

## Bulletin économique

Numéro 4 / 2016



# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1    Environnement extérieur	5
2    Évolutions financières	11
3    Activité économique	15
4    Prix et coûts	20
5    Monnaie et crédit	24
6    Évolutions budgétaires	30
 <b>Encadrés</b>	
1    Conséquences pour l'activité mondiale du bas niveau des prix du pétrole	33
2    Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 janvier au 26 avril 2016	37
3    Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages	42
4    Réduction du délai de publication de l'estimation rapide du PIB trimestriel de la zone euro : premières expériences	45
5    Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016	49
 <b>Articles</b>	
1    Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro dans l'intermédiation financière	54
2    L'orientation budgétaire de la zone euro	75
 <b>Statistiques</b>	<b>S 1</b>

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Lors de sa réunion de politique monétaire du 2 juin 2016, le Conseil des gouverneurs a estimé que le vaste ensemble de décisions de politique monétaire prises début mars conforta la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et favorise le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.** Les mesures de la BCE continuent de se traduire par une détente du coût du crédit et contribuent à un renforcement de la création de crédit. La reprise économique dans la zone euro se poursuit progressivement. Au-delà de l'impulsion déjà prise en compte, les mesures de politique monétaire devant encore être mises en œuvre, à savoir le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) et la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), devraient apporter un soutien monétaire additionnel, qui contribuera à rééquilibrer davantage les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation. Dans le contexte actuel, il est crucial de veiller à ce que l'environnement de très faible inflation ne se traduise pas durablement par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires. Le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et agira, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

## Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 2 juin 2016

**La croissance mondiale est restée faible au premier trimestre 2016.** À plus long terme, l'expansion de l'activité mondiale devrait se poursuivre à un rythme modéré. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et le regain de confiance soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives demeurent plus incertaines pour les économies de marché émergentes, en raison du ralentissement de la croissance en Chine et de l'ajustement des pays exportateurs de matières premières à la baisse des prix de ces produits.

**Entre début mars et début juin, les marchés financiers mondiaux et ceux de la zone euro sont revenus à une situation plus stable.** Des performances économiques meilleures que prévu au plan mondial, la poursuite du redressement des prix du pétrole et un stimulus monétaire supplémentaire dans la zone euro ont soutenu la valorisation des actifs risqués. Par conséquent, les prix des actions de la zone euro ont modérément augmenté au cours de la période sous revue, tandis que l'annonce des achats d'actifs du secteur des entreprises par l'Eurosystème a nettement accentué la réduction des spreads pour les obligations émises par des

sociétés non financières. Les rendements souverains à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué, reflétant étroitement les mouvements des rendements à long terme mondiaux. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement renforcé.

**La reprise économique se poursuit dans la zone euro.** Le PIB en volume de la zone euro a sensiblement augmenté au premier trimestre 2016. La croissance reste soutenue par la demande intérieure, tout en étant freinée par la faiblesse des exportations. Les données les plus récentes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au deuxième trimestre, mais sans doute à un rythme moins élevé qu'au premier trimestre.

**Dans les mois à venir, le Conseil des gouverneurs s'attend à une poursuite de la reprise économique à un rythme modéré, mais régulier.** La demande intérieure est toujours soutenue par les effets des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser l'investissement. En outre, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, et les cours toujours relativement bas du pétrole apportent un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la consommation privée. De plus, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses sur les marchés émergents, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

**Les projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et en 2018.** Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2016 et demeurent globalement inchangées pour 2017 et 2018. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, mais la balance des risques s'est améliorée en raison des mesures de politique monétaire déjà prises et du stimulus attendu des nouvelles mesures. Les risques à la baisse restent liés aux évolutions de l'économie mondiale, au prochain référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'UE et à d'autres risques géopolitiques.

**Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à - 0,1 % en mai 2016.** Ce bas niveau d'inflation reflète les baisses antérieures des prix de l'énergie. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient demeurer très faibles ou négatifs avant de se redresser au second semestre 2016, en raison pour une large part d'effets de base concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. La remontée des taux d'inflation devrait se confirmer en 2017 et 2018, confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue.

**Les projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017 et de 1,6 % en 2018.** Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2016, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la hausse pour 2016, traduisant les augmentations récentes des prix du pétrole, et demeurent inchangées pour 2017 et 2018.

**Les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont sensiblement favorisé les flux de crédits dans la zone euro.** La croissance de la monnaie au sens large s'est légèrement ralentie en avril, mais elle est restée soutenue. La croissance des prêts a continué de se redresser progressivement. Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et du programme étendu d'achats d'actifs (APP) de la BCE continuent de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables en abaissant leurs taux débiteurs, et le redressement de la croissance des prêts continue de s'appuyer sur l'amélioration des conditions de distribution des crédits. Selon les estimations, le flux annuel total du financement externe des sociétés non financières a légèrement augmenté au premier trimestre 2016. Au total, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont sensiblement amélioré les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages et le vaste ensemble de nouvelles mesures de politique monétaire adoptées en mars 2016 conforte le redressement en cours de la croissance des prêts, soutenant ainsi la reprise de l'économie réelle.

## Les décisions de politique monétaire

**Le Conseil des gouverneurs a estimé que le recouplement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme la nécessité de maintenir une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.** Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir leur maintien à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs par l'Eurosystème. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Le 8 juin, l'Eurosystème a commencé à effectuer des achats dans le cadre du CSPP. En outre, le 22 juin, l'Eurosystème conduira la première opération TLTRO II.

## Environnement extérieur

*L'atonie de la croissance mondiale, qui avait été observée vers la fin de l'année dernière, s'est prolongée au premier trimestre 2016. À plus long terme, l'activité mondiale devrait continuer de progresser à un rythme modéré. La faiblesse des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le regain de confiance soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives des économies de marché émergentes demeurent plus incertaines, en raison du ralentissement de la croissance en Chine et de l'ajustement à la baisse des prix de matières premières pour les pays qui les exportent.*

### Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

**L'économie mondiale poursuit sa croissance à un rythme modéré.** Les indicateurs d'activité se sont stabilisés, suggérant la persistance d'une trajectoire régulière pour l'économie mondiale. Sur les marchés financiers, la confiance s'est redressée. Cependant, des incertitudes continuent d'assombrir les perspectives pour les pays qui subissent les effets de certaines évolutions caractérisant actuellement l'environnement international : la faiblesse des prix des matières premières qui affecte défavorablement les pays exportateurs de ces matières ; le resserrement des conditions financières, notamment dans les économies de marché émergentes, en partie lié à la normalisation de la politique monétaire américaine ; le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise ; et les risques géopolitiques, y compris le prochain référendum du Royaume-Uni.

**Les prix des matières premières se sont redressés au cours des trois derniers mois.** Le cours du Brent a atteint un plancher après avoir enregistré son niveau le plus bas depuis 12 ans en janvier. Les prix des matières premières hors pétrole ont également progressé sur la même période. La hausse récente des cours du pétrole reflète la combinaison d'un recul de l'offre et d'un raffermissement de la demande. L'offre mondiale de pétrole est restée relativement stable en mars et en avril : en effet, la production de l'OPEP a augmenté, tandis que la production hors OPEP a diminué, notamment aux États-Unis. Dans le même temps, l'Agence internationale de l'énergie a revu à la hausse sa prévision de croissance de la demande mondiale de pétrole au premier trimestre 2016, sans toutefois modifier son estimation pour l'ensemble de l'année 2016. Dans une perspective à plus long terme, cependant, les cours du pétrole restent largement inférieurs aux pics observés en 2014. Comme le montre l'encadré 1, le coup de pouce à l'activité mondiale attendu de la contraction sensible des prix du pétrole a été plus faible que prévu. Ce résultat s'explique en partie par la variation au fil du temps des facteurs à l'origine de la baisse des prix du pétrole. Tandis qu'en 2014, le recul des prix s'est expliqué principalement, au début, par la forte hausse de l'offre de pétrole, il semble que la baisse observée ensuite ait reflété un affaiblissement de la demande mondiale.

### **Dans les économies avancées, les politiques monétaires restent très accommodantes.**

Après s'être aplatie courant janvier, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux s'est déplacée vers le haut. Comme les taux d'intérêt devraient rester bas sur une période prolongée dans d'autres grandes économies, la perspective d'une divergence des politiques entre les économies avancées s'est accrue.

### **L'atonie de la croissance mondiale enregistrée vers la fin de l'année dernière s'est prolongée début 2016.**

La croissance du PIB s'est ralentie au premier trimestre aux États-Unis et au Royaume-Uni, tout en se redressant un peu au Japon. Dans l'ensemble, l'activité des autres économies européennes ne faisant pas partie de la zone euro s'est également ralentie. Les données relatives aux économies de marché émergentes ont été plus contrastées. En Chine, les données macroéconomiques restent cohérentes avec un ralentissement progressif de l'activité, qui reste soutenue par un redressement du secteur immobilier et par la vigueur des dépenses en infrastructures au premier trimestre. L'économie de la Russie est demeurée en profonde récession, même si certains signes montrent qu'elle a atteint son point bas car elle bénéficie de la hausse des prix du pétrole. En revanche, la forte récession s'est poursuivie au Brésil dans un contexte d'incertitude politique élevée.

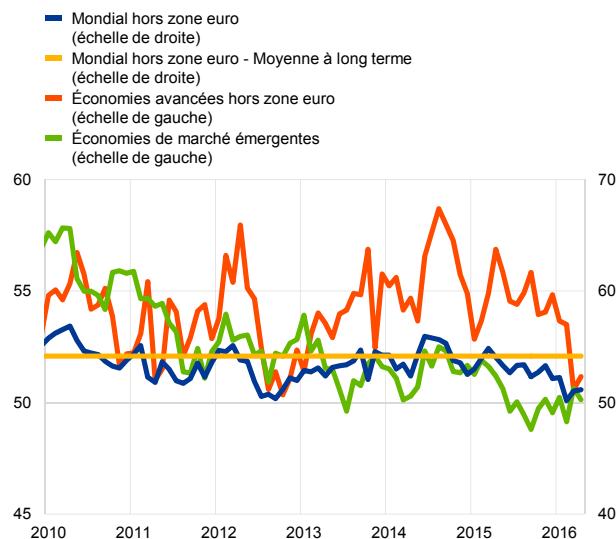
### **Tandis que les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à l'activité économique mondiale se sont stabilisés, la croissance des échanges internationaux s'est fortement ralenti.**

Après avoir atteint en février son chiffre le plus bas en plus de quatre ans, l'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale, hors zone euro, s'est légèrement redressé en avril (cf. graphique 1). Toutefois, les indicateurs composites avancés de l'OCDE font également état d'un ralentissement de la croissance dans les économies avancées et émergentes. La croissance des échanges internationaux est redevenue négative début 2016. Le volume des importations mondiales de biens a diminué de 1,8 % au premier trimestre de l'année. Les estimations des volumes d'échanges ont été fortement révisées à la baisse pour janvier et février (cf. graphique 2). Même si les économies avancées ont encore fait état d'une croissance positive des importations, les échanges ont été très faibles dans les économies de marché émergentes, notamment dans les pays émergents d'Asie. Le chiffre négatif enregistré pour le premier trimestre 2016 a suivi deux trimestres consécutifs de croissance relativement forte des importations. Même si les effets de base liés à un chiffre particulièrement faible pour janvier peuvent laisser présager d'un renforcement de la dynamique pour les prochains mois, les enquêtes continuent de suggérer des perspectives médiocres pour les échanges internationaux, l'indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation diminuant en avril.

## Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale

(indice de diffusion)



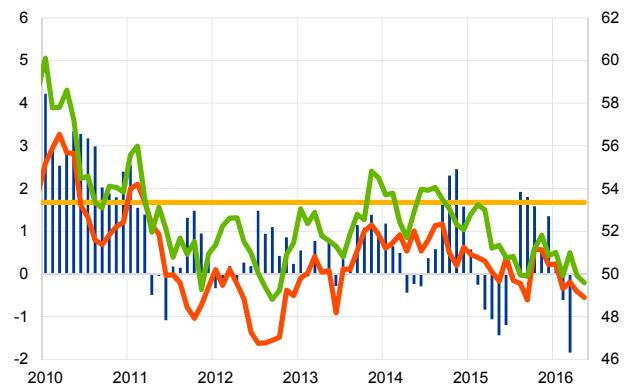
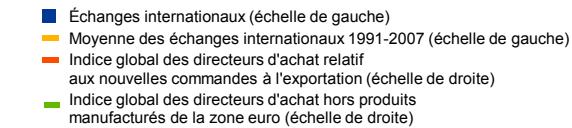
Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2016.

## Graphique 2

Échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : variations en pourcentage en rythme trimestriel ; échelle de droite : indice de diffusion)



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2016 pour les indices composites et à mars 2016 pour les échanges internationaux.

**Pour l'avenir, l'activité économique mondiale devrait continuer de progresser à un rythme modéré, en raison de perspectives de croissance toujours résistantes dans la plupart des économies avancées et de l'atténuation progressive des profondes récessions dans certaines grandes économies de marché émergentes.** La persistance de la faiblesse des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le regain de confiance devraient soutenir les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives des économies de marché émergentes demeurent plus incertaines. Le ralentissement progressif de l'économie chinoise devrait peser sur la croissance d'autres économies de marché émergentes, en particulier les pays émergents d'Asie. Néanmoins, le redressement progressif de la Russie et du Brésil après leurs profondes récessions devrait favoriser la croissance mondiale.

**Si l'on considère les différents pays de façon plus détaillée, l'activité économique aux États-Unis devrait se redresser, après s'être ralentie au premier trimestre de l'année.** Les fondamentaux nationaux demeurent favorables (forte croissance des emplois, hausse des salaires nominaux et progression du revenu disponible réel) et la demande intérieure devrait rester le principal moteur des perspectives de croissance américaine. L'activité devrait se renforcer progressivement, soutenue par une consommation plus vigoureuse et par la fin de l'ajustement dans le secteur de l'énergie. D'autre part, les exportations nettes devraient continuer de freiner l'activité en raison du raffermissement passé du dollar et de la faible croissance de la demande extérieure. Parallèlement, même si les écarts de taux ont un peu diminué, les taux d'intérêt ont augmenté.

**Au Royaume-Uni, l'activité économique continue de progresser régulièrement.**

Une reprise modérée est attendue, tirée principalement par la consommation, le bas niveau des prix de l'énergie continuant d'accroître les revenus disponibles réels.

Bien qu'inférieure au niveau observé ces dernières années, la croissance de l'investissement reste positive, soutenue par l'assouplissement des conditions de crédit. Toutefois, la croissance est potentiellement limitée par l'incertitude qui entoure le référendum sur la participation à l'UE.

**Les perspectives concernant le Japon demeurent modérées.** Après la baisse de l'activité observée au dernier trimestre 2015, le PIB a rebondi au premier trimestre de cette année. Pour la suite, l'activité devrait bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire et du coup de pouce apporté aux revenus par la baisse des prix du pétrole. Une hausse progressive des salaires réels, reflétant les tensions accrues sur le marché du travail, devrait également soutenir les dépenses des ménages. Les exportations devraient bénéficier de l'amélioration graduelle de la demande étrangère, mais cet effet sera atténué par le rebond récent du yen. De plus, l'assainissement budgétaire pèsera sur la demande.

**L'activité économique réelle en Europe centrale et orientale devrait demeurer robuste, mais irrégulière selon les pays.** Les principaux moteurs de la croissance dans la région demeurent le dynamisme de la consommation privée, qui reflète la hausse du revenu disponible réel dans un contexte de faible inflation, et la forte croissance de l'investissement soutenue par les fonds structurels de l'UE.

**L'économie chinoise devrait ralentir à moyen terme.** L'activité continue d'être soutenue par le bas niveau des prix du pétrole, la robustesse de la consommation et une nette amélioration du marché de l'immobilier résidentiel. Une plus grande stabilité des marchés financiers et du taux de change (effectif) du renminbi ont contribué à atténuer une partie de l'incertitude qui était particulièrement élevée au début de l'année. À court terme, une politique monétaire accommodante et les mesures de relance budgétaire devraient apporter un soutien à l'économie. À moyen terme, toutefois, l'accent mis sur la réduction des surcapacités dans certaines industries lourdes et la gestion des créances douteuses associées pourraient ralentir le rythme d'expansion.

**Les pays exportateurs de matières premières continuent de s'ajuster à la baisse continue des prix des matières premières.** En Russie, pays toujours en profonde récession, les coûts de financement restent élevés en dépit de l'assouplissement des conditions de financement courant 2015. L'incertitude est élevée, la confiance des chefs d'entreprise est faible et la baisse des recettes pétrolières continue de peser sur les dépenses publiques. Par la suite, une faible croissance positive ne devrait réapparaître qu'au second semestre 2016, tandis qu'en 2017, la croissance économique devrait être proche de son niveau potentiel. Au Brésil, l'incertitude politique, la détérioration des termes de l'échange et le durcissement de la politique monétaire et des conditions de financement pèsent lourdement sur l'activité économique. À plus long terme, la croissance devrait se redresser légèrement par rapport à la profonde récession, à la faveur de la stabilisation des prix des matières premières et de la modération des freins à l'investissement dans les secteurs des matières premières.

**Globalement, les perspectives de croissance mondiale restent celles d'une reprise progressive et inégalement répartie.** Selon les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer pour passer de 3,1 % en 2016 à 3,7 % en 2017 et 3,8 % en 2018. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accentuer, passant de 2,0 % en 2016 à 3,5 % en 2017 et 4,0 % en 2018. La modeste reprise de l'activité et des échanges commerciaux prévue par le scénario de référence reflète la résistance de la croissance dans les économies avancées et une atténuation progressive des profondes récessions dans les grandes économies de marché émergentes, à savoir la Russie et le Brésil, sur l'horizon de projection, compensant le ralentissement graduel de l'économie chinoise. Par rapport aux projections de mars, les perspectives relatives à la croissance mondiale ont été légèrement révisées à la baisse. Les révisions de la demande extérieure adressée à la zone euro correspondent globalement aux révisions apportées à la croissance mondiale.

**Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse, en particulier pour les économies de marché émergentes.** Un des principaux risques à la baisse est un ralentissement plus prononcé dans les économies de marché émergentes, y compris en Chine. Le durcissement des conditions de financement et le renforcement de l'incertitude politique pourraient accentuer les déséquilibres macroéconomiques existants, entamant la confiance et affaiblissant la croissance plus que prévu. L'incertitude politique entourant la transition économique en Chine pourrait entraîner un accroissement de la volatilité financière mondiale. Des risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives d'évolution, notamment le référendum britannique imminent. Enfin, la persistance de bas niveaux des prix du pétrole peut aggraver les déséquilibres budgétaires ou financiers dans certains pays exportateurs de pétrole.

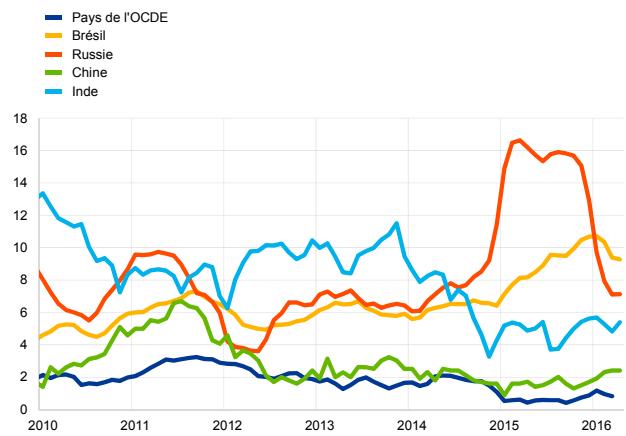
## Évolution des prix au plan mondial

**Les effets des baisses passées des prix du pétrole continuent de peser sur l'inflation mondiale totale.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est revenue à 0,8 % en mars, après 1,0 % en février, avec l'accroissement de l'effet de freinage lié à la baisse des prix de l'énergie (cf. graphique 3). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans les pays de l'OCDE est restée inchangée à 1,9 % depuis décembre. Dans les grandes économies de marché émergentes, l'inflation demeure élevée au Brésil mais a baissé en Russie, les effets de la dépréciation antérieure du rouble s'étant dissipés. En Chine, l'inflation s'est légèrement accentuée en raison d'une hausse temporaire des prix des produits alimentaires.

### Graphique 3

#### Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : La dernière observation porte sur avril 2016 pour les différents pays et mars 2016 pour les pays de l'OCDE.

**L'inflation mondiale devrait demeurer modérée à court terme, avant de renforcer lentement à partir du second semestre 2016.** Malgré le rebond récent, la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières au début de l'année devrait encore modérer l'inflation à court terme. À plus long terme, l'orientation à la hausse de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole laisse augurer des hausses de prix sur l'horizon de projection. Cependant, l'importante sous-utilisation des capacités de production à l'échelle mondiale devrait continuer de peser à moyen terme sur l'inflation sous-jacente.

