
T3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
T4	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 T1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Novembre	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,3
Décembre	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Janvier	-1,1	-0,8	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Février	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
Mars	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Avril <sup>(p)</sup>	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,8

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

## 5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro<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
<b>Encours</b>										
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2014 T2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 346,1	147,7	171,3	119,0
T3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
T4	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 T1	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
2014 Novembre	258,7	7 263,2	2 258,3	91,0	2 404,7	2 509,2	1 466,5	189,8	184,4	130,8
Décembre	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Janvier	306,0	7 293,1	2 245,5	92,8	2 402,6	2 552,2	1 481,6	233,7	203,3	133,3
Février	262,9	7 303,0	2 263,4	91,6	2 396,3	2 551,7	1 447,7	265,0	226,3	144,5
Mars	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
Avril <sup>(p)</sup>	260,2	7 235,3	2 237,3	88,5	2 354,6	2 554,9	1 447,8	241,1	206,3	132,1
<b>Flux</b>										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-6,9	-161,8	-119,7	1,8	-154,7	110,8	244,2	-19,0	0,7	17,7
2014 T2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	75,0	23,8	-5,8	2,3
T3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
T4	4,4	-95,3	-25,1	1,0	-77,3	6,1	35,9	-55,5	20,9	18,1
2015 T1	22,2	-47,4	-30,7	-2,5	-47,5	33,3	-6,3	53,8	50,1	19,3
2014 Novembre	1,7	-19,5	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,9	19,0	1,3	9,6
Décembre	0,4	-43,9	-6,2	2,4	-34,1	-6,1	-26,1	-60,7	0,1	9,0
2015 Janvier	40,6	-12,0	-16,1	-0,2	-12,7	17,1	-5,9	46,2	18,8	-6,5
Février	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-24,8	33,1	23,0	11,3
Mars	24,7	-17,5	-6,1	-1,1	-22,8	12,5	24,4	-25,5	8,3	14,6
Avril <sup>(p)</sup>	-27,4	-38,8	-20,1	-2,0	-19,9	3,1	-26,8	4,3	-28,3	-27,0
<b>Taux de croissance</b>										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2014 T2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
T3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
T4	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 T1	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 Novembre	-1,9	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,9	-	-	-4,4	-6,6
Décembre	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Janvier	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
Février	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
Mars	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
Avril <sup>(p)</sup>	-5,7	-3,1	-5,5	-2,4	-7,4	3,4	-	-	26,8	33,0

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

### 6.1 Déficit/excédeant, recettes et dépenses<sup>1),2)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/ excédent (+)	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
		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 <sup>3)</sup>				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3	
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5	
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1	
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8	
2014 T3	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7	
T4	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7	

### 6.2 Ratio dette publique/PIB<sup>1)</sup>

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

	Total	Instrument financier			Détendeur		Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
							5	6						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 T3	92,0	2,6	16,6	72,8	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
T4	91,9	2,7	16,8	72,4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

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

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

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

#### 6.4 Titres de créance des administrations publiques<sup>1)</sup>

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

	Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>						
	Total	Principal <sup>5)</sup>		Intérêts			Total	Encours			Opérations		
		Echéances ≤ 3 mois	Echéances > 3 mois	Echéances ≤ 3 mois	Echéances > 3 mois			Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Emissions	Remboursements	
	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
2014 T3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
T4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 Novembre	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,5	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
Décembre	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 Janvier	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
Février	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
Mars	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
Avril	15,9	13,8	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7

#### 6.5 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro<sup>6)</sup>

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Cypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	3,2	0,7	0,6	4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 T3	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
T4	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
Dette des administrations publiques										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 T3	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7	
T4	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 T3	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
T4	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
Dette des administrations publiques										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 T3	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
T4	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

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

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

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

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

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE  
Secrétaire général