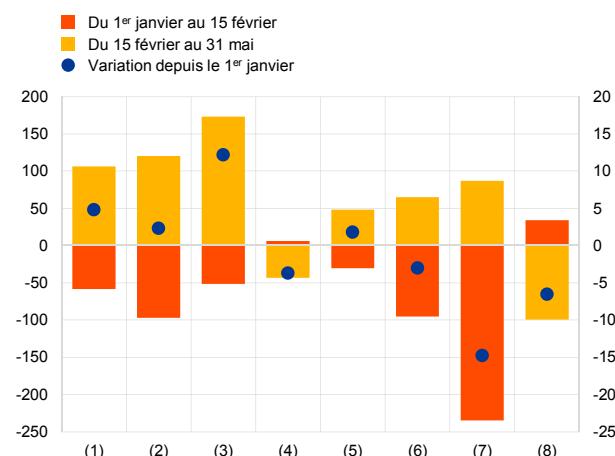
## 2

## Évolutions financières

*Entre début mars et début juin, les marchés financiers de la zone euro sont revenus à une situation plus stable par rapport à début 2016, évolution également constatée à l'échelle mondiale. Des conditions économiques meilleures que prévu au plan mondial, la poursuite du redressement des prix du pétrole et une relance monétaire supplémentaire dans la zone euro ont soutenu la valorisation de marché des actifs risqués. Les prix des actions de la zone euro ont modérément augmenté au cours de la période sous revue, c'est-à-dire entre le 9 mars et le 1<sup>er</sup> juin 2016, tandis que l'annonce des achats d'actifs du secteur des entreprises par l'Eurosystème a nettement accentué la réduction des écarts de rendement pour les obligations émises par des sociétés non financières (SNF). Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué, reflétant étroitement les mouvements des rendements à long terme mondiaux. Sur le marché des changes, l'euro s'est légèrement renforcé.*

**Graphique 4**  
Évolutions sur les marchés financiers

(échelle de gauche : variation en points de base pour 4, 6, 7 et 8 ; échelle de droite : variation en pourcentage pour 1, 2, 3 et 5)



Sources : Standard&Poor's, Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch Notes : (1) S&P 500 ; (2) FTSE All-World index, hors États-Unis ; (3) prix du Brent en dollars ; (4) rendement des obligations souveraines américaines à dix ans ; (5) moyenne pondérée du PIB en PPA de la variation en pourcentage des taux de change des économies de marché émergentes (EME) vis-à-vis du dollar ; (6) écart de rendement des obligations souveraines JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI), en points de base ; (7) rendement des obligations d'entreprises à haut rendement américaines ; (8) CBOE Volatility Index (VIX).

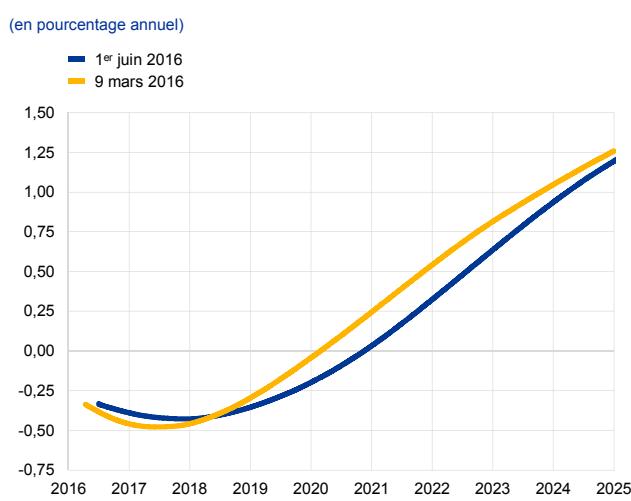
rendement des obligations souveraines se sont resserrés, la plupart des pays enregistrant une amélioration des conditions de financement externe (cf. graphique 4).

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a fléchi au cours de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,40 % le 10 mars.** L'Eonia a reculé de 9,7 points de base durant la période sous revue (du 9 mars au 1<sup>er</sup> juin), reflétant la répercussion totale de la baisse du taux de la facilité de dépôt. Depuis le début de la deuxième période de constitution de réserves

**Contrairement aux évolutions observées au début de l'année, les marchés financiers de la zone euro – et du monde entier – ont connu une période de relative tranquillité entre début mars et début juin 2016, après une amélioration de l'économie mondiale et de nouvelles hausses des prix du pétrole.** Ces améliorations ont poursuivi une tendance initiée mi-février, dans le contexte de la publication de données économiques positives aux États-Unis, d'un redressement des prix du pétrole et de l'anticipation d'une nouvelle relance monétaire dans la zone euro. L'amélioration du sentiment sur les marchés financiers mondiaux et l'atténuation de la volatilité sur les marchés financiers se sont poursuivies en parallèle après l'annonce de nouvelles mesures d'assouplissement par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de mars. Dans l'ensemble, ces évolutions ont aidé les marchés boursiers dans la plupart des économies avancées à annuler les pertes subies depuis le début de l'année, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont réduits. Sur les marchés émergents, les écarts de

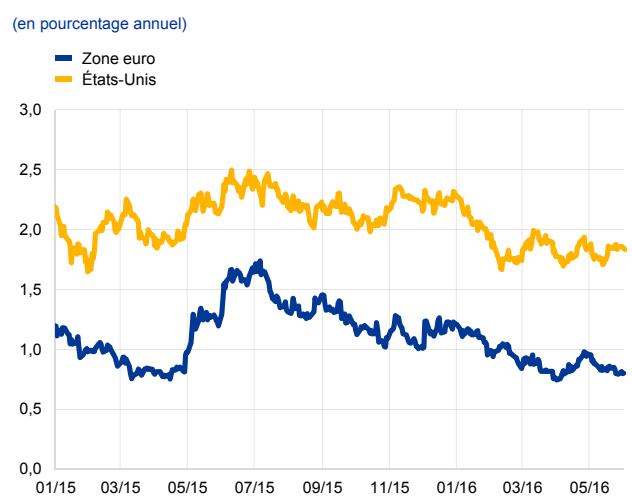
de 2016, quand cette baisse de taux a pris effet, l'Eonia est resté dans une fourchette comprise entre – 32 et – 36 points de base, sauf à la fin du premier trimestre, où il s'est temporairement établi à – 30 points de base. L'excédent de liquidité a augmenté de 144 milliards d'euros, à 845 milliards environ, dans le contexte de la poursuite des achats de l'Eurosystème au titre du programme étendu d'achats d'actifs (cf. également l'encadré 2).

**Graphique 5**  
Taux anticipés de l'Eonia



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique 6**  
Rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis



Source : Thomson Reuters.  
Notes : La courbe libellée « Zone euro » se rapporte à la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans. La courbe « États-Unis » se rapporte au rendement des bons du Trésor à dix ans. La dernière observation se rapporte au 1<sup>er</sup> juin 2016.

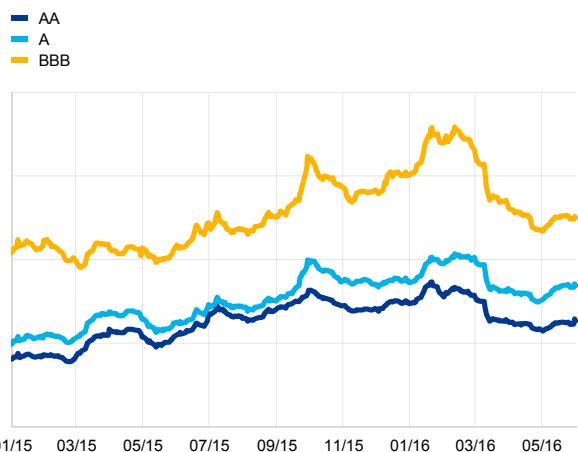
**Dans un environnement globalement peu volatil, la courbe des taux anticipés de l'Eonia a connu une évolution limitée, avec quelques baisses en milieu de courbe.** Sur les échéances les plus courtes, la courbe s'est très légèrement déplacée vers le haut au cours de la période sous revue, reflétant largement la révision à la hausse par les marchés financiers des taux anticipés à court terme dans la zone euro le jour de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Le segment du milieu de la courbe s'est légèrement déplacé vers le bas, suggérant que les intervenants de marché s'attendaient à ce que les taux directeurs de la BCE restent plus bas plus longtemps. En revanche, les taux anticipés de l'Eonia à long terme sont demeurés quasiment inchangés entre début mars et début juin (cf. graphique 5).

**Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué au cours de la période sous revue, reflétant étroitement les mouvements des rendements à long terme mondiaux.** En mars, les rendements souverains étaient orientés à la baisse, la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines de la zone euro à dix ans atteignant un point bas historique de 0,75 % le 1<sup>er</sup> avril 2016. Les rendements à long terme dans la zone euro ont par la suite augmenté, mais des fléchissements répétés ont été constatés depuis fin avril. Ces baisses des taux au comptant à long terme

sont cohérentes avec la baisse des taux anticipés de l'Eonia à moyen terme, et le rendement à dix ans pondéré du PIB s'est situé, à la fin de la période sous revue, 11 points de base en deçà de son niveau du 9 mars (cf. graphique 6). Dans l'ensemble, le recul des rendements a été très légèrement plus prononcé dans les pays de la zone euro les mieux notés, mais des réductions importantes des rendements des obligations souveraines grecques ont été observées dans le contexte de la prolongation des prêts à la Grèce par l'Eurogroupe. Tandis que les rendements à long terme de la zone euro ont globalement évolué de concert avec les rendements mondiaux, les écarts de rendements obligataires à long terme entre les États-Unis et la zone euro se sont accrus, reflétant principalement la perception par le marché d'une divergence accrue des politiques monétaires entre les deux économies.

**Graphique 7**  
**Écarts de rendement des obligations bien notées émises par des sociétés non financières de la zone euro, par notation**

(en points de base)



Source : Thomson Reuters.

Note : La dernière observation se rapporte au 1<sup>er</sup> juin 2016.

**Après l'annonce par le Conseil des gouverneurs d'un programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), les écarts de rendement des obligations émises par des sociétés non financières ont fortement reculé.** L'annonce du CSPP en mars a accentué la réduction de l'écart de rendement des obligations émises par les SNF observée depuis mi-février dans le contexte de l'amélioration du sentiment des marchés mondiaux. Les écarts de rendements ont ensuite continué de diminuer graduellement, y compris après la communication des modalités de mise en œuvre du CSPP lors de la réunion du Conseil des gouverneurs mi-avril, avant de s'accentuer légèrement courant mai. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont été nettement moins élevés début juin que début mars (cf. graphique 7). Si les écarts de rendement des obligations bancaires ont suivi le même profil d'évolution, ils ont cependant affiché une baisse relativement plus modérée.

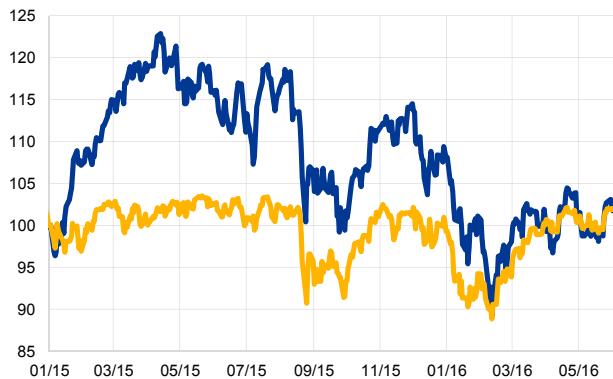
**Les actions de la zone euro ont enregistré des plus-values modestes dans un contexte de faible volatilité du marché.** L'indice large EuroStoxx a augmenté d'environ 2 % entre le 9 mars et le 1<sup>er</sup> juin 2016. En comparaison, aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a progressé d'environ 6 % (cf. graphique 8). Les cours des actions bancaires de la zone euro ont reculé de 2 % environ. En outre, leurs fluctuations ont été plus prononcées que le marché global, à la hausse comme à la baisse, les inquiétudes quant à la rentabilité, ainsi que des événements propres à certaines banques et à certains pays, ayant continué de peser sur le secteur.

## Graphique 8

Indices des prix des actions aux États-Unis et dans la zone euro

(1 janvier 2015 = 100)

— EURO STOXX  
— S&P 500



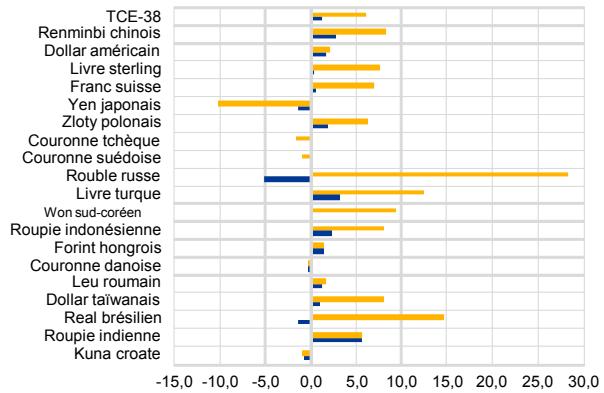
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte au 1<sup>er</sup> juin 2016.

## Graphique 9

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

(en pourcentage)

— Depuis le 9 mars 2016  
— Depuis le 1<sup>er</sup> juin 2015



Source : BCE.

Notes : Les variations en pourcentage sont calculées par rapport au 1<sup>er</sup> juin 2016. TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des trente-huit principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement renforcé en termes effectifs.** L'euro s'est apprécié entre début mars et fin avril, reflétant largement l'évolution des anticipations de marché concernant l'orientation de politique monétaire dans les principales économies. Il a également bénéficié de l'amélioration du sentiment des marché après des données relatives à l'activité économique meilleures que prévu dans la zone euro. Depuis début mai, l'euro s'est déprécié en termes effectifs, également par rapport au dollar, dans un contexte d'accroissement de l'écart des rendements obligataires à long terme entre les États-Unis et la zone euro. Au total, l'euro s'est apprécié de 1,2 % en termes pondérés des échanges commerciaux entre le 9 mars et le 1<sup>er</sup> juin (cf. graphique 9). En termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar, du renminbi chinois, du franc suisse et des monnaies de nombreuses économies de marché émergentes, ainsi que par rapport aux devises de la majorité des pays d'Europe centrale et orientale. Il s'est déprécié par rapport au rouble russe, au yen japonais et aux devises de certains pays exportateurs de matières premières.

### 3

## Activité économique

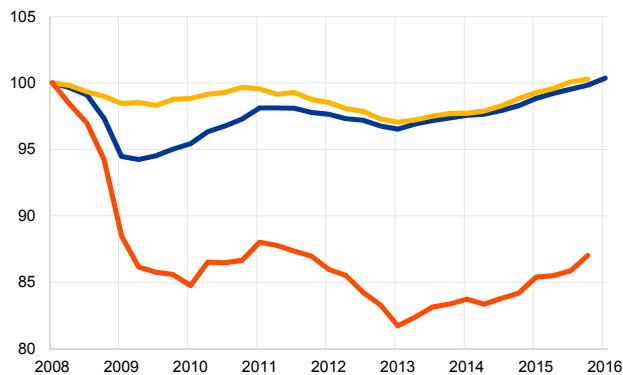
*Le PIB en volume de la zone euro a fortement augmenté au premier trimestre 2016 et la croissance a continué d'être soutenue par la demande intérieure, tout en étant freinée par la faiblesse des exportations. Les données les plus récentes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au deuxième trimestre, mais sans doute à un rythme moins élevé qu'au premier trimestre. Dans les mois à venir, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré, mais régulier. La demande intérieure est encore soutenue par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser l'investissement. En outre, la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, et les cours toujours relativement bas du pétrole apportent un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la consommation privée. En outre, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les projections macroéconomiques de juin 2016 établissent par les services de l'Eurosystème tablettent sur une progression du PIB annuel en volume de la zone euro de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et 2018.*

**Graphique 10**

PIB en volume, consommation privée et investissement dans la zone euro

(Indice : T1 2008 = 100)

- PIB en volume
- Consommation privée
- Investissement



Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016 pour le PIB en volume et au quatrième trimestre 2015 pour ses composantes.

**La croissance économique dans la zone euro s'est renforcée au premier trimestre 2016 et le niveau du PIB en volume dépasse désormais son pic de 2008 (cf. graphique 10).**

La croissance du PIB en volume, qui a été plus forte qu'au trimestre précédent dans de nombreux pays de la zone euro, semble avoir été soutenue par les contributions toujours positives de la consommation privée et également de l'investissement, ce dernier étant toutefois demeuré bien inférieur à son pic d'avant la crise. Les exportations nettes ont probablement continué de peser sur la croissance au premier trimestre 2016, en raison de l'atonie de la croissance du commerce mondial.

**La dynamique de la consommation privée s'est maintenue au premier trimestre 2016 et cette composante demeure le principal déterminant de la reprise en cours.** Malgré un recul en mars, les ventes au détail et les immatriculations de voitures ont progressé de 1 % en glissement trimestriel au premier

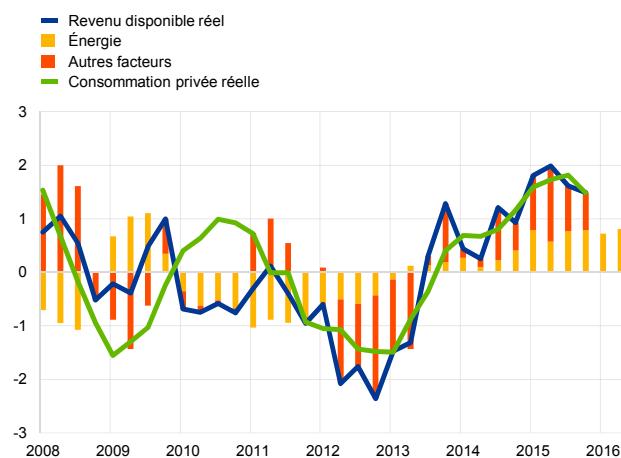
trimestre, après un ralentissement temporaire au quatrième trimestre 2015, qui a reflété une baisse des ventes saisonnières de vêtements et une moindre consommation d'énergie due à la clémence de l'hiver, ainsi que l'effet négatif des attentats de novembre à Paris. Dans une perspective plus longue, les dépenses de consommation ont bénéficié de la progression du revenu disponible réel des

ménages, qui reflète elle-même essentiellement la hausse de l'emploi mais aussi la baisse des prix du pétrole (cf. graphique 11) et un taux d'épargne relativement stable. De plus, tandis que les intérêts reçus par les ménages de la zone euro se sont inscrits en baisse depuis 2008, les revenus d'intérêts nets des ménages sont restés relativement stables. Avec la redistribution des épargnantes nets vers les emprunteurs nets, les revenus d'intérêts devraient globalement continuer à soutenir la consommation privée (cf. l'encadré 3 intitulé *Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages*). En outre, les bilans des ménages ont progressivement subi moins de contraintes et la confiance des consommateurs s'est renforcée sur fond de baisse continue du taux de chômage.

### Graphique 11

#### Revenu disponible réel et consommation privée.

(variations en pourcentage en glissement annuel ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015 pour le revenu disponible réel et la consommation privée. La contribution de l'énergie pour le deuxième trimestre est établie à partir des données mensuelles (estimées) jusqu'en mai 2016.

**Une nouvelle amélioration du marché du travail de la zone euro a soutenu la consommation privée via les revenus du travail agrégés.** L'emploi a encore progressé, de 0,3 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2015. En conséquence, l'emploi s'est établi 1,2 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle depuis le deuxième trimestre 2008. Dans le même temps, le taux de chômage, en baisse constante depuis mi-2013, est ressorti à 10,2 % en avril, soit le taux le plus bas depuis août 2011. Des informations plus récentes, telles que les enquêtes, vont dans le sens d'une amélioration modeste mais continue du marché du travail dans la zone euro. Malgré ces évolutions positives, des mesures élargies du chômage, qui prennent également en compte les catégories de la population en âge de travailler en temps partiel subi ou qui se sont retirées du marché du travail, restent cependant élevées. Environ 4 % de la population active est actuellement en temps partiel subi en raison de l'insuffisance de postes

à temps plein et une proportion similaire est découragée et ne cherche pas de travail de façon active. Par conséquent, il est possible que le marché du travail de la zone euro se caractérise par un niveau de capacités inutilisées plus important que ne tend à l'indiquer le taux de chômage.

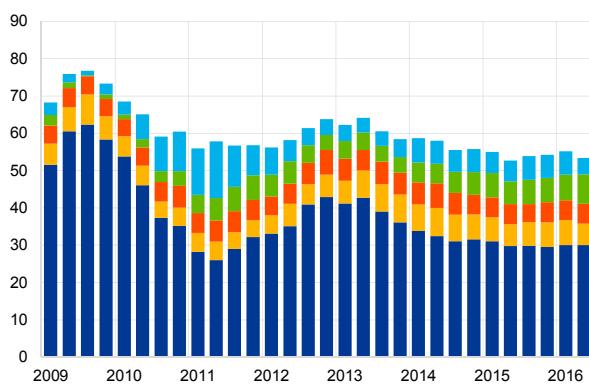
**Après un accroissement de l'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier et, globalement, une forte accélération de la production de biens d'équipement, la croissance de l'investissement a probablement continué de progresser au rythme soutenu observé à la fin de l'année.** Les conditions de la demande se sont également améliorées, soutenant par conséquent l'investissement des entreprises. Depuis 2013, par exemple, la demande est devenue moins fréquemment mentionnée dans l'enquête de la Commission européenne comme facteur limitant la production (cf. graphique 12). L'investissement résidentiel, d'autre part, a probablement été soutenu par des conditions météorologiques favorables au premier trimestre, mais également, de façon plus générale, par le renforcement du marché de l'immobilier résidentiel, comme le montre l'augmentation des demandes de permis de construire et de prêts

hypothécaires. À plus long terme, la demande dans l'immobilier résidentiel devrait être à nouveau dopée par des taux hypothécaires peu élevés et la progression du revenu disponible des ménages, ainsi que par une certaine quête de rendement dans un environnement où le rendement des actifs alternatifs est bas. L'amélioration des conditions de financement, des profits en hausse et les importantes réserves de liquidité des entreprises de la zone euro, conjugués au renforcement progressif de la demande intérieure et extérieure, devraient également soutenir l'investissement des entreprises à l'avenir. Néanmoins, le redressement de l'investissement total pourrait être freiné par un nouveau besoin de désendettement des entreprises dans certains pays, par la réduction des anticipations de croissance à long terme des investisseurs et par des perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes.

**Graphique 12**  
Facteurs limitant la production

(en pourcentage)

- Demande insuffisante
- Autres facteurs
- Contraintes financières
- Manque de main-d'œuvre
- Manque d'espace et/ou d'équipement

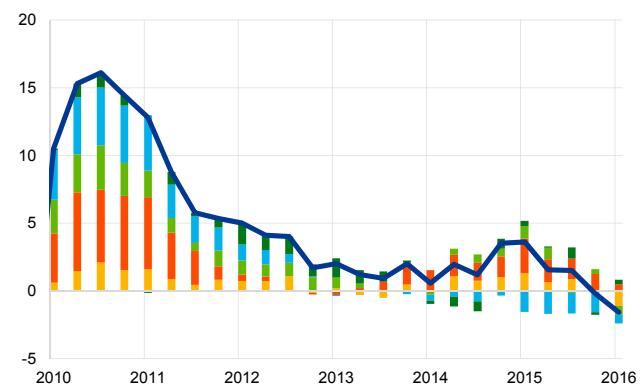


Source : Commission européenne.  
Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.

**Graphique 13**  
Exportations de biens hors zone euro

(variations en pourcentage et contributions en points de pourcentage en glissement annuel)

- Total
- États-Unis
- Europe hors zone euro
- Asie hors Chine
- Brésil, Russie, Chine et Turquie
- Autres



Source : Eurostat.  
Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016, sur la base des données mensuelles jusqu'en février 2016 pour les pays de l'UE et mars 2016 pour les autres pays.

**Le ralentissement de la croissance des exportations de biens semble s'être poursuivi au premier trimestre 2016, après une évolution atone du commerce mondial (cf. graphique 13).** D'importants pays destinataires tels que les États-Unis, mais également la Suisse et le Japon, ont apporté une contribution négative à la croissance des exportations, et les exportations vers le Royaume-Uni ont progressé moins rapidement qu'au quatrième trimestre 2015. Parmi les grandes économies de marché émergentes, la faible demande au Brésil et en Russie a continué de peser sur la croissance des exportations, tandis que la contribution de la Chine a été neutre, après avoir été négative en 2015.

**La croissance des exportations ne devrait s'accélérer que modestement à court terme, dans un contexte d'atonie persistante de la dynamique du commerce mondial.** Les commandes à l'exportation, ainsi que la confiance des

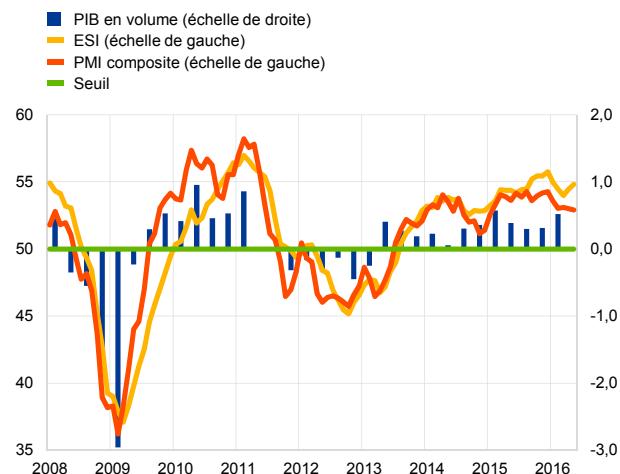
exportateurs, dénotent une évolution toujours atone du commerce extérieur à court terme, les récents mouvements du taux de change effectif de l'euro n'apportant par ailleurs aucun soutien. Toutefois, les parts de marché à l'exportation devraient rester élevées en raison des effets décalés des gains de compétitivité antérieurs. À plus long terme, la croissance des exportations de la zone euro devrait se redresser progressivement, en ligne avec la demande extérieure adressée à la zone.

**Dans l'ensemble, les indicateurs à court terme disponibles font état d'une croissance modérée au deuxième trimestre 2016.** L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) a augmenté en avril et en mai, tandis que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI) a fléchi (cf. graphique 14), les deux indicateurs demeurant supérieurs à leur niveau moyen à long terme. La production industrielle (hors construction) a toutefois décliné en février et en mars, indiquant des risques à la baisse pesant sur la croissance de la production trimestrielle au deuxième trimestre, en raison d'effets de report négatifs associés.

**Graphique 14**

#### PIB en volume de la zone euro, PMI composite et ESI

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



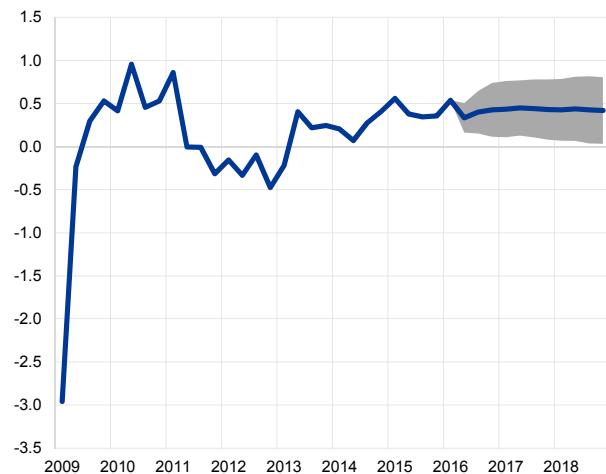
Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2016 pour le PIB et à mai 2016 pour l'ESI et le PMI. L'ESI et le PMI sont normalisés.

**Graphique 15**

#### PIB en volume de la zone euro (dont projections)

(variations en pourcentage en glissement trimestriel)



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, publié sur le site Internet de la BCE le 2 juin 2016.

**À plus long terme, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle.** L'investissement devrait également être favorisé par de nouvelles améliorations de la rentabilité des entreprises, tandis que les dépenses des consommateurs devraient bénéficier des créations d'emplois en cours et du prix du pétrole toujours relativement bas. Toutefois, la reprise économique continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes.

**Les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une progression du PIB annuel en**

**volume de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et 2018 (cf. graphique 15).** Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2016 et demeurent globalement inchangées pour 2017 et 2018. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, mais la balance des risques s'est améliorée en raison des mesures de politique monétaire qui ont été prises et de la relance, qui n'a pas encore fait sentir ses effets. Les risques à la baisse restent liés aux évolutions de l'économie mondiale, au prochain référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'UE et à d'autres risques géopolitiques.

## 4

## Prix et coûts

*Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à - 0,1 % en mai. Ce faible taux d'inflation reflète les baisses antérieures des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient demeurer très faibles ou négatifs au cours des prochains mois avant de se redresser au second semestre 2016, en raison pour une large part d'effets de base concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. La remontée des taux d'inflation devrait se confirmer en 2017 et 2018, confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue. Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE, les perspectives en matière de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.*

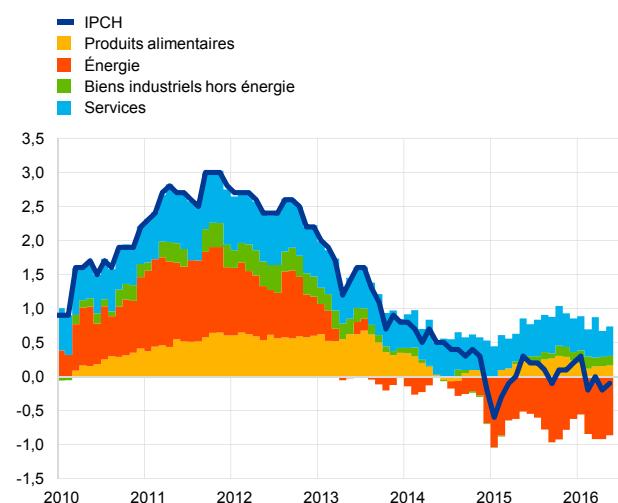
### **L'inflation totale s'est légèrement accentuée en mai, mais demeure négative.**

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH s'est établie à - 0,1 % en mai, contre - 0,2 % en avril, reflétant principalement une accentuation de la hausse des prix de l'énergie et une légère accélération de la hausse des prix des services (cf. graphique 16). Sous l'effet de la hausse des prix des services, passée de 0,9 % en avril à 1,0 % en mai, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a progressé, ressortant à 0,8 % en mai après 0,7 % en avril.

### **Graphique 16**

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

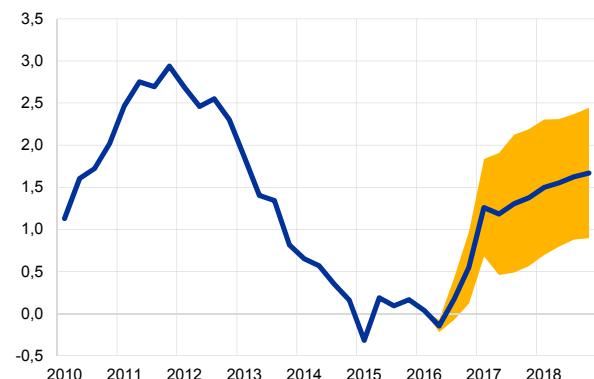
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2016 (estimations rapides).

### **Graphique 17**

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

(variations annuelles en pourcentage)

■ IPCH  
■ Fourchette de projection



Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié le 2 juin 2016 sur le site internet de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016 (données effectives) et au quatrième trimestre 2018 (projections).

### **Les prix de l'énergie continuent de peser fortement sur l'inflation totale.**

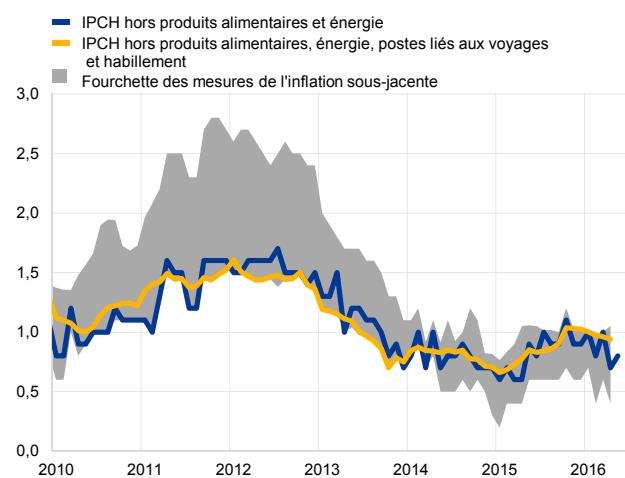
Pendant presque un an et demi, la contribution négative des prix de l'énergie a

oscillé entre 0,5 point de pourcentage et 1 point de pourcentage (cf. graphique 16). Les prix du pétrole ont augmenté en dollars, après un point bas atteint en janvier 2016, mais demeurent très inférieurs aux niveaux observés il y un an. Par conséquent, la récente hausse des prix n'a que faiblement contribué à limiter la contribution négative des prix de l'énergie à l'inflation totale, la variation des prix de l'énergie mesurée par l'IPCH s'établissant toujours au niveau très bas de - 8,1 % en mai 2016. L'impact du récent mouvement à la hausse des prix du pétrole sera plus visible quand les fortes baisses antérieures seront sorties du calcul du taux d'inflation annuel. L'incidence haussière des effets de base qui en résultent explique l'essentiel de la remontée attendue de l'inflation totale au cours de la période à venir jusqu'à début 2017 (cf. graphique 17).

### Graphique 18

#### Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

forfait. Sur la base d'une mesure de l'IPCH qui exclut, outre les produits alimentaires et l'énergie, des postes comme les voyages et l'habillement et la chaussure, qui peuvent être fortement influencés par les effets de calendrier, la tendance de l'inflation sous-jacente est nettement plus stable mais ne présente pas de signaux clairs d'une dynamique haussière.

**Le taux de variation des prix à l'importation est devenu négatif et les tensions sur les prix à la production sont restées modérées.** En 2015, la hausse des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et énergie était soutenue, atteignant un point haut historique de 5,6 % en avril. En raison de la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro ainsi que de l'incidence des pressions déflationnistes mondiales résultant de la baisse des prix du pétrole, ce taux s'est ensuite ralenti, pour devenir négatif en mars, à - 0,5 % (cf. graphique 19). L'impact du ralentissement des prix à l'importation est visible dans la composante

### L'inflation sous-jacente ne fait pas apparaître de

#### tendance clairement haussière.

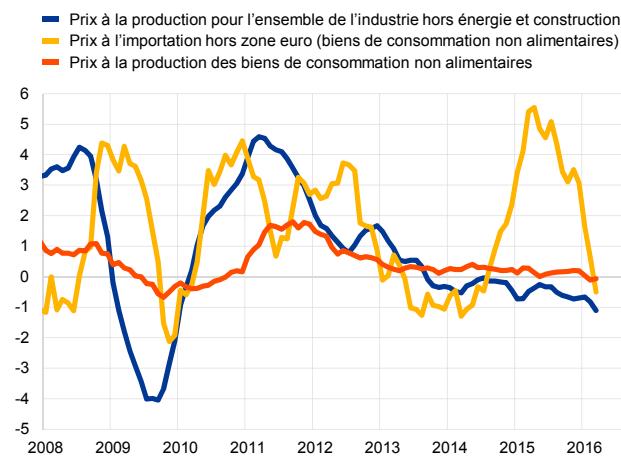
Ces résultats sont confirmés par de nombreuses autres mesures de l'inflation sous-jacente (cf. graphique 18). Après un mouvement à la hausse au premier semestre 2015, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a oscillé entre des taux annuels de 0,8 % et 1,1 % entre juillet 2015 et mars 2016. Elle a affiché récemment une volatilité importante, son rythme annuel de variation passant de 0,8 % en février à 1,0 % en mars pour revenir ensuite à 0,7 % en avril. Cette évolution résulte essentiellement de la hausse des prix des services, passée de 0,9 % en février à 1,4 % en mars 2016, pour revenir ensuite à 0,9 % en avril. La récente volatilité de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'explique ainsi en grande partie par un effet de calendrier. Les fêtes de Pâques ont eu lieu en mars cette année alors qu'elles avaient eu lieu en avril l'année dernière, ce qui a poussé le taux d'inflation annuel des prix dans les services à la hausse en mars 2016 et à la baisse en avril 2016, en particulier pour les postes liés aux voyages comme les voyages à

biens de consommation durables de l'inflation mesurée par l'IPCH, dont la forte dynamique haussière continue de perdre de sa vigueur. Les taux d'inflation des autres composantes des sous-indices de l'IPCH relatifs aux biens de consommation, dont le contenu en importations est relativement élevé, comme les biens semi-durables, ont également diminué récemment. Cet effet direct du taux de change effectif de l'euro via les biens de consommation importés doit être distingué des effets globaux des variations des taux de change qui se diffusent dans la chaîne de production et de prix. Ces dernières mettant plusieurs trimestres à se matérialiser complètement, la dépréciation antérieure du taux de change de l'euro continue également de se répercuter. Toutefois, la variation annuelle des prix à la production intérieurs des biens de consommation non alimentaires est pour l'instant elle aussi restée modérée, à - 0,1 % en mars (sans changement par rapport à février). Les données d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production pour la période allant jusqu'en mai indiquent la persistance de faibles tensions sur les prix à la production.

### Graphique 19

#### Prix à la production et prix à l'importation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2016.

**Les tensions sur les salaires restent modérées.** La progression des salaires négociés s'est légèrement ralenti à 1,4 % au premier trimestre 2016, contre 1,5 % au quatrième trimestre 2015 et sur l'ensemble de 2015. La croissance des salaires est vraisemblablement freinée par une série de facteurs, notamment la persistance de niveaux élevés de capacités inutilisées sur le marché du travail, une croissance relativement faible de la productivité liée au grand nombre d'emplois créés dans le secteur des services, dont la productivité est relativement faible, une inflation basse et les effets persistants des réformes du marché du travail mises en œuvre au cours des années passées dans un certain nombre de pays de la zone euro<sup>1</sup>.

**Les mesures fondées sur les marchés des anticipations d'inflation à long terme ont continué de se stabiliser, mais se maintiennent à des**

**niveaux nettement inférieurs à ceux des mesures tirées d'enquêtes.** Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a progressé récemment pour s'établir légèrement au-dessus de son point bas historique de fin février (cf. graphique 20). Toutefois, sur une période historique plus longue, les mesures de l'inflation fondées sur les marchés continuent de s'inscrire à de bas niveaux. Ce résultat est en partie le signe que les intervenants de marché considèrent une remontée prochaine de l'inflation comme peu probable. Cela étant, il reflète également des primes de risque d'inflation très vraisemblablement faiblement négatives à l'heure actuelle, ce qui laisse penser que les indicateurs de l'inflation fondés sur les marchés ont tendance à légèrement sous-estimer l'inflation future. Malgré le faible niveau de l'inflation effective et des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation fondés sur les

<sup>1</sup> Cf. également l'encadré intitulé *Les tendances récentes des salaires dans la zone euro* du *Bulletin économique*, numéro 3, 2016.

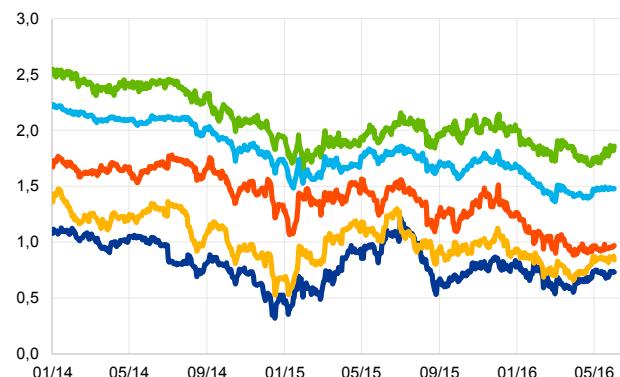
Marchés, le risque de déflation intégré par le marché reste très limité. Contrairement aux mesures fondées sur les marchés, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, telles que celles figurant dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et dans les enquêtes du Consensus économique, ont été bien plus stables et ont mieux résisté à l'ajustement à la baisse des anticipations à plus court terme. Selon les résultats de la dernière EPP, l'estimation ponctuelle moyenne de l'inflation à un horizon de cinq ans s'établit à 1,8 %, sans changement par rapport à la précédente enquête, et le risque à la baisse pesant sur cette anticipation moyenne semble avoir légèrement diminué.

## Graphique 20

### Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés

(variations annuelles en pourcentage)

- Inflation anticipée à 1 an dans 1 an
- Inflation anticipée à 1 an dans 2 ans
- Inflation anticipée à 1 an dans 4 ans
- Inflation anticipée à 1 an dans 9 ans
- Inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 1<sup>er</sup> juin 2016.

### Selon les projections, la hausse de l'IPCH pour la

**zone euro devrait être faible en 2016 avant de s'accentuer en 2017 et en 2018.** Sur la base des informations disponibles mi-mai, les projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse de l'IPCH de 0,2 % en 2016, s'accentuant à 1,3 % en 2017 et à 1,6 % en 2018 (cf. graphique 17)<sup>2</sup>. Sur l'horizon de projection, la variation des prix de l'énergie devrait jouer un rôle majeur dans la détermination du profil d'évolution de l'IPCH. La contribution de la hausse des prix de l'énergie devrait devenir positive en 2017 sous l'effet, notamment, d'importants effets de base haussiers. L'inflation sous-jacente, mesurée par exemple à l'aide des variations de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, devrait remonter progressivement au cours des années à venir, les conditions s'améliorant sur le marché du travail et la réduction des capacités inutilisées dans l'économie se traduisant par une hausse des salaires et des marges bénéficiaires. L'accélération de l'inflation

sera favorisée par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE et la poursuite de la répercussion des baisses antérieures du taux de change effectif de l'euro. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE, les perspectives en matière de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.

<sup>2</sup> Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié le 2 juin 2016 sur le site internet de la BCE.

## 5

## Monnaie et crédit

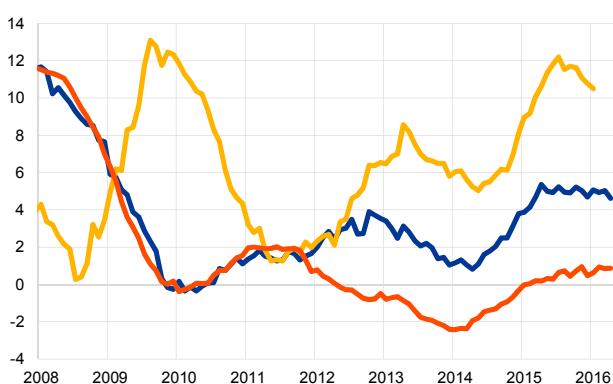
*La croissance monétaire s'est légèrement ralentie en avril, mais elle est restée soutenue. En revanche, la croissance des prêts a continué de se redresser progressivement. Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Le bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) de la BCE et du programme étendu d'achats d'actifs (APP) continuent de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs, et le redressement de la croissance des prêts continue de s'appuyer sur de meilleures conditions de distribution des crédits. Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des sociétés non financières (SNF) a légèrement augmenté au premier trimestre 2016.*

**La croissance de la monnaie au sens large s'est légèrement ralentie, mais elle est restée soutenue.** Le taux de croissance annuel de M3 a fléchi en avril 2016, revenant à 4,6 %, après avoir oscillé autour de 5,0 % depuis mai 2015 (cf. graphique 21). La croissance de la monnaie au sens large a de nouveau été soutenue par les composantes les plus liquides. M1 a récemment montré des signes de ralentissement, son taux de croissance annuel ayant également fléchi en avril 2016 tout en demeurant à un niveau élevé. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de l'agrégat monétaire étroit continuent de confirmer que la zone euro reste sur une trajectoire de reprise progressive.

**Graphique 21**  
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

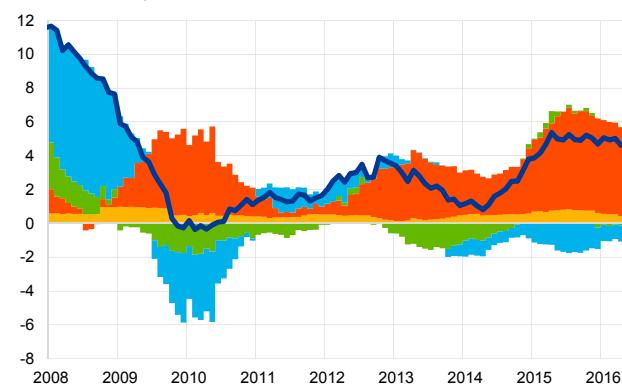


Source : BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte à avril 2016.

**Graphique 22**  
M3 et ses composantes

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

■ M3  
■ Monnaie en circulation  
■ Dépôts à vue  
■ Instruments négociables  
■ Autres dépôts à court terme



Source : BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte à avril 2016.

**Les dépôts à vue, qui représentent une part significative de M1, ont continué de soutenir la croissance de M3 (cf. graphique 22).** Le contexte de très bas

niveau des taux d'intérêt incite à privilégier les composantes les plus liquides de M3. Cette évolution reflète les entrées liées aux cessions d'obligations du secteur public, d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs auxquelles le secteur détenteur de monnaie a procédé dans le cadre de l'APP. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2–M1) se sont de nouveau contractés au premier trimestre 2016 et en avril. De plus, le taux de variation des instruments négociables (M3–M2), qui représentent une faible part dans M3, a continué de diminuer au premier trimestre 2016 et en avril, malgré la poursuite du redressement des parts de fonds d'investissement monétaires.

**Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large.** Parmi ces sources, les créances sur les administrations publiques sont demeurées le principal facteur à l'origine de la création monétaire, tandis que les concours au secteur privé ont connu une reprise progressive. La première tendance reflète les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, en particulier le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Pour une part importante, ces actifs ont été acquis auprès des institutions financières monétaires (IFM – hors Eurosystème). Les engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves), dont le taux de variation annuel est négatif depuis juin 2012, ont diminué à un rythme légèrement moins élevé en avril 2016. Cette évolution reflète le caractère plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures non conventionnelles de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt pour les investisseurs de détenir des instruments bancaires à long terme. L'attrait des TLTRO comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés est un autre facteur d'explication. En revanche, la position extérieure nette du secteur des IFM a continué de peser sur la croissance annuelle de M3, en partie sous l'effet des sorties de capitaux de la zone euro et de la poursuite d'un rééquilibrage des portefeuilles en faveur des instruments hors zone euro, évolution qui peut s'expliquer par des cessions d'emprunts publics de la zone euro auxquelles les non-résidents ont procédé dans le cadre de l'APP.

**La dynamique des prêts s'est progressivement redressée, mais l'activité de prêt bancaire reste faible.** La croissance du crédit s'est légèrement améliorée, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé s'est accentué au premier trimestre 2016 et est demeuré stable en avril (cf. graphique 21). Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF, bien que restant faible (cf. graphique 23), a nettement progressé par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette amélioration est globalement partagée par les principaux pays, même si le taux de croissance des prêts reste négatif dans certains d'entre eux. Par ailleurs, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages (en données corrigées des cessions et de la titrisation) qui s'est légèrement amélioré au premier trimestre 2016, est resté pratiquement inchangé en avril (cf. graphique 24). Ces évolutions ont été favorisées par la forte baisse des taux débiteurs des banques constatée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration de l'offre et de la demande de prêts bancaires. Toutefois, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la

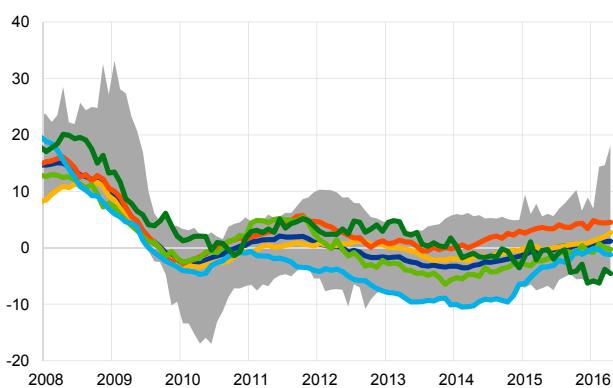
persistance d'importants montants de créances douteuses dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

### Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Pays-Bas
- Dispersion entre pays



Source : BCE.

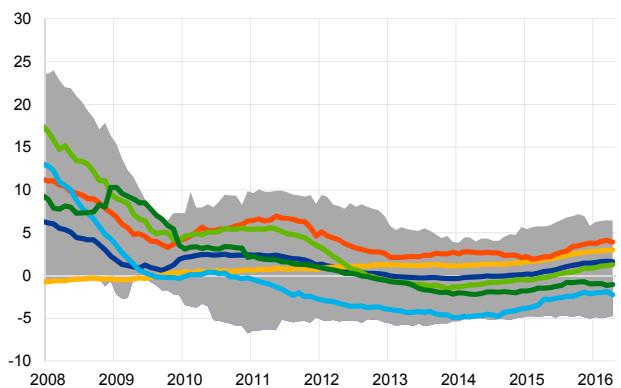
Notes : En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2016.

### Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Pays-Bas
- Dispersion entre pays



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2016.

**L'évolution des critères d'octroi et de la demande de prêts a de nouveau contribué à l'amélioration de la croissance des prêts.** L'enquête d'avril 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a recensé plusieurs facteurs importants à l'origine de la hausse de la demande de prêts, notamment le niveau généralement bas des taux d'intérêt, les besoins de financement au titre de la FBCF et les perspectives favorables du marché de l'immobilier résidentiel (enquête disponible à l'adresse suivante :

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

Dans ce contexte, le programme étendu d'achats d'actifs a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi et en particulier sur les modalités et conditions attachées aux crédits. Les banques ont également déclaré que la liquidité supplémentaire apportée par l'APP et par les TLTRO avait servi principalement à l'octroi de prêts. Dans le même temps, les banques de la zone euro ont déclaré que l'APP avait eu une incidence négative sur leur rentabilité. En dépit des évolutions positives mentionnées, la croissance des prêts est demeurée faible, reflétant de nouveau des facteurs comme la morosité des conditions économiques et l'assainissement des bilans bancaires. En outre, dans certaines parties de la zone euro, le durcissement des conditions d'octroi continue de peser sur l'offre de prêts.

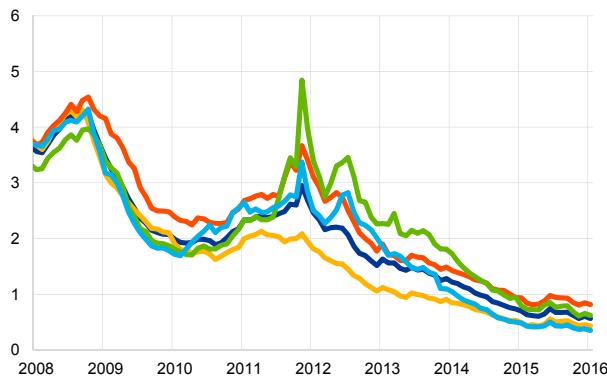
## Graphique 25

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

**Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à un niveau proche de leurs plus bas historiques.** Le coût composite du financement des banques est en baisse depuis plusieurs années (cf. graphique 25), dans un contexte de remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. D'une manière générale, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le renforcement des bilans et l'atténuation de la fragmentation des marchés financiers ont favorisé la baisse des coûts composites du financement des banques. En revanche, s'agissant de l'accès des banques au financement, l'enquête d'avril 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre que, à l'exception de la titrisation, aucune autre amélioration significative n'a été constatée pour les autres principaux instruments de financement au premier trimestre 2016.

### Les taux débiteurs bancaires appliqués au secteur privé ont encore diminué (cf. graphiques 26 et 27).

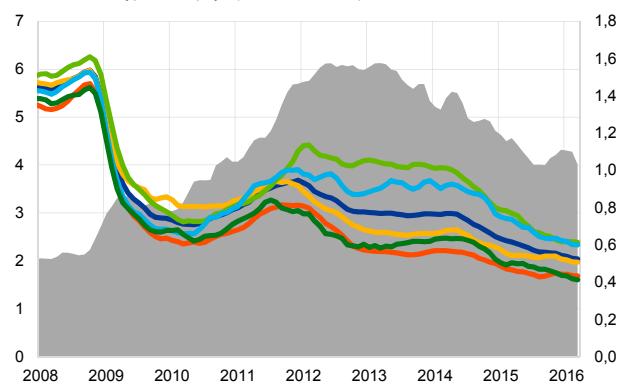
Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis juin 2014. L'atténuation de la fragmentation des marchés financiers de la zone euro et la meilleure répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs des banques ont contribué à cette évolution. En outre, la baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le recul des taux débiteurs composites. Depuis juin 2014, les banques ont progressivement répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Entre mai 2014 et mars 2016, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de plus de 80 points de base, avec des baisses particulièrement prononcées dans les pays vulnérables de la zone euro. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux des prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) s'est inscrit en baisse. D'une manière générale, cette évolution indique que les PME profitent davantage que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs.

## Graphique 26

Taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

Zone euro  
Allemagne  
France  
Italie  
Espagne  
Pays-Bas  
Écart-type entre pays (échelle de droite)



Source : BCE.

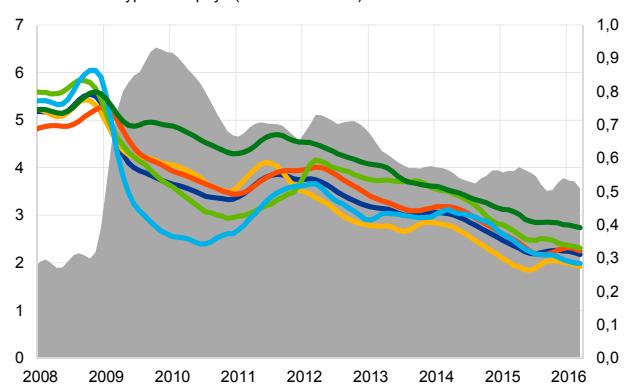
Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme en utilisant une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à mars 2016.

## Graphique 27

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

Zone euro  
Allemagne  
France  
Italie  
Espagne  
Pays-Bas  
Écart-type entre pays (échelle de droite)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme en utilisant une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à mars 2016.

### Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des SNF de la zone euro a légèrement augmenté au premier trimestre 2016. Le

financement externe des SNF continue de s'établir à des niveaux inférieurs à ceux constatés début 2012 (point haut d'après crise financière) et fin 2004 (avant la période de croissance excessive du crédit). Le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire et le coût très faible de l'endettement de marché. Dans le même temps, les soldes de trésorerie des SNF ont encore augmenté au premier trimestre 2016 pour atteindre un nouveau record historique, évolution liée aux inquiétudes qui subsistent concernant la vigueur de la reprise mondiale et aux faibles coûts d'opportunité.

### Les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont fortement accrues en mars 2016, après s'être contractées en janvier et en février.

L'augmentation observée en mars résulte principalement de facteurs spécifiques et a donné lieu à un flux positif sur l'ensemble du trimestre. Les données de marché montrent que l'activité d'émission a faiblement progressé en avril et en mai, soutenue entre autres par le programme de mesures de politique monétaire décidé par la BCE en mars 2016. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont restées faibles au premier trimestre 2016.

**Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro a légèrement diminué depuis mars 2016, atteignant un nouveau point bas historique.** Ce recul s'explique principalement par la baisse du coût du financement par émission d'actions et, dans une moindre mesure, par la baisse du coût du financement par endettement de marché. Ces évolutions ont été favorisées par les nouvelles économiques positives, par l'annonce du programme de mesures de politique monétaire de la BCE en mars, ainsi que par le phénomène mondial de baisse des rendements.

## Évolutions budgétaires

*Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer à se résorber au cours de la période de projection (2016-2018), en raison principalement de l'amélioration de la conjoncture et de la baisse des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait prendre un tour expansionniste en 2016, mais se resserrer quelque peu au cours de la période 2017-2018, tout en masquant de grandes différences entre les États membres. La politique budgétaire attendue de certains États membres est porteuse de risque de non-respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Les États fortement endettés devraient plus particulièrement consentir des efforts d'assainissement supplémentaires pour imprimer une trajectoire baissière ferme à leur ratio d'endettement.*

**Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait s'inscrire à la baisse au cours de la période de projection.** Selon les prévisions macroéconomiques établies en juin 2016 par les services de l'Eurosystème<sup>3</sup>, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait être ramené de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,4 % du PIB en 2018 (cf. le tableau ci-dessous). Par rapport aux prévisions de mars 2016, les perspectives budgétaires s'améliorent quelque peu au cours de la période de projection, en raison principalement de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique et de paiements d'intérêts moins élevés, tandis que la politique budgétaire discrétionnaire devrait rester pratiquement inchangée. Ces prévisions sont moins optimistes que les scénarios présentés par les États de la zone euro dans la mise à jour 2016 de leurs programmes de stabilité et qui incluent des mesures budgétaires non encore mises en place par voie législative ni totalement définies.

**L'orientation budgétaire de la zone euro devrait prendre un tour expansionniste en 2016, mais se resserrer quelque peu au cours de la période 2017-2018<sup>4</sup>.** L'assouplissement de l'orientation budgétaire globale en 2016 peut être considéré comme globalement adapté, compte tenu de la reprise encore hésitante. Cet assouplissement reflète l'incidence de mesures budgétaires discrétionnaires, telles que des baisses d'impôts directs et des réductions de cotisations sociales dans plusieurs États de la zone euro. Le léger resserrement de l'orientation budgétaire au cours de la période 2017-2018 devrait découler d'une réduction des dépenses publiques qui devrait compenser des mesures de nature à accroître le déficit prises sur le plan des recettes. La croissance de la rémunération des salariés et de la consommation intermédiaire devrait notamment être inférieure à celle du PIB tendanciel nominal. En revanche, les transferts sociaux et les investissements publics devraient enregistrer une croissance supérieure au potentiel. L'orientation budgétaire prévue pour la zone euro masque d'importantes différences entre les États membres. Les facteurs qui sous-tendent l'assouplissement de la politique budgétaire prévu dans ces pays varient de pays à pays, allant de l'incidence

<sup>3</sup> Cf. les Projections macroéconomiques de juin 2016 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.fr.pdf>).

<sup>4</sup> L'orientation budgétaire est mesurée par la variation du solde structurel, à savoir le solde ajusté du cycle déduction faite des mesures conjoncturelles, telle une aide d'État au secteur financier. Pour une analyse du concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé *L'orientation budgétaire de la zone euro* du présent *Bulletin économique*.

significative de l'afflux de réfugiés à l'effet d'allègements fiscaux et de mesures budgétaires pesant sur les dépenses.

**Le niveau élevé de la dette publique de la zone euro continuera d'être orienté à la baisse.** Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui a atteint un sommet en 2014, est retombé à 90,7 % du PIB en 2015, et il devrait graduellement revenir à 87,4 % du PIB d'ici fin 2018. La réduction escomptée de la dette publique est soutenue par des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance, compte tenu de l'embellie des perspectives macroéconomiques et de la faiblesse présumée des taux d'intérêt. En outre, de légers excédents primaires et des ajustements déficit/dette négatifs, reflétant entre autres des recettes tirées de la privatisation, concourront également à améliorer les perspectives d'endettement. Par rapport aux projections de mars 2016, le repli du ratio dette/PIB global de la zone euro devrait être d'une ampleur quelque peu accrue, essentiellement en raison d'excédents primaires plus élevés et d'un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance plus favorable. Dans une perspective internationale, alors que le ratio dette/PIB devrait diminuer dans la majorité des pays de la zone euro, le ratio de la dette publique devrait augmenter dans une poignée de pays au cours de la période couverte par les projections. De nouveaux efforts d'assainissement s'imposeront pour imprimer une trajectoire baissière ferme au ratio de la dette publique, en particulier dans les pays lourdement endettés, leur niveau d'endettement élevé les rendant particulièrement vulnérables en cas de regain d'instabilité sur les marchés financiers ou de rebond des taux d'intérêt.

#### Tableau

#### Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Recettes totales	46,6	46,8	46,6	46,1	45,9	45,9
b. Dépenses totales	49,6	49,3	48,6	48,0	47,6	47,2
<i>dont :</i>						
c. Paiements d'intérêts	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0
d. Dépenses primaires (b - c)	46,8	46,7	46,2	45,8	45,5	45,3
Solde budgétaire (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Solde budgétaire primaire (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Solde budgétaire corrigé du cycle	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,8	-1,6
Solde budgétaire structurel	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Endettement brut	91,1	92,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème.

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

#### Les risques de non-conformité avec le PSC sont élevés dans certains pays.

Les gouvernements doivent parvenir à un juste équilibre dans l'orientation de leur politique budgétaire, afin de pouvoir réduire les niveaux élevés d'endettement sans pour autant mettre la reprise en péril, tout en respectant pleinement les exigences du PSC. Il est plutôt bon signe que les pays possédant une marge de manœuvre budgétaire l'utilisent. Quant aux pays ne disposant pas d'une marge de manœuvre,

ils devraient poursuivre la mise en œuvre des mesures nécessaires pour assurer une pleine conformité avec le PSC, s'attaquant ainsi aux risques pesant sur la soutenabilité de leur dette et accroissant leur résistance aux chocs futurs. Le 18 mai, la Commission européenne a publié ses propositions de recommandations spécifiques par pays concernant les politiques économique et budgétaire des États membres de l'UE. Elle a également relevé dans de nombreux pays des risques de non-conformité avec les exigences d'assainissement structurel découlant du PSC et a publié des recommandations relatives à la mise en œuvre du PSC<sup>5</sup>. Afin de garantir sa crédibilité, il est essentiel que le cadre de gouvernance budgétaire soit en permanence appliqué de manière légalement saine, transparente et cohérente dans tous les pays. En outre, pour accroître leur marge de manœuvre budgétaire, les pays devraient œuvrer à une composition des politiques budgétaires plus favorable à la croissance.

---

<sup>5</sup> Pour une évaluation de la récente communication de la Commission européenne, cf. l'encadré intitulé *Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016* du présent *Bulletin économique*.

## Encadré 1

### Conséquences pour l'activité mondiale du bas niveau des prix du pétrole

**Cet encadré examine l'impact sur l'activité mondiale de la baisse des prix du pétrole enregistrée depuis deux ans.** Les prix du pétrole, qui ont fortement diminué depuis mi-2014, ont atteint début 2016 leur plus bas niveau depuis dix ans. Entre le pic observé en juin 2014 et le point bas de janvier 2016, le prix du baril de *Brent* a baissé de 82 dollars (70 %). Il s'est légèrement redressé depuis, d'environ 17 dollars et, sur la base des contrats à terme sur le pétrole, ne devrait augmenter que graduellement à moyen terme.

**Les déterminants de la baisse récente des prix du pétrole ont varié au fil du temps.** Tandis qu'en 2014 l'essentiel de cette baisse pouvait s'expliquer par la forte hausse de l'offre de pétrole, plus récemment, le bas niveau des prix du pétrole a reflété une diminution de la demande mondiale. Du côté de l'offre, des investissements considérables et des innovations technologiques, en particulier dans le domaine de l'extraction du pétrole de schiste, ont entraîné une forte hausse de la production au moment où la croissance se ralentissait, notamment dans les économies de marché émergentes à forte intensité énergétique, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur les prix du pétrole. Dans le même temps, la décision de maintenir inchangés les quotas de production prise par l'OPEP en novembre 2014 a intensifié les pressions à la baisse sur les prix du pétrole, dans un contexte d'accroissement des stocks. Plus récemment, toutefois, la possibilité que le principal déterminant de la baisse des prix du pétrole soit le ralentissement de la croissance mondiale a soulevé des inquiétudes.

**La nature évolutive du choc pétrolier a différentes implications pour l'économie mondiale.** Début 2015, la baisse des prix, qui était largement alimentée par l'offre, aurait dû exercer une incidence positive nette sur l'activité mondiale, par le biais de deux canaux essentiellement : (1) la redistribution des revenus des pays producteurs de pétrole vers les pays consommateurs de pétrole, dont la propension marginale à dépenser aurait dû augmenter et (2) des gains de rentabilité liés à la baisse des coûts des consommations intermédiaires énergétiques, pouvant stimuler l'investissement et donc l'offre globale dans les pays importateurs nets de pétrole. Toutefois, la baisse des prix du pétrole plus largement liée à la demande qui est observée depuis le second semestre 2015 suggère que l'effet sur l'économie mondiale est moins positif. Même s'il est possible que le bas niveau des prix du pétrole continue de soutenir la demande intérieure par l'intermédiaire d'une hausse des revenus réels dans les pays importateurs nets de pétrole, cela ne compenserait pas nécessairement les effets plus larges d'un fléchissement de la demande mondiale.

**Les estimations fondées sur des modèles montrent que l'impact exercé sur l'économie mondiale dépend de la nature sous-jacente du choc.** Les

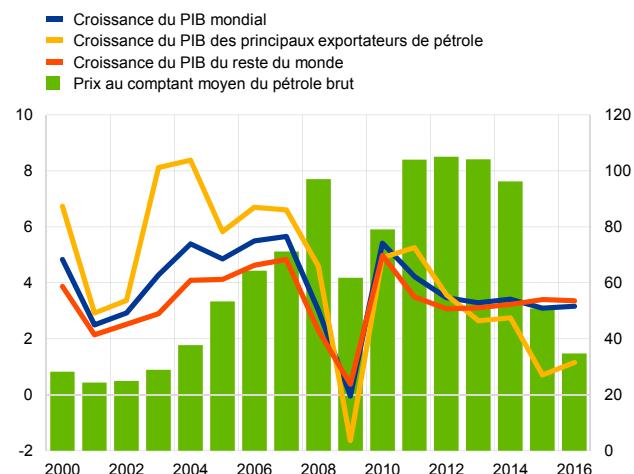
simulations<sup>6</sup> indiquent qu'une baisse de 10 % des prix du pétrole entièrement due à l'offre accroît le PIB mondial de 0,1 % à 0,2 %, tandis qu'une baisse équivalente entièrement due à la demande s'accompagne généralement d'un recul du PIB mondial de plus de 0,2 %. En prenant par exemple pour hypothèse que 60 % de la baisse des prix du pétrole observée depuis mi-2014 est liée à l'offre et le reste à la demande, les modèles suggèrent que l'effet conjugué de ces deux chocs sur l'activité mondiale serait proche de zéro (voire même légèrement négatif).

**L'expérience de l'année passée suggère également que l'évolution des canaux de transmission peut avoir réduit l'impact positif attendu de la baisse des prix du pétrole sur l'activité mondiale.** Par rapport aux précédents épisodes de baisse des prix du pétrole observés dans les années 1980 et 1990, l'effet conjugué de plusieurs facteurs inverses peut avoir altéré les mécanismes de propagation du récent choc de prix du pétrole.

#### Graphique A

##### Ralentissement de la croissance du PIB dans les principaux pays exportateurs de pétrole - comparaison avec le reste du monde

(échelle de gauche : croissance annuelle du PIB en volume en pourcentage ; échelle de droite : prix au comptant du pétrole brut en dollars par baril, moyenne annuelle)



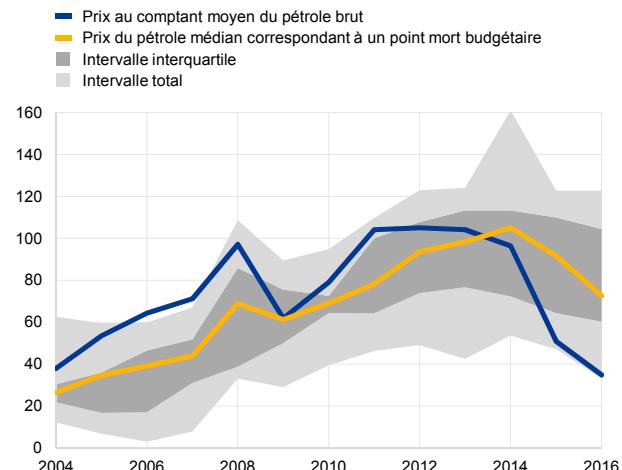
Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

Notes : Le groupe des principaux pays exportateurs de pétrole inclut les 20 plus grands exportateurs nets de pétrole (Algérie, Angola, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Canada, Colombie, Émirats arabes unis, Équateur, Iran, Irak, Kazakhstan, Koweït, Malaisie, Nigéria, Norvège, Oman, Ouzbékistan, Qatar, Russie et Venezuela). Le prix au comptant du pétrole brut est calculé comme la moyenne simple de trois cours au comptant : le Brent daté, le WTI et le Dubaï Fateh. L'année 2016 est une prévision du FMI.

#### Graphique B

##### Prix du pétrole correspondant à un point mort budgétaire pour les principaux pays exportateurs et prix au comptant du pétrole brut

(en dollars par baril)



Sources : Perspectives économiques régionales du FMI et calculs des services de la BCE.

Notes : Le prix du pétrole correspondant à un point mort budgétaire est défini comme le prix du pétrole auquel le solde budgétaire des administrations publiques est à l'équilibre. Le graphique présente la valeur médiane et l'intervalle de prix correspondant à un point mort budgétaire pour dix grands exportateurs nets du Moyen-Orient, d'Asie centrale et d'Afrique. Le prix au comptant du pétrole brut est calculé comme la moyenne simple de trois cours au comptant : le Brent daté, le WTI et le Dubaï Fateh. L'année 2016 est une prévision du FMI.

**D'une part, l'impact négatif sur les pays exportateurs nets de pétrole a été assez sévère et s'est accompagné d'effets de contagion négatifs sur les autres économies de marché émergentes.** Dans plusieurs pays exportateurs nets de

<sup>6</sup> Les modèles utilisés pour les simulations sont le modèle économétrique mondial du *National Institute of Economic and Social Research* (*National Institute Global Econometric Model* - NiGEM), la version SIXMOD du système flexible de modèles mondiaux (*Flexible System of Global Models*) du FMI et un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) avec restrictions de signes pour identifier les chocs de prix du pétrole liés à la demande et ceux liés à l'offre.

pétrole, la baisse des cours a interagi avec d'autres chocs (y compris les retombées des tensions géopolitiques) pour générer un important ajustement macroéconomique. Les principaux exportateurs nets de pétrole sont parvenus à amortir, dans une certaine mesure, l'impact négatif de la récente baisse des prix du pétrole qui s'était initialement exercé sur leur production par le biais de déficits budgétaires élevés et en hausse. La croissance du PIB a néanmoins continué de s'inscrire en forte baisse dans ces pays par rapport au reste du monde (cf. graphique A). Les prix au comptant du pétrole brut ayant atteint des niveaux nettement inférieurs aux prix correspondant au point mort budgétaire, qui sont les prix auxquels le solde budgétaire des administrations publiques est à l'équilibre (cf. graphique B), la situation budgétaire est devenue de plus en plus difficile dans plusieurs des principaux pays producteurs de pétrole, en particulier ceux dont la monnaie est ancrée au dollar ou dont les taux de change sont étroitement administrés (l'Arabie Saoudite, les Émirats arabes unis, l'Iran, l'Irak, le Nigéria et le Venezuela, par exemple). La politique monétaire a également été contrainte dans les pays exportateurs de matières premières dont les taux de change sont plus flexibles (le Canada, le Mexique, la Norvège et la Russie, par exemple). Les devises de ces pays s'étant (fortement) dépréciées, les tensions inflationnistes se sont accentuées, limitant de ce fait la possibilité d'un assouplissement de la politique monétaire en réponse à un ralentissement de la croissance. Enfin, les tensions financières ont exacerbé le fléchissement des prix, en particulier dans les pays ayant des expositions en devises. Bien que la part des principaux pays exportateurs de pétrole dans l'économie mondiale soit relativement réduite (environ 15 % du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat), les effets de contagion négatifs sur les pays entretenant avec eux des liens commerciaux ou financiers étroits et les répercussions sur la confiance mondiale ont pesé sur l'activité économique mondiale.

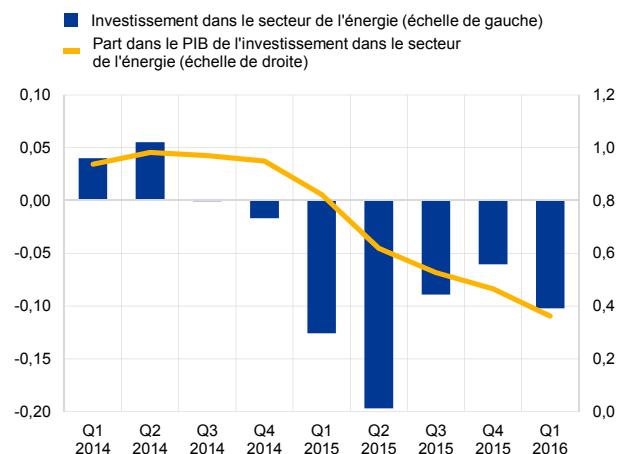
**D'autre part, le redressement de la demande dans plusieurs pays importateurs nets de pétrole à la suite des revenus exceptionnels générés par la baisse des prix du pétrole a été jusqu'à présent assez limité.** Dans une perspective de plus long terme, cette situation pourrait refléter une diminution de l'intensité énergétique par rapport à des épisodes antérieurs de baisse des prix du pétrole dans les années 1980 et 1990. Plus récemment, d'autres facteurs sont susceptibles d'avoir restreint la réactivité de la consommation à la baisse des prix du pétrole dans certains pays, bien que ces effets soient souvent difficiles à isoler de façon empirique. Par exemple, une hausse de l'épargne des ménages dans certains pays pourrait être liée à un besoin continu de désendettement susceptible d'avoir incité les ménages à épargner une part plus importante des gains exceptionnels résultant de la baisse des prix du pétrole qu'ils ne l'auraient fait dans d'autres circonstances. En outre, les anticipations peuvent avoir joué un rôle : les dépenses peuvent n'augmenter que progressivement si les ménages mettent du temps à se convaincre de la persistance du bas niveau des prix du pétrole. Dans le même temps, dans les économies de marché émergentes, l'épargne des administrations publiques résultant de la réduction des subventions liées à l'énergie a été utilisée pour assainir le budget plutôt que pour des mesures de relance supplémentaires. Enfin, d'autres facteurs, tels que les évolutions du taux de change et les ajustements à la baisse des prix des actions et d'autres actifs, sur fond d'incertitude économique accrue au

plan mondial, ont pu réduire l'impact positif exercé par la baisse des prix du pétrole sur la consommation.

### Graphique C

#### Investissement dans le secteur de l'énergie aux États-Unis

(échelle de gauche : contribution à la croissance trimestrielle du PIB en volume, en points de pourcentage ; échelle de droite : en pourcentage du PIB)



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis (US Bureau of Economic Analysis) et calculs des services de la BCE.

a été ramené à un tiers environ de ce qu'il était à l'origine. Pourtant, selon les estimations, en termes nets, l'impact sur le PIB américain du fléchissement des prix du pétrole a jusqu'à présent été jugé légèrement positif.

**En résumé, alors qu'il y a un an le recul des prix du pétrole était dominé par des facteurs d'offre, les évolutions récentes suggèrent que le bas niveau des prix du pétrole reflète de plus en plus l'affaiblissement de la demande mondiale.**

Tandis qu'une baisse des prix du pétrole largement déterminée par l'offre aurait dû exercer une incidence positive sur le PIB mondial, un fléchissement plutôt lié à la demande est moins susceptible de fournir un soutien significatif à l'activité mondiale. De plus, un degré élevé d'incertitude entoure l'évaluation du rôle du recul des prix du pétrole, notamment en raison de difficultés potentielles auxquelles certains pays exportateurs de matières premières devront faire face en termes de stabilité financière et de finances publiques. Par ailleurs, l'incertitude est également alimentée par l'éventualité préoccupante d'un ralentissement économique plus général des économies de marché émergentes, qui serait attisé par un accroissement des déséquilibres intérieurs et le resserrement des conditions financières dans certains pays.

**Si l'on prend l'exemple des États-Unis, un des principaux importateurs nets de pétrole, les effets bénéfiques exercés par la baisse des prix du pétrole sur la consommation ont été moins élevés qu'initialement prévu et largement contrebalancés par de fortes baisses de l'investissement dans le secteur de l'énergie.** Le recul des prix du pétrole a soutenu la consommation, mais moins que prévu initialement parce que l'incertitude relative à la persistance du bas niveau de ces prix a pesé sur la confiance. Dans le même temps, la baisse des prix du pétrole a exercé sur l'investissement dans le pétrole de schiste aux États-Unis un impact important qui a été amplifié par le fort degré d'endettement des producteurs et leur vulnérabilité aux contraintes de financement. Depuis que les prix du pétrole ont amorcé leur décrue, mi-2014, l'investissement dans le secteur de l'énergie a baissé de 65 % en données cumulées, apportant une contribution négative à la croissance du PIB (cf. graphique C), tandis que le nombre de forages

## Encadré 2

# Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 janvier au 26 avril 2016

**Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2016, comprises entre le 27 janvier et le 15 mars et entre le 16 mars et le 26 avril, respectivement.** Le 10 mars 2016, le Conseil des gouverneurs a annoncé un ensemble exhaustif de décisions de politique monétaire, qui comprenait une réduction de tous les taux d'intérêt directeurs de la BCE, une extension du programme d'achats d'actifs en termes de volumes mensuels et d'éligibilité des actifs, et une série de quatre nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO)<sup>7</sup>. Ainsi, au cours de la deuxième période de constitution de réserves, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été abaissés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement, à partir du 16 mars<sup>8</sup>. Le 30 mars 2016 est intervenu le règlement de la septième TLTRO pour un montant de 7,3 milliards d'euros, contre 18,3 milliards lors de la précédente opération en décembre 2015. L'opération du 30 mars a porté l'allocation totale des sept premières TLTRO à 425,3 milliards d'euros<sup>9</sup>. En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*)<sup>10</sup>, dont le rythme cible d'achats mensuels a été porté de 60 milliards à 80 milliards d'euros au cours de la deuxième période de constitution.

### *Besoin de refinancement*

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 778,6 milliards d'euros, soit une hausse de 72 milliards par rapport à la précédente période sous revue**

<sup>7</sup> Le communiqué de presse de la BCE du 10 mars 2016 peut être consulté à l'adresse suivante : [https://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/cp-bce-decisions-politique-monetaire-20160310.pdf](https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/cp-bce-decisions-politique-monetaire-20160310.pdf)

<sup>8</sup> Les opérations principales de refinancement ont continué d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale. 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 chaque TLTRO a été fixé à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée de l'opération de refinancement à plus long terme correspondante. Les TLTRO ont continué d'être effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, avec un taux d'intérêt égal à celui des opérations principales de refinancement.

<sup>9</sup> Pour des informations sur les montants alloués lors des TLTRO, cf. les encadrés similaires à celui-ci dans les précédents numéros du Bulletin économique, et pour des informations sur les opérations d'*open market*, cf. le site internet de la BCE : [www.ecb.europa.eu/mopo/implément/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implément/omo/html/index.en.html).

<sup>10</sup> Des informations détaillées concernant l'APP étendu sont disponibles sur le site internet de la BCE. [www.ecb.europa.eu/mopo/implément/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implément/omt/html/index.en.html)

**(couvrant les septième et huitième périodes de constitution de 2015).** Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable à l'augmentation des facteurs autonomes, qui ont progressé en moyenne de 71,1 milliards d'euros pour s'établir à 664,5 milliards (cf. tableau).

**L'accroissement des facteurs autonomes résulte principalement d'une augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité.** La principale contribution à cette hausse provient des dépôts des administrations publiques qui ont augmenté en moyenne de 42,7 milliards d'euros pour s'établir à 130,3 milliards au cours de la période sous revue. Cette augmentation est également répartie entre la première et la deuxième période de constitution des réserves. L'accroissement des dépôts des administrations publiques reflète la réticence de certains Trésors publics à placer leur excédent de liquidité à des taux négatifs sur le marché, en raison de contraintes de demande et de taux. Les autres facteurs autonomes sont ressortis en moyenne à 573,7 milliards d'euros, soit une hausse de 10,7 milliards par rapport à la précédente période sous revue, reflétant principalement une augmentation des autres engagements en euros vis-à-vis des résidents de la zone euro. Par ailleurs, les billets se sont inscrits en moyenne à 1 066,1 milliards d'euros, soit 0,9 milliard de plus que durant la précédente période sous revue, apportant la plus faible contribution à l'augmentation globale des facteurs autonomes.

**Les facteurs d'élargissement de la liquidité ont marqué un recul au cours de la période sous l'effet d'une baisse des actifs nets libellés en euros.** Ceux-ci sont ressortis en moyenne à 489,0 milliards d'euros, soit 22 milliards de moins que durant la précédente période sous revue. La majeure partie de cette baisse est intervenue au cours de la première période de constitution en raison de la baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et d'une légère augmentation des engagements détenus par des institutions étrangères auprès des banques centrales nationales. Les institutions étrangères ont renforcé leurs avoirs malgré la nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt, peut-être parce que les autres opportunités d'investissement intéressantes se raréfient sur le marché. En outre, les réserves nettes de change ont augmenté de 5 milliards d'euros, ressortant à 616,8 milliards. La hausse est intervenue uniquement au cours de la deuxième période de constitution de réserves, tandis qu'une légère baisse a été observée au cours de la première période. Cette appréciation des réserves nettes de change résulte essentiellement d'une hausse de la valeur de l'or exprimée en dollars qui n'a été que partiellement compensée par une appréciation de l'euro au premier trimestre 2016.

**La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée au cours de la période sous revue.** Cette volatilité reflète essentiellement les importantes fluctuations des dépôts des administrations publiques et, dans une moindre mesure, la réévaluation trimestrielle des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros. Le niveau de volatilité est resté pratiquement inchangé par rapport à la précédente période sous revue, tandis que celui des facteurs autonomes est resté sur une tendance haussière. Cependant, l'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes a diminué de 1,4 milliard d'euros,

## Tableau

### Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 27 janvier au 26 avril 2016	Du 28 octobre 2015 au 26 janvier 2016	Deuxième période de constitution	Première période de constitution			
<b>Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)</b>							
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 770,1</b>	<b>(+54,3)</b>	<b>1 715,8</b>	<b>1 799,8</b>	<b>(+55,2)</b>	<b>1 744,6</b>	<b>(+24,5)</b>
Billets en circulation	1 066,1	(+0,9)	1 065,3	1 069,3	(+5,9)	1 063,4	(-9,4)
Dépôts des administrations publiques	130,3	(+42,7)	87,6	147,4	(+31,7)	115,6	(+33,2)
Autres facteurs autonomes	573,7	(+10,7)	563,0	583,2	(+17,6)	565,6	(+0,8)
<b>Instruments de politique monétaire</b>							
Comptes courants	562,7	(+34,9)	527,9	570,0	(+13,5)	556,5	(-0,6)
Réserves obligatoires	114,1	(+0,9)	113,2	114,3	(+0,5)	113,9	(+0,6)
Facilité de dépôt	245,0	(+59,3)	185,7	262,0	(+31,5)	230,5	(+33,9)
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>							
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 105,9</b>	<b>(-17,0)</b>	<b>1 122,9</b>	<b>1 113,0</b>	<b>(+13,3)</b>	<b>1 099,8</b>	<b>(-24,0)</b>
Réserves nettes de change	616,8	(+5,0)	611,9	627,3	(+19,5)	607,8	(-3,8)
Actifs nets libellés en euros	489,0	(-22,0)	511,0	485,7	(-6,2)	491,9	(-20,2)
<b>Instruments de politique monétaire</b>							
Opérations d' <i>open market</i>	1 472,2	(+165,3)	1 306,9	1 518,9	(+86,8)	1 432,1	(+81,8)
Opérations d'appels d'offres	521,9	(-10,6)	532,5	518,8	(-5,7)	524,5	(-14,0)
Opérations principales de refinancement	60,6	(-8,4)	69,1	58,1	(-4,8)	62,9	(-8,7)
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	41,1	(-14,3)	55,3	37,9	(-5,8)	43,7	(-7,9)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	420,2	(+12,1)	408,1	422,8	(+4,9)	417,9	(+2,6)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	950,3	(+175,9)	774,4	1 000,1	(+92,5)	907,6	(+95,8)
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	19,5	(-1,1)	20,6	19,2	(-0,6)	19,8	(-0,7)
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	8,8	(-0,9)	9,8	8,7	(-0,3)	9,0	(-0,6)
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	161,3	(+21,1)	140,2	167,0	(+10,7)	156,4	(+11,9)
Programme pour les marchés de titres	120,8	(-2,3)	123,1	119,7	(-2,0)	121,7	(-1,2)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	18,7	(+3,4)	15,2	19,2	(+0,9)	18,3	(+2,8)
Programme d'achats de titres du secteur public	621,2	(+155,7)	465,5	666,3	(+83,8)	582,5	(+83,6)
Facilité de prêt marginal	0,1	(-0,0)	0,1	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,1)
<b>Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>							
Besoin global de refinancement	778,6	(+72,0)	706,5	801,4	(+42,4)	759,0	(+48,9)
Facteurs autonomes*	664,5	(+71,1)	593,3	687,1	(+41,9)	645,1	(+48,3)
Excédent de liquidité	693,6	(+93,3)	600,3	717,5	(+44,4)	673,1	(+32,9)
<b>Évolution des taux d'intérêt (en pourcentage)</b>							
Opérations principales de refinancement	0,03	(-0,02)	0,05	0,00	(-0,05)	0,05	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,28	(-0,02)	0,30	0,25	(-0,05)	0,30	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,35	(-0,09)	-0,25	-0,40	(-0,10)	-0,30	(+0,00)
Moyenne de l'Eonia	-0,286	(-0,101)	-0,184	-0,340	(-0,101)	-0,239	(-0,013)

Source : BCE.

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

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

à 6,0 milliards d'euros, au cours de la période sous revue et résulte d'erreurs de prévision moins élevées relatives aux dépôts des administrations publiques.

#### *Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire*

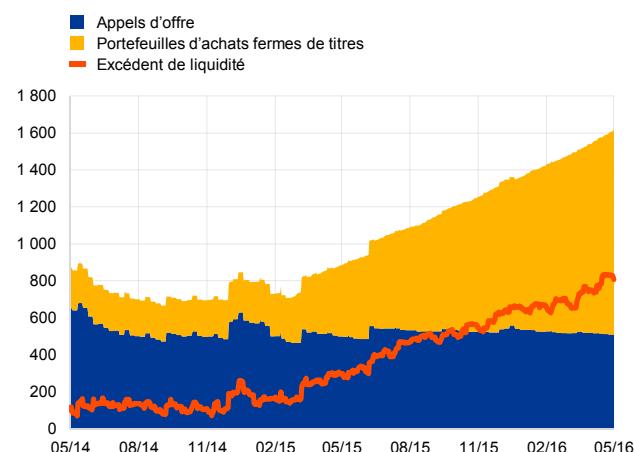
**Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (via les appels d'offres et le programme d'achats d'actifs) a augmenté de 165,3 milliards d'euros pour s'établir à 1 472,2 milliards (cf. graphique).**

Cette hausse résulte exclusivement du programme d'achats d'actifs.

#### **Graphique**

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

**Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a légèrement diminué (de 10,6 milliards d'euros) durant la période sous revue pour s'établir à 521,9 milliards d'euros. L'augmentation de la liquidité moyenne fournie par le biais des TLTRO a été plus que compensée par une baisse de la liquidité fournie par les opérations régulières.** Plus précisément, la liquidité fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 8,4 milliards d'euros et de 14,3 milliards, respectivement, alors que l'encours des TLTRO a augmenté de 12,1 milliards au cours de la période sous revue. La seule TLTRO de 2016 ayant été allouée en mars, la diminution globale de la liquidité fournie via les opérations d'appels d'offres a été moins prononcée lors de la deuxième période de constitution que lors de la première.

**La liquidité moyenne fournie par le biais du programme d'achats d'actifs a augmenté de 175,9 milliards d'euros pour s'établir à 950,3 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public.**

La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées et par le programme d'achats de titres adossés à des actifs a augmenté de 155,7 milliards d'euros, de 21,1 milliards et de 3,4 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées s'est élevé à 4,3 milliards d'euros.

#### *Excédent de liquidité*

**Par suite des évolutions évoquées précédemment, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 93,3 milliards d'euros, pour s'établir à 693,6 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique).** L'accroissement de la liquidité a été plus marqué durant la deuxième période de constitution, au cours de laquelle l'excédent de liquidité moyen a progressé de 44,4 milliards d'euros en raison d'une hausse des achats et de hausses légèrement moindres des facteurs autonomes par

rapport à la première période de constitution. La faiblesse relative de la hausse au cours de la première période résulte principalement de la plus forte progression des facteurs autonomes, qui a absorbé en partie l'augmentation du programme d'achats d'actifs.

**L'augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée essentiellement dans la progression du recours moyen à la facilité de dépôt, qui s'est accru de 59,3 milliards d'euros pour s'établir à 245 milliards au cours de la période sous revue.** Les encours moyens sur les comptes courants ont également progressé, mais dans une moindre mesure, augmentant de 34,9 milliards d'euros pour s'établir à 562,7 milliards.

## Évolution des taux d'intérêt

**Au cours de la période sous revue, les taux du marché monétaire ont encore diminué sous l'effet de la baisse du taux de la facilité de dépôt à – 0,40 %.**

Sur le comportement des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,286 %, en baisse par rapport à une moyenne de – 0,184 % lors de la précédente période de référence. Tandis que l'Eonia a affiché un profil presque plat lors de la première période de constitution, la nouvelle réduction de 0,10 % du taux de la facilité de dépôt à partir de la deuxième période de constitution a induit une baisse de 0,101 point de pourcentage de l'Eonia. Dans un contexte de hausse continue de l'excédent de liquidité, la répercussion des taux négatifs a été presque immédiate. De plus, les taux au jour le jour des prêts garantis ont diminué en phase avec le taux de la facilité de dépôt pour s'établir à des niveaux plus proches de celui-ci. Les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling<sup>11</sup> sont revenus à – 0,332 % et à – 0,321 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,088 et 0,083 point de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue.

---

<sup>11</sup> Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties

## Encadré 3

### Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages

**L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE a considérablement diminué les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages, tout en réduisant également les rendements de l'épargne.** Comme les ménages ne sont pas seulement des emprunteurs, mais également des épargnants, il convient de se demander dans quelle mesure la baisse des taux d'intérêt a affecté les revenus d'intérêts nets des ménages. Cet aspect est particulièrement pertinent quand on cherche à évaluer l'incidence de la baisse des taux d'intérêt sur la consommation agrégée.

**Depuis l'automne 2008, les intérêts reçus par les ménages ont diminué de 3,2 points de pourcentage en proportion du revenu disponible.** Le graphique A montre l'évolution du revenu des ménages provenant de la détention d'actifs portant intérêts, tels que les dépôts, les obligations et les prêts<sup>12</sup>. Toutefois, cela exclut l'effet de la baisse des taux d'intérêt sur le revenu et le patrimoine des ménages via les investissements des fonds de pension et des fournisseurs d'assurance vie, ainsi que les plus-values sur les obligations à long terme et sur les actions.

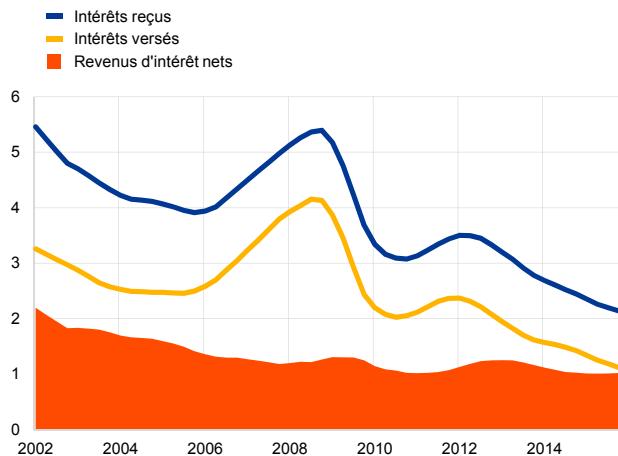
**Si les intérêts reçus ont diminué, les intérêts versés ont également considérablement fléchi.** Entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2015, les intérêts versés ont diminué de près de 3 points de pourcentage par rapport au revenu disponible. La baisse des intérêts reçus est comparable à celle des intérêts versés, ce qui signifie que le revenu d'intérêts nets moyen des ménages de la zone euro a été très peu affecté. Parallèlement, dans la mesure où les différents ménages sont soit épargnants nets soit emprunteurs nets, en termes de revenus d'intérêts nets, certains ménages ont bénéficié de la baisse des taux d'intérêt tandis que d'autres en ont pâti.

<sup>12</sup> Afin d'assurer la cohérence avec la mesure du revenu disponible des ménages et de leur consommation, les intérêts versés/reçus sont comptabilisés *après* répartition des services d'intermédiation que les institutions financières ne facturent pas explicitement, mais qui sont rémunérés en prenant une marge entre les taux appliqués aux épargnants et aux emprunteurs. Ce choix n'affecte pas les conclusions de l'analyse.

## Graphique A

### Intérêts versés/reçus par les ménages de la zone euro

(en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : BCE et Eurostat.

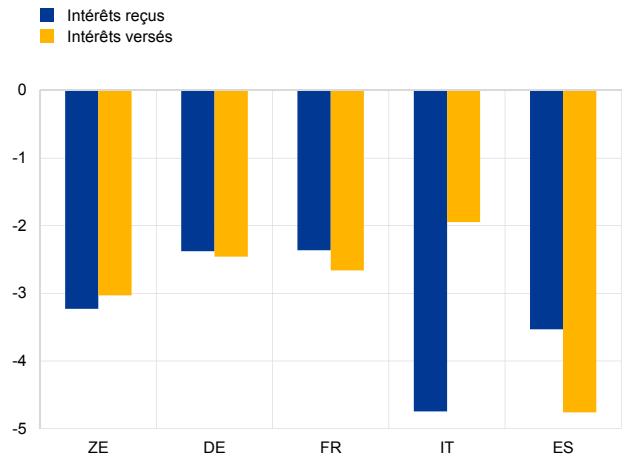
Notes : Intérêts versés/reçus après répartition des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), en cumul sur quatre trimestres. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2015.

## Graphique B

### Intérêts versés/reçus par les ménages

T3 2008-T4 2015

(variations en pourcentage du revenu disponible brut, en points de pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat.

Note : Intérêts versés/reçus après répartition des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), en cumul sur quatre trimestres.

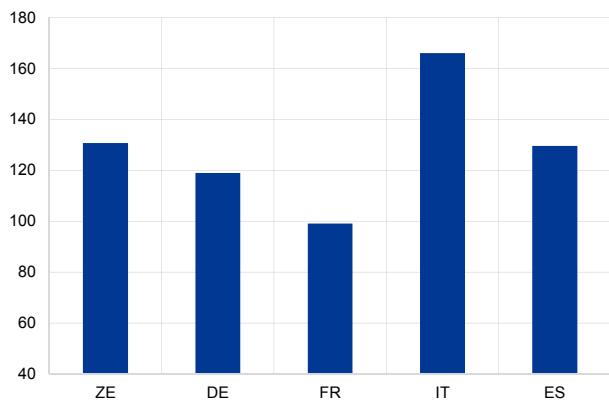
**Relativement stables en Allemagne et en France, les revenus d'intérêts nets du secteur des ménages ont en revanche enregistré des variations en Italie et en Espagne.** Le graphique B montre qu'en Allemagne et en France, la diminution des intérêts reçus est comparable à celle des intérêts versés : la baisse des taux d'intérêt a donc eu un effet minime sur les revenus d'intérêts nets de l'ensemble du secteur des ménages. En revanche, en Italie, la baisse des intérêts reçus par les ménages est plus de deux fois supérieure à la baisse des intérêts versés par les ménages, ce qui entraîne un effet négatif sur leurs revenus d'intérêts nets globaux. Ce résultat s'explique par le fait que les ménages italiens détiennent un volume assez important d'actifs portant intérêts (cf. graphique C), tandis qu'ils sont relativement moins endettés (cf. graphique D). En Espagne, la baisse des intérêts versés par les ménages est sensiblement plus forte que celle des intérêts reçus, entraînant un effet positif sur les revenus d'intérêts nets globaux des ménages. Le recul plus marqué des intérêts versés en Espagne s'explique à la fois par le stock élevé de la dette des ménages (cf. graphique D) et par le fait que les taux d'intérêt appliqués à une grande partie des prêts hypothécaires sont indexés sur les taux du marché monétaire. L'incidence plus forte sur les intérêts versés par les ménages en Espagne est également conforme aux indications selon lesquelles la politique monétaire a des effets relativement importants dans les pays où les prêts hypothécaires sont à taux variable<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Cf. A. Calza, T. Monacelli et L. Stracca, *Housing finance and monetary policy*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 11, 2013, pp. 101-122.

### Graphique C

#### Actifs portant intérêts détenus par les ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut)



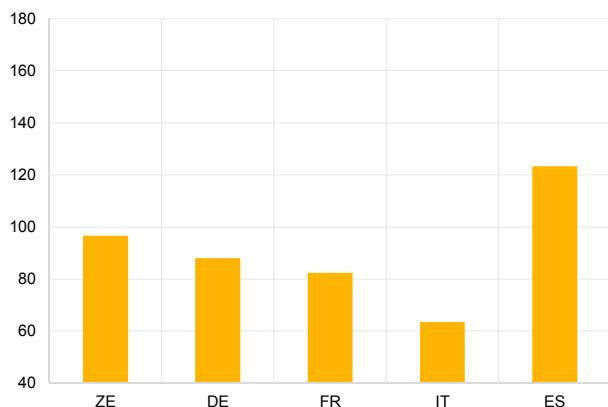
Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les actifs portant intérêts recouvrent le numéraire et les dépôts, les titres de créance et les prêts, qui sont enregistrés dans les comptes de la zone euro. Moyenne pour la période allant du troisième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2015 (du premier trimestre 2012 au quatrième trimestre 2015 pour l'Italie), en cumul sur quatre trimestres.

### Graphique D

#### Dette des ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : La dette des ménages correspond aux prêts enregistrés dans les comptes de la zone euro. Moyenne pour la période allant du troisième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2015 (du premier trimestre 2012 au quatrième trimestre 2015 pour l'Italie), en cumul sur quatre trimestres.

**Malgré la baisse des intérêts reçus par les épargnantes nets, la faiblesse des taux d'intérêt continue de soutenir la consommation privée.** Des taux d'intérêt plus bas favorisent généralement la consommation actuelle par rapport à la consommation future par un effet de substitution intertemporel, puisque l'emprunt devient moins cher et l'épargne moins rémunératrice. De plus, comme les revenus d'intérêts nets moyens des ménages de la zone euro ont été très peu affectés, la baisse des taux d'intérêt a essentiellement redistribué les ressources des épargnantes nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les épargnantes nets, ce canal de redistribution de la baisse des taux d'intérêt favorise encore la consommation agrégée<sup>14</sup>.

**La baisse des taux d'intérêt exerce également un impact positif sur le patrimoine et le revenu des ménages via d'autres canaux.** Les ménages ne sont pas seulement des épargnantes : ils investissent également dans d'autres actifs pour lesquels ils ne reçoivent pas nécessairement d'intérêts. Certains éléments indiquent que la baisse des taux d'intérêt a exercé une incidence très positive sur les prix des actions et des obligations de la zone euro<sup>15</sup>. En outre, la baisse des coûts d'emprunt n'a pas seulement stimulé l'investissement et la consommation ; elle a également soutenu le revenu des ménages par le biais de la croissance de l'emploi. En maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau, la BCE a encouragé la demande nécessaire pour ramener l'économie à son niveau potentiel, afin que les taux d'intérêt puissent finalement augmenter de nouveau.

<sup>14</sup> Cf. T. Jappelli et L. Pistaferri, *Fiscal policy and MPC heterogeneity*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, n° 4, 2014, pp. 107-136.

<sup>15</sup> Cf. C. Altavilla, G. Carboni et R. Motto, *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, *Working Paper Series*, n °1864, BCE, novembre 2015.

## Encadré 4

# Réduction du délai de publication de l'estimation rapide du PIB trimestriel de la zone euro : premières expériences

**Le 29 avril 2016, Eurostat a publié pour la première fois une estimation rapide provisoire du PIB de la zone euro et de l'UE dans un délai de trente jours après la fin du trimestre de référence (premier trimestre 2016).** Cette nouveauté répond à une demande ancienne des utilisateurs désirant obtenir une information plus rapide sur la croissance économique en Europe. Elle vise à établir un calendrier de publication de 30, 60 et 90 jours après la fin du trimestre de référence pour les statistiques des comptes nationaux. En outre, elle a pour objectif de tenir l'engagement pris par le Système statistique européen (SSE) de fournir aux autorités des statistiques fiables, comparables et rapidement disponibles<sup>16</sup>. La publication de l'estimation rapide du PIB 45 jours après la fin du trimestre de référence (effectuée depuis mai 2003) est considérée comme une étape intermédiaire dans la réalisation de cet objectif<sup>17</sup>. L'estimation rapide est utilisée pour analyser les évolutions conjoncturelles dans la zone euro et apporte une contribution précieuse à l'analyse économique, aux projections macroéconomiques et aux prévisions à court terme de la BCE. Elle continuera d'être publiée en parallèle par Eurostat jusqu'à ce que la nouvelle estimation rapide provisoire du PIB soit mieux établie et qu'un plus grand nombre de pays commencent à publier leurs estimations rapides provisoires nationales. Toutefois, aucune des estimations rapides, qu'elle soit à 45 jours ou à 30 jours, ne fournit d'information sur les révisions portant sur les trimestres précédents, même si des révisions de l'estimation rapide provisoire du PIB peuvent être observées à l'occasion de chaque publication ultérieure.

**La méthodologie sous-jacente utilisée pour l'estimation rapide provisoire du PIB de la zone euro (et de l'UE) est la même que celle appliquée au calcul de l'estimation rapide du PIB à 45 jours<sup>18</sup>.** Le taux de croissance en glissement trimestriel du PIB de la zone euro est estimé à partir de données nationales en agrégeant les taux de croissance nationaux en glissement trimestriel corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier et en utilisant les pondérations annuelles de l'année précédente du PIB par pays à prix courants. Le PIB de la zone

<sup>16</sup> Cf. *The ESS Vision 2020* (le système statistique européen à l'horizon 2020), p. 5.

<sup>17</sup> Initialement, seuls quatre pays de la zone euro (Allemagne, Grèce, Italie et Pays-Bas) ont fourni à Eurostat des estimations rapides nationales du PIB à 45 jours. Eurostat a utilisé des indicateurs apparentés pour estimer le PIB des grands pays manquants de la zone euro. Dans une certaine mesure, cela a servi de base aux pays pour l'élaboration de leurs propres estimations rapides nationales. Bien que les estimations rapides du PIB ne figurent pas dans le cadre juridique du SEC 2010, ni dans celui du SEC 95, le recours accru aux méthodes statistiques et le partage d'expérience entre pays ont également joué un rôle.

<sup>18</sup> La méthodologie est expliquée dans l'étude d'Eurostat *Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days* (estimations rapides à 30 jours du PIB de la zone euro et de l'Union européenne), *Statistical working papers*, édition 2016. Cette méthodologie a remplacé celle de l'estimation rapide d'Eurostat 45 jours après la fin du trimestre de référence en 2013.

euro est déterminé ensuite en appliquant le taux de croissance estimé de la zone euro pour le trimestre courant au niveau du PIB au trimestre précédent, ce qui permet également de calculer le taux de croissance du PIB en glissement annuel. La principale différence par rapport à l'estimation rapide du PIB à 45 jours réside dans la disponibilité des données nationales pour les utilisateurs. La plupart des pays de la zone euro ne publient pas encore d'estimations rapides du PIB à 30 jours, mais les fournissent à titre confidentiel à Eurostat pour les faire entrer dans le calcul des estimations rapides provisoires du PIB de la zone euro et de l'UE. Actuellement, seuls six pays de la zone euro (Belgique, Espagne, France, Lettonie, Lituanie et Autriche), représentant 39 % du PIB de la zone en 2015, publient des estimations rapides du PIB à 30 jours. L'estimation rapide provisoire du PIB de la zone euro pour le premier trimestre 2016 repose sur onze pays de la zone et couvre 94 % de son PIB total, dont 55 % fournis à titre confidentiel<sup>19</sup>. Le tableau ci-après fournit une vue d'ensemble des pratiques nationales en matière de publication du PIB, ainsi que du degré de respect de l'obligation juridique imposée par le SEC 2010 de fournir les données 60 jours après la fin du trimestre de référence. Ce panorama montre que les délais, le niveau de détail et la qualité de l'élaboration des comptes nationaux trimestriels sont l'objet d'accommodements dont il faut tenir compte lors de l'analyse des données.

**La principale difficulté présentée par les estimations rapides nationales du PIB à 30 jours réside dans la disponibilité limitée des données sources pour le troisième mois du trimestre ; la couverture des données sources utilisées pour le calcul du PIB national des estimations ultérieures s'améliore sensiblement.**  
S'agissant des estimations rapides provisoires nationales du PIB, le troisième mois est généralement estimé ou partiellement estimé en appliquant des techniques de modélisation statistiques reposant sur les informations mensuelles disponibles (notamment des statistiques conjoncturelles, des enquêtes auprès des entreprises, des statistiques sur les évolutions des prix et des estimations provisoires des données sources). Plusieurs méthodes d'estimation sont utilisées à l'échelle nationale pour l'estimation rapide du PIB : approches directes (par exemple modèles autorégressifs à retards échelonnés, ou modèles factoriels dynamiques), approches indirectes (techniques de désagrégation temporelle), modèles prévisionnels purs (modèles autorégressifs à moyenne mobile intégrée (*autoregressive integrated moving average* – ARIMA), modèles de séries chronologiques structurels) ou modèles multivariés (vectoriel autorégressif (VAR), modèles structurels). Le choix dépend de la disponibilité des données sources nationales pour le troisième mois (dans un délai de 28 jours environ) après la fin du trimestre de référence, tandis qu'il faut appliquer, en parallèle, les mêmes méthodes de calcul que pour les comptes nationaux trimestriels réguliers (autres que les estimations rapides) afin de garantir la proximité ou un niveau de cohérence élevé avec les résultats définitifs.

<sup>19</sup> Estimation de la BCE reposant sur les informations fournies par Eurostat relatives à la première publication de l'estimation rapide provisoire du PIB et au communiqué de presse associé du 29 avril 2016.

## Tableau

### PIB et composantes publiés dans le cadre des comptes nationaux trimestriels

	Estimation rapide provisoire du PIB (à 30 jours)		Estimation rapide du PIB (à 45 jours)			Deuxième publication du PIB (à 60 jours)		
	Croissance du PIB	Composantes du PIB	Croissance du PIB	Estimation ou révision de la croissance du PIB	Composantes du PIB	Date de publication	Estimation ou révision de la croissance du PIB	Composantes du PIB
Belgique	publiée	-	-	-	-	j+60	révision	oui
Allemagne	-	-	publiée	estimation	-	j+54	révision	oui
Estonie	-	-	publiée	estimation	-	j+68	révision	oui
Irlande	-	-	-	-	-	j+70	estimation	oui
Grèce	-	-	publiée	estimation	-	j+60	révision	oui
Espagne	publiée	-	-	-	-	j+55	révision	oui
France	publiée	oui	-	-	-	j+60	révision	oui
Italie	-	-	publiée	estimation	-	j+65	révision	oui
Chypre	-	-	publiée	estimation	-	j+68	révision	oui
Lettonie	publiée	-	-	-	-	j+60	révision	oui
Lituanie	publiée	-	-	-	-	j+60	révision	oui
Luxembourg	-	-	-	-	-	j+85	estimation	oui
Malte	-	-	-	-	-	j+70	estimation	oui
Pays-Bas	-	-	publiée	estimation	oui	-	-	-
Autriche	publiée	oui	-	-	-	j+60	révision	oui
Portugal	-	-	publiée	estimation	-	j+60	révision	oui
Slovénie	-	-	-	-	-	j+60	estimation	oui
Slovaquie	-	-	publiée	estimation	-	j+68	révision	oui
Finlande	-	-	publiée	estimation	-	j+60	révision	oui
Zone euro	publiée	-	publiée	révision	-	j+68	révision	oui

Source : Calcul de la BCE à partir des sites internet des instituts nationaux de statistiques et d'Eurostat.

Notes : Les estimations rapides du PIB se rapportent aux données de T1 2016. Les deuxièmes publications du PIB se rapportent aux données de T4 2015. Outre les publications énumérées dans le tableau, plusieurs pays de la zone euro (comme la Belgique et la France), ainsi que certains pays n'appartenant pas à la zone euro (comme le Royaume-Uni) publient une troisième estimation trois mois environ après la fin du trimestre de référence. Elle comporte des révisions portant sur les précédentes estimations du PIB et les principaux agrégats. Eurostat a cessé d'alimenter la base de données du PIB de la zone euro avec la troisième estimation en septembre 2014, lorsque le SEC 2010 est entré en vigueur. De plus, les comptes sectoriels trimestriels (publication rapide après 110 jours environ et publication définitive deux semaines plus tard) peuvent comporter des révisions de la deuxième publication du PIB de la zone euro ; toutefois, ils ne sont pas actuellement alignés avec les comptes nationaux trimestriels de la zone euro.

**Bien qu'il soit encore trop tôt pour évaluer la fiabilité de l'estimation rapide provisoire nouvellement disponible du PIB de la zone euro, les critères prédefinis de qualité acceptable recommandée sont respectés au vu des tests réalisés par Eurostat<sup>20</sup>. Les résultats affichés de l'estimation rapide provisoire du PIB de la zone euro sont les suivants<sup>21</sup> :**

- Une **estimation non biaisée** de la croissance du PIB de la zone euro à 45 jours avec une révision moyenne dans les limites de + ou – 0,05 point de pourcentage et pas plus de 66,7 % de révision dans le même sens. Par rapport à ce critère, les résultats pour la zone euro sont une révision moyenne de 0,0 point de pourcentage et, par conséquent, une même distribution des révisions à la hausse et à la baisse.

<sup>20</sup> Les estimations tests pour la zone euro ont été réalisées sur les deux dernières années à la fois pour les taux de croissance en glissement trimestriel et en glissement annuel en s'appuyant sur huit trimestres de tests en temps réel pour la période T1 2014 – T4 2015 et huit trimestres d'estimations « reconstituées » pour la période T1 2012 – T4 2013.

<sup>21</sup> Informations tirées de l'étude d'Eurostat *Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days* (estimations rapides à 30 jours du PIB de la zone euro et de l'Union européenne), *Statistical working papers*, édition 2016.

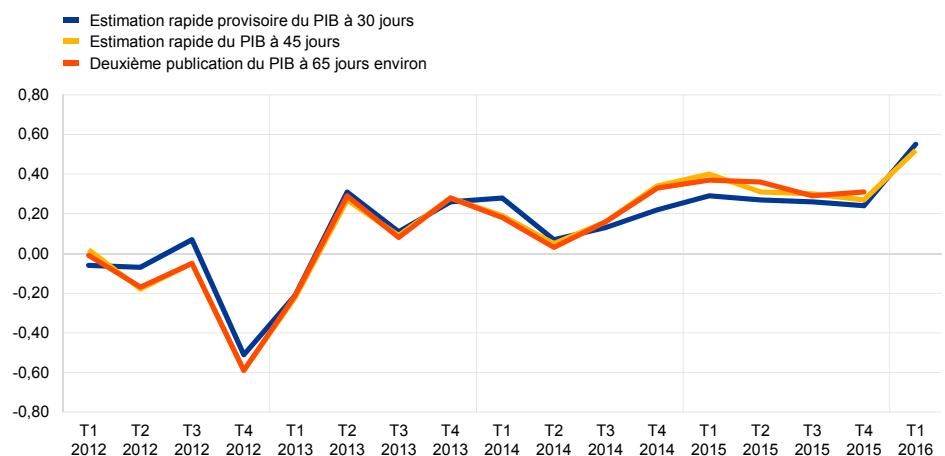
- Une **révision absolue moyenne maximum** pour la zone euro de 0,1 point de pourcentage par rapport à l'estimation rapide de la croissance du PIB à 45 jours et de 0,13 point de pourcentage par rapport à la croissance du PIB publiée 65 jours environ après la fin du trimestre de référence. Dans les deux cas, les résultats effectifs pour la zone euro sont 0,06 point de pourcentage.
- Une **couverture suffisante** définie à hauteur de 70 % du PIB total de la zone euro. Pour les trimestres correspondant aux estimations tests, la couverture était en moyenne de 83 % du PIB total de la zone euro, et a systématiquement atteint 94 % sur les trois derniers trimestres.

**S'agissant des données relatives au premier trimestre 2016, l'estimation rapide provisoire du PIB de la zone euro faisait état d'une croissance en glissement trimestriel de 0,55 %, qui a été révisée à la baisse de 0,03 point de pourcentage à 0,52 % lors de la publication de l'estimation rapide du PIB à 45 jours ; cette révision peut être imputée à deux facteurs principaux : premièrement, des révisions correspondant à de meilleures sources d'informations nationales et, deuxièmement, une couverture légèrement plus large de la zone euro (97 % du PIB de la zone).**

### Graphique

#### Révisions de la croissance du PIB de la zone euro

(taux de croissance en glissement trimestriel ; données chaînées en volume, corrigées des effets de calendrier et des variations saisonnières)



Source : Eurostat.

**La réduction des délais des estimations de la croissance trimestrielle du PIB de la zone euro de 45 jours à 30 jours après la fin du trimestre de référence est une avancée importante pour les autorités. Plusieurs processus servant à la préparation de la politique monétaire, comme les projections macroéconomiques et les évaluations analytiques, vont en bénéficier. La disponibilité plus rapide des informations relatives aux évolutions du PIB dans la zone euro et dans les pays de la zone permettra une analyse plus approfondie des implications de ces évolutions pour les perspectives à court terme.**

## Encadré 5

# Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016

**Le 18 mai 2016, la Commission européenne a fait part de ses recommandations par pays en matière de politiques budgétaire et économique pour l'ensemble des États membres, à l'exception de la Grèce, et notamment des recommandations de mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC).** Les recommandations par pays sont appelées à être approuvées le 17 juin par les ministres de l'Économie et des Finances et à être adoptées par le Conseil les 28 et 29 juin<sup>22</sup>. Les recommandations du Conseil en matière de politique budgétaire visent à s'assurer que les pays répondent aux exigences du PSC. C'est pourquoi elles comportent un avis sur les mises à jour 2016 en matière de programme de stabilité et de convergence que les gouvernements devaient soumettre à la Commission et au Conseil pour la mi-avril. Sur le plan du suivi, les recommandations par pays en matière de politique budgétaire publiées à l'occasion du Semestre européen 2016 devront être prises en compte dans les projets de plans budgétaires pour 2017 que les États de la zone euro doivent soumettre à l'Eurogroupe et à la Commission pour la mi-octobre. C'est dans ce contexte que le présent encadré passe en revue les recommandations en matière de politique budgétaire qui ont été adressées aux 18 États membres de la zone euro qui ne sont pas sous programme.

**Selon les prévisions de la Commission du printemps 2016, l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro devrait prendre un tour légèrement expansionniste en 2016 et 2017<sup>23</sup>.** Cela indique d'une part que les pays de la zone euro qui ont atteint leur objectif à moyen terme (OMT), l'Allemagne en étant l'exemple le plus frappant, recourent à leur marge de manœuvre budgétaire. D'autre part, cela reflète le fait qu'un nombre substantiel de pays, y compris ceux présentant une dette publique élevée, manquent à leurs engagements en matière de consolidation structurelle au titre du Pacte (cf. tableau).

**Par voie de conséquence, les recommandations par pays établies par la Commission recensent des risques de non-conformité avec les exigences de consolidation structurelle du PSC dans de nombreux pays de la zone euro.**

Selon les prévisions de la Commission du printemps 2016, aucun des pays affichant en 2015 un déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB (à savoir le Portugal, l'Espagne et la France) ne devrait parvenir à une consolidation structurelle pour la période 2016-2017 (soit une réduction du déficit budgétaire par des facteurs autres que l'incidence de la conjoncture économique et les éventuelles mesures

<sup>22</sup> L'adoption des recommandations par pays par le Conseil des affaires économiques et financières (Conseil ECOFIN) lors de la réunion du 12 juillet clôturera officiellement le Semestre européen 2016.

<sup>23</sup> Pour en savoir plus sur le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé *L'orientation budgétaire de la zone euro* du présent *Bulletin économique*.

budgétaires temporaires). Les pays soumis au volet préventif du Pacte devraient de surcroît présenter d'importantes lacunes au regard des exigences d'ajustement structurel, alors que pour certains d'entre eux, ces exigences ont été sensiblement revues à la baisse. Concrètement, à la suite d'un accord récent sur les modalités de mise en œuvre de la flexibilité prévue par le PSC en matière de réformes structurelles<sup>24</sup>, les pays n'ayant pas atteint leurs OMT peuvent s'y atteler de manière progressive au moyen d'efforts plus mesurés de consolidation structurelle s'ils engagent des réformes structurelles, consentent des investissements supplémentaires et revoient leur régime de retraite<sup>25</sup>. Pour certains pays, les exigences d'ajustement structurel ont à nouveau été revues à la baisse pour tenir compte des dépenses supplémentaires liées à l'accueil des réfugiés, mais aussi à la sécurité. De manière générale, l'octroi de cette flexibilité a, en moyenne, ramené les exigences de progression vers l'OMT de 0,5 % du PIB à -0,1 % du PIB en 2016<sup>26</sup>. Nonobstant, l'on s'attend à ce que les pays soumis au volet préventif du PSC qui n'ont pas encore atteint leur OMT ne parviennent pas à respecter ces exigences réduites, en raison de leurs politiques budgétaires expansionnistes de l'ordre de -0,3 % du PIB en moyenne. Cela retarde à nouveau la réalisation de l'OMT par les États membres et, partant, le retour à des finances publiques solides au cours de l'unique période propice qu'offrent des conditions économiques favorables<sup>27</sup>.

**Les recommandations en matière de politique budgétaire adressées à chaque pays varient dès lors en fonction de la marge de manœuvre budgétaire dont chacun dispose.** Elles constituent un appel aux États membres dont les efforts structurels sont jugés insuffisants eu égard à leurs obligations au titre du PSC pour qu'ils mettent en place des mesures supplémentaires afin d'assurer la conformité requise. Par ailleurs, les pays qui n'ont pas encore atteint leur OMT et pour lesquels l'on s'attend à ce que le niveau de la dette des administrations publiques dépasse le seuil des 60 % du PIB (Belgique, France, Espagne, Italie, Irlande, Portugal et Finlande) sont incités à recourir à tous les gains dits exceptionnels, c'est-à-dire les économies réalisées grâce à des paiements d'intérêts moins élevés que prévu, pour réduire leur déficit. Dans le même temps, parmi les pays de la zone euro qui ont déjà atteint leur OMT, il a été recommandé à l'Allemagne de parvenir à imprimer une tendance haussière prolongée aux investissements publics, en particulier ceux consacrés aux infrastructures, à l'éducation, à la recherche et à l'innovation. Les Pays-Bas sont quant à eux invités à éléver au rang de priorité les dépenses publiques destinées à augmenter les investissements en recherche et développement.

<sup>24</sup> Pour plus de détails sur la position commune du Comité économique et financier au sujet de la Flexibilité du Pacte de stabilité et de croissance: cf. <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

<sup>25</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, Bulletin économique*, n°1, BCE, 2015.

<sup>26</sup> Cela exclut les pays qui ont déjà atteint leur OMT.

<sup>27</sup> Cf. l'encadré intitulé *L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires, Bulletin économique*, n°4, BCE, 2015.

## Tableau Engagements relatifs à l'effort structurel au titre du PSC pour la période 2016-2017

(points de pourcentage du PIB)

	Effort structurel en 2016	Engagement relatif à l'effort structurel en 2016 au titre du PSC	Pour mémoire : engagement relatif à l'effort structurel en 2016 au titre du PSC (hormis assouplissements autorisés)	Effort structurel en 2017	Engagement relatif à l'effort structurel en 2017 au titre du PSC
<b>Volet préventif du PSC</b>					
Belgique	0.3	0.3	0.6	0.2	0.6
Allemagne	-0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0
Estonie	-0.5	0.0	0.0	-0.3	0.0
Irlande	0.2	0.6	0.6	1.0	0.6
Italie	-0.7	-0.35	0.5	0.0	0.6
Chypre	-1.3	0.0	0.0	-0.9	0.0
Lettonie	0.3	0.3	0.8	0.0	-0.1
Lituanie	-0.8	-0.7	0.0	0.4	0.1
Luxembourg	-0.3	0.0	0.0	-1.1	0.0
Malte	0.7	0.6	0.6	0.4	0.6
Pays-Bas	-0.6	-0.2	0.0	0.3	0.6
Autriche	-0.9	-0.8	0.0	-0.3	0.0
Slovénie	0.2	0.5	0.6	-0.4	0.6
Slovaquie	0.2	0.25	0.25	0.6	0.5
Finlande	-0.2	0.3	0.5	0.1	0.6
<b>Volet correctif du PSC</b>					
Portugal (date butoir PDE 2015)	-0.2	0.6	0.6	-0.3	0.6
Espagne (date butoir PDE 2016)	-0.2	1.2	1.2	-0.1	0.6
France (date butoir PDE 2017)	0.0	0.8	0.8	-0.2	0.9

Sources : Prévisions de printemps 2016 de la Commission européenne et recommandations spécifiques par pays.

Notes : Dans le tableau, les recommandations visant un engagement nul signifient que les pays en question avaient atteint leur OMT au début de l'année concernée.

Les engagements relatifs à l'effort structurel au titre du PSC (deuxième et dernière colonnes) correspondent à la révision à la baisse des exigences opérée pour certains pays dans le but de tenir compte, d'une part, des assouplissements accordés en matière de mise en œuvre de réformes structurelles, d'investissements publics et de réformes des régimes de retraites, et, d'autre part, du coût de l'accueil des réfugiés et des dépenses de sécurité supplémentaires. Par PDE, il y a lieu d'entendre « procédure de déficit excessif ».

**Le 18 mai, la Commission européenne a également publié des recommandations concernant la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance.** La Commission a recommandé de lever les procédures de déficit excessif (PDE) de l'Irlande et de la Slovénie à leur échéance en 2015 et de clôturer celle visant Chypre un avant l'échéance prévue en 2016. Dans des rapports établis conformément à l'article 126 (3) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), la Commission a examiné le non-respect du critère de la dette par la Belgique, l'Italie et la Finlande en 2015 et a décidé de ne pas engager de PDE à l'égard de ces pays. Dans le cas de l'Irlande, elle a retenu, pour expliquer l'écart de 3,1 % du PIB par rapport à la valeur de référence concernant la dette des administrations publiques, des circonstances atténuantes au nombre desquelles figurent l'aide financière accordée à d'autres États membres de la zone euro afin de préserver la stabilité financière, ainsi que l'incidence négative de la conjoncture. S'agissant de la Belgique et de l'Italie, les rapports établis par la Commission invoquent des facteurs pertinents, tels que (a) le respect des engagements relatifs à l'effort structurel pris au titre du volet préventif du PSC, (b) des conditions

économiques défavorables (à savoir une croissance languissante et la faiblesse de l'inflation) qui compliquent le respect de la règle de la dette, et (c) la mise en œuvre de réformes structurelles favorables à la croissance. Pour ces deux pays, l'évaluation du respect du volet préventif du PSC en 2016 et 2017 a tenu compte d'une révision à la baisse des exigences dans la foulée de l'assouplissement accordé en vue de faire face aux coûts liés à l'accueil des réfugiés et aux dépenses de sécurité supplémentaires. L'Italie bénéficie par ailleurs d'un assouplissement supplémentaire en matière de réformes structurelles et d'investissements qui – conjugué aux assouplissements susvisés – a ramené les engagements relatifs à l'effort structurel en 2016 de 0,5 % du PIB à -0,35 % du PIB, en raison notamment de l'engagement des pouvoirs publics de respecter globalement le PSC en 2017. La Commission recon siderera en automne la reprise de la trajectoire d'ajustement sur la voie de l'OMT une fois qu'elle aura eu connaissance du projet de plan budgétaire pour l'année suivante. Les évaluations du respect de la règle de la dette n'ont pas tenu compte, à titre de circonstances aggravantes, du caractère insuffisant de l'assainissement budgétaire observé précédemment, et n'ont pas quantifié de manière exhaustive l'incidence des facteurs pertinents afin d'expliciter complètement tout écart par rapport aux exigences de la règle de la dette<sup>28</sup>.

De plus, les recommandations spécifiques par pays établies par la Commission européenne prônent de reporter les délais de PDE pour le Portugal et l'Espagne d'un an, respectivement jusqu'en 2016 et en 2017, avec des exigences d'effort structurel de 0,25 % du PIB cette année. En effet, alors que les recommandations spécifiques par pays sont basées sur les articles 121 et 148 du TFUE, le Conseil doit se prononcer sur la procédure de déficit excessif en vertu de l'article 126 du TFUE. De plus, alors que l'article 10 (3) du règlement du Conseil (CE) n° 1467/997<sup>29</sup> requiert du Conseil qu'il agisse immédiatement dans le cas où un déficit excessif n'a pas été corrigé, l'évaluation visant à établir si les prolongations de délai devraient ou non être assorties d'un renforcement de la PDE et de sanctions éventuelles a été reportée jusque début juillet. En outre, l'effort structurel recommandé de 0,25 % du PIB est à rapprocher de l'ajustement d'« au moins 0,5 % du PIB » prévu à l'article 3 (4) du règlement n° 1467/97.

Enfin, la Commission n'a pas recommandé d'entamer la procédure concernant les écarts significatifs pour Malte, qui, dans le cadre du volet préventif du PSC s'est avéré s'être écarté significativement tant de l'exigence d'effort structurel que de la référence en matière de dépenses en 2015, selon les prévisions de printemps 2016 de la Commission.

**Afin d'assurer la crédibilité, il est important que le cadre de gouvernance soit appliqué de manière juridiquement solide, transparente et cohérente dans le temps et entre les pays.** Leçons de la crise à l'appui, des améliorations notables ont été apportées au cadre de gouvernance budgétaire de l'UE en 2011 et 2013. L'instauration de la règle de la dette au volet correctif du PSC et l'établissement de la procédure concernant les écarts significatifs pour le volet préventif (pour

<sup>28</sup> Cf. l'article intitulé *Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro*, *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

<sup>29</sup> Règlement du Conseil (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs.

contribuer à assurer des progrès suffisants en vue des OMT) revêtent à cet égard une importance particulière. Il en va de même pour les modifications apportées au processus de prise de décision pour protéger la Commission européenne de pressions politiques afin d'augmenter le caractère automatique de l'application des règles et des sanctions. Pour que ces améliorations soient efficaces, il est essentiel que le PSC soit mis en œuvre de façon complète, transparente et cohérente. L'approche en matière de mise en œuvre du PSC dans le cadre du Semestre européen 2016 a soulevé une série de questions qu'il y aura lieu d'examiner.

# Articles

## Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro dans l’intermédiation financière

*En raison de la lenteur persistante du redressement des crédits bancaires dans le sillage de la crise financière mondiale, la part des institutions financières non monétaires (non-IFM) dans l’intermédiation financière de la zone euro s’est accrue. Ainsi, ces institutions ont contribué à atténuer les effets de la crise financière et de la crise de la dette souveraine sur l’économie de la zone euro. Dans le même temps, le glissement observé de l’intermédiation vers des institutions autres que les banques est susceptible d’avoir des implications pour la transmission de la politique monétaire. En particulier, les différences en matière de réglementation et de surveillance incitent certaines non-IFM à ajuster leurs expositions aux risques plus rapidement que les banques en réponse aux variations des cycles conjoncturel et financier, accélérant ainsi la transmission de la politique monétaire, tandis que d’autres secteurs, tels que les investisseurs institutionnels à long terme, peuvent avoir un effet stabilisateur. À cet égard, le rôle croissant des non-IFM, qui sont soumises à moins de réglementation et de surveillance, doit être évalué au regard de ses répercussions possibles sur la transmission de la politique monétaire. De plus, l’interaction de l’ensemble des intermédiaires financiers doit faire l’objet d’un suivi du point de vue de la politique monétaire.*

### 1 Introduction

**Les crédits accordés par les institutions financières monétaires (IFM) ne se redressant que lentement, les institutions financières extérieures au secteur des IFM représentent une part croissante de l’intermédiation financière dans la zone euro depuis la crise financière mondiale<sup>30</sup>.** Entre fin 2008 et le quatrième trimestre 2015, les non-IFM ont augmenté leur part d’actifs financiers détenus par les sociétés financières de la zone euro, de 42 % à 57 %<sup>31</sup>. Elles ont ainsi contribué à canaliser le financement vers les différents secteurs d’une économie dont l’intermédiation financière dépend traditionnellement essentiellement des banques<sup>32</sup>.

**L’interaction de plusieurs facteurs, de nature à la fois conjoncturelle et structurelle, peut être identifiée comme l’un des principaux moteurs de cette évolution.** L’activité de crédit des banques de la zone euro a fléchi puisqu’elles ont dû faire face aux retombées de la crise financière mondiale et de la crise de la dette

<sup>30</sup> Les IFM de la zone euro incluent les établissements de crédit, les fonds d’investissement monétaires et l’Eurosystème.

<sup>31</sup> Les parts déclarées sont basées sur l’encours total des actifs financiers détenus par l’ensemble du secteur financier et par ses sous-secteurs, reflétant ainsi non seulement la croissance réelle mais également les effets de revalorisation et les reclassements statistiques réalisés entre les deux points de comparaison. Les actifs détenus par l’Eurosystème sont exclus des chiffres.

<sup>32</sup> Les termes « IFM » et « banque » sont utilisés indifféremment dans le présent article.

souveraine dans la zone euro. Cette baisse de l'offre de financement des banques est l'une des causes du rôle croissant des non-IFM dans l'intermédiation. Dans le même temps, la progression des non-IFM a été soutenue par le faible niveau des taux d'intérêt observé à la suite de la crise financière, ainsi que par des facteurs structurels à plus long terme, notamment les tendances démographiques et le vieillissement de la population. Ces facteurs ont entraîné une augmentation des achats de produits offerts par les sociétés d'assurance et les fonds de pension et une hausse des flux de placement vers les fonds d'investissement non monétaires, les rendements des régimes de retraite existants n'ayant pas atteint les objectifs. De plus, il est possible que l'arbitrage réglementaire ait entraîné le transfert de certaines activités d'intermédiation des banques vers les secteurs des non-IFM.

**L'évolution structurelle de l'intermédiation financière dans la zone euro, telle que le glissement des IFM vers les non-IFM, a des implications pour la transmission de la politique monétaire.** La plupart des canaux de transmission de la politique monétaire agissent en influant sur la façon dont les intermédiaires financiers apportent des financements à l'économie. Dans ce contexte, les banques conservent un rôle essentiel dans la zone euro. Cependant, par leur importance croissante, les non-IFM jouent un rôle de plus en plus significatif dans la propagation des impulsions monétaires. En outre, les non-IFM peuvent réagir différemment des banques aux changements d'orientation de la politique monétaire, modifiant ainsi le mode de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle par le biais des marchés financiers et des bilans des intermédiaires financiers.

**En particulier, certaines non-IFM peuvent accélérer la transmission de la politique monétaire.** Plus précisément, les entités du secteur des autres institutions financières (AIF) peuvent réagir plus rapidement que les banques aux impulsions de la politique monétaire et à l'évolution des perspectives économiques et financières. Cela signifie aussi qu'elles se replient plus rapidement en période de crise. Ce comportement s'explique en partie par la réglementation et la surveillance moins strictes auxquelles certaines non-IFM sont soumises. En revanche, les banques, en tant qu'institutions de dépôt, détiennent des réserves auprès des banques centrales et agissent comme leurs contreparties directes dans les opérations de politique monétaire. Pour cette raison, elles bénéficient en général également d'un soutien du secteur public, en liaison avec des exigences réglementaires et prudentielles importantes.

**Par conséquent, la compréhension des tendances et des évolutions des secteurs des non-IFM de la zone euro est essentielle pour la politique monétaire.** Dans ce contexte, la section 2 du présent article décrit brièvement les résultats des recherches relatives au rôle des secteurs des non-IFM dans la transmission de la politique monétaire. La section 3 décrit et analyse le rôle des non-IFM au sein du système financier de la zone euro, tandis que la section 4 s'attache aux tendances observées pour les différentes composantes des non-IFM de la zone. Les sections 3 et 4 fournissent des exemples d'évolutions qui ont des implications pour la transmission de la politique monétaire, à partir des résultats présentés dans la section 2. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

## Le rôle des non-IFM dans la transmission de la politique monétaire : une revue de la littérature

**La politique monétaire affecte l'économie par le biais de plusieurs secteurs et canaux de transmission.** La plupart de ces canaux agissent en influant sur les décisions des intermédiaires financiers, qui fournissent des possibilités de financement et d'investissement aux secteurs financiers et non financiers de l'économie. Dans la zone euro, les IFM, qui comprennent les banques et les fonds d'investissement monétaires, sont les principaux fournisseurs de services financiers au sein de l'économie et jouent donc un rôle majeur dans la transmission de la politique monétaire. Cependant, en raison de leur place croissante dans le secteur financier, les non-IFM ont également pris de l'importance dans la transmission des impulsions de la politique monétaire. Les non-IFM recouvrent les fonds d'investissement non monétaires, les autres intermédiaires financiers à l'exception des sociétés d'assurance et des fonds de pension (y compris les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation, VFT), les auxiliaires financiers, les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels, ainsi que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (cf. l'encadré 1 pour une description détaillée des non-IFM conforme au Système européen des comptes 2010).

**En raison de différences entre les modèles d'activité et les exigences juridiques et réglementaires correspondantes, les non-IFM réagissent différemment des banques aux impulsions de la politique monétaire.** Les banques, en tant qu'institutions de dépôt, sont généralement des intermédiaires financiers fortement réglementés soumis à des exigences de fonds propres et de liquidité. Avec les fonds d'investissement monétaires (considérés comme fournisseurs de proches substituts des dépôts) et les banques centrales, elles constituent le secteur des IFM, créateur de monnaie à la fois interne et externe. Le secteur des IFM est donc traditionnellement perçu comme le point de départ naturel pour analyser la transmission monétaire dans les systèmes financiers fondés sur les banques. Dans le même temps, les banques, en tant qu'institutions de dépôt assujetties au régime des réserves obligatoires, ont accès, lors des périodes de tensions, au dispositif de fourniture de liquidité d'urgence par les banques centrales et, en cas d'insolvabilité, elles sont soumises à un processus de résolution ordonné susceptible d'engager des soutiens publics. Les non-IFM sont des intermédiaires financiers qui peuvent également être impliqués dans la transformation des échéances et de la liquidité ainsi que dans le transfert de risque de crédit, mais elles n'ont en général pas accès aux soutiens publics ou à la liquidité de banque centrale.

**Les mécanismes de transmission de la politique monétaire ont été au centre d'une analyse approfondie et d'importantes investigations empiriques au cours des dernières décennies.** L'essentiel de ces recherches, notamment dans les premières années, s'est concentré sur le rôle des actifs et des passifs des banques, qui constituaient la principale source de financement par endettement pour les sociétés non financières (SNF) et les ménages dans la zone euro. Cependant, certains des mécanismes présentés dans ces études peuvent également éclairer les processus impliquant à des degrés divers les secteurs des non-IFM.

**D'une manière générale, les canaux de la transmission monétaire comprennent un canal du taux d'intérêt (ou du coût du capital), un canal large du crédit et un canal de la prise de risque<sup>33</sup>.** Même si ces trois canaux fonctionnent potentiellement aussi bien pour les IFM que pour les non-IFM, la transmission des impulsions de la politique monétaire peut différer en termes de vitesse et d'amplitude. Cela est dû, par exemple, aux interactions possibles avec les cadres réglementaires et prudentiels différents qui régissent les activités des intermédiaires financiers. En particulier, la présence d'intermédiaires non bancaires moins réglementés (et donc plus flexibles) est susceptible d'accélérer la transmission monétaire<sup>34</sup> : en effet, ils peuvent adapter plus rapidement leur exposition aux risques face à un changement des conditions de financement<sup>35</sup>.

**En particulier, certaines non-IFM semblent répondre plus vite que les banques aux évolutions des cycles conjoncturel et financier.** En effet, selon certaines études, l'endettement des courtiers en valeurs mobilières est procyclique et lié aux changements de la politique monétaire. Le resserrement de celle-ci tend à diminuer la prise de risque des courtiers, entraînant une évaluation du risque plus élevée<sup>36</sup>. En ce qui concerne d'autres intermédiaires, certaines études ont démontré que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, en tant qu'investisseurs à long terme, sont en principe mieux placés pour faire abstraction de la volatilité de marché à court terme et pour jouer un rôle contracyclique<sup>37</sup>. Dans le même temps, ces investisseurs institutionnels dépendent fortement de la stabilité des rendements des produits à revenu fixe, et il a été démontré qu'ils réagissaient assez fortement aux variations de taux d'intérêt. Par exemple, les sociétés d'assurance, qui sont d'importants détenteurs de titres, s'engagent en général dans une quête de rendement, puisqu'elles choisissent systématiquement les placements plus risqués parmi les actifs satisfaisant leurs exigences réglementaires<sup>38</sup>. Cette tendance semble s'intensifier lorsque les taux d'intérêt sont bas. En parallèle, cependant, leurs horizons d'investissement à long terme augmentent leur capacité de résistance à une modification soudaine des taux de la politique monétaire. S'agissant des fonds d'investissement, les données disponibles corroborent généralement la thèse selon laquelle la baisse des taux d'intérêt réels oriente les investissements de portefeuille vers des actifs plus risqués (hors du marché monétaire et vers le marché boursier

<sup>33</sup> Pour une description détaillée de ces canaux, cf. l'article intitulé *La politique monétaire et l'offre de prêts dans la zone euro, Bulletin mensuel*, octobre 2009.

<sup>34</sup> Les sociétés d'assurance et les fonds de pension, ainsi que les fonds d'investissement, sont soumis à des exigences réglementaires ayant pour objet de protéger les assurés. La principale différence entre ces entités et le secteur bancaire demeure l'accès à la liquidité de banque centrale et à la garantie publique pour les déposants bancaires.

<sup>35</sup> Pour une analyse des évolutions de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro, cf., par exemple, l'article intitulé *The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications, Monthly Report, Deutsche Bundesbank*, mars 2014 et G. Beck, H.-H. Kotz et N. Zabelina, *Lost in translation? ECB's monetary impulses and financial intermediaries' responses, White Paper*, n° 36, SAFE, avril 2016.

<sup>36</sup> Cf. notamment T. Adrian et H. S. Shin, *Liquidity and Leverage, Journal of Financial Intermediation*, 19(3), juillet 2010, pp. 418-437 et, des mêmes auteurs, *Procyclical Leverage and Value-at-Risk, Review of Financial Studies* 27(2), février 2014, pp. 373-403.

<sup>37</sup> Cf. , par exemple, *Procyclicality and structural trends in investment allocation of insurance corporations and pension funds, Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group*, juillet 2014.

<sup>38</sup> Cf. B. Becker et V. Ivashina, *Reaching for Yield in the Bond Market, Journal of Finance*, Vol. 70, n° 5, octobre 2015, pp. 1863-1902.

plus risqué), entraînant des hausses significatives des prix des actions dans les pays où le biais domestique des investissements est fort<sup>39</sup>.

**Dans l'ensemble, selon les recherches actuelles, le rôle croissant des non-IFM dans le secteur financier peut entraîner une transmission légèrement plus rapide des chocs monétaires, notamment par le biais du canal de la prise de risque.** Dans le même temps, selon l'analyse historique récente, la relation entre le crédit et l'agréagat monétaire large a amorcé un découplage après le début des années soixante-dix, lorsque les intermédiaires financiers autres que les banques ont commencé à devenir d'importants contributeurs à l'intermédiation du crédit dans un certain nombre de pays, mais dans une moindre mesure dans la zone euro<sup>40</sup>. Conformément à ces observations, on constate que les non-IFM induisent une variation temporelle plus élevée de la vitesse de la monnaie et du crédit, ce qui implique une instabilité potentiellement plus grande dans la transmission de la politique monétaire<sup>41</sup>. Plus généralement, le rôle croissant des non-IFM affecte l'importance relative des différents canaux de transmission de la politique monétaire.

## Encadré 1

### Les institutions financières dans le Système européen des comptes 2010

**Les comptes financiers sont le cadre permettant d'analyser le secteur financier car ils fournissent une présentation complète des positions financières, des opérations financières et des autres flux au sein de l'économie. Dans l'Union européenne, les comptes financiers sont établis conformément aux concepts et aux définitions énoncés dans le Système européen des comptes 2010 (SEC 2010) et dans l'orientation de la BCE sur les comptes financiers trimestriels, qui garantissent une comptabilisation cohérente pour la zone euro et une comparabilité entre pays<sup>42</sup>.**

<sup>39</sup> Cf. H. Hau et S. Lai, *Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone*, *Journal of Financial Economics*, à paraître. Plusieurs études analytiques ont également examiné la façon dont la politique monétaire affecte les décisions d'investissement des fonds d'investissement monétaires. Les données se basent sur les fonds américains, qui sont d'importants fournisseurs de liquidité étant donné leur taille. En raison de leur cadre réglementaire, y compris les changements les plus récents qui seront mis en œuvre au cours des prochains mois, il semble peu probable que ces intermédiaires s'engagent dans un transfert des risques (cf. G. Chodorow-Reich, *Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions*, *Brookings Papers on Economic Activity* (printemps), 2014, pp. 155-204, et G. La Spada, *Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds*, *Staff Reports*, n° 753, *Federal Reserve Bank of New York*, décembre 2015).

<sup>40</sup> Cf. M. Schularick et A. M. Taylor, *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008*, *American Economic Review*, 102(2): 1029-61, 2012.

<sup>41</sup> Cf. T. Adrian et N. Liang, *Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability*, *Staff Reports*, n° 690, *Federal Reserve Bank of New York*, septembre 2014.

<sup>42</sup> Cf. le Règlement (UE) n° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (JO L 174, 26.6.2013, p. 1) et l'orientation de la BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la BCE en matière de comptes financiers trimestriels (JO L 2, 7.1.2014, p. 34).

**Le SEC 2010 définit le secteur financier globalement comme l'ensemble des unités institutionnelles dont l'activité principale est la production de services financiers<sup>43</sup>.** Outre les intermédiaires financiers, la définition recouvre les auxiliaires financiers et les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels. Les auxiliaires financiers facilitent les opérations financières entre des tiers, par exemple en jouant le rôle de courtiers ou de consultants, sans devenir la contrepartie juridique. Ils ne prennent donc pas de risque propre et leurs positions financières ont tendance à être peu élevées. Les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels sont définis comme des unités institutionnelles dont la plus grande partie des actifs et des passifs ne fait pas l'objet d'opérations sur les marchés financiers ouverts. À titre d'exemple de ce type d'unité, on peut citer l'entité à vocation spéciale (EVS) qui lève des fonds sur les marchés ouverts (notamment en émettant des titres de créance), mais prête exclusivement à une société mère. À l'inverse, les fiducies et les prêteurs non institutionnels peuvent recevoir des fonds d'un ménage ou d'une entreprise et les placer sur les marchés financiers.

**Les intermédiaires financiers sont répartis en sous-secteurs en fonction de leur type de financement principal.** Les institutions financières monétaires (IFM) comprennent la BCE et les banques centrales nationales, qui émettent la monnaie et reçoivent des dépôts, les institutions de dépôt et les fonds d'investissement monétaires. Les fonds d'investissement monétaires appartiennent au secteur des IFM, puisque leur activité consiste à émettre des parts de fonds d'investissement considérées comme de proches substituts des dépôts bancaires.

**Les institutions financières non monétaires (non-IFM) ne peuvent pas recevoir de dépôts ni émettre de parts de fonds d'investissement monétaires.** Comme elles n'offrent pas au public la possibilité de constituer des dépôts ou de proches substituts des dépôts, les non-IFM ne sont pas assujetties au même cadre réglementaire que les IFM. Trois sous-secteurs des non-IFM sont aisément identifiables par leurs principaux passifs, à savoir les fonds d'investissement non monétaires, les sociétés d'assurance et les fonds de pension (cf. tableau A).

---

<sup>43</sup> Les comptes financiers recouvrent toutes les entités résidentes de la zone euro, mais pas les fonds résidents des centres financiers extraterritoriaux. Toutes les unités institutionnelles sont comprises, qu'elles appartiennent ou non à une société ou à un groupe bancaire de plus grande taille.

## Tableau A

### IFM et non-IFM au sens du SEC 2010

Institutions financières monétaires (IFM)	
Banque centrale	
Institutions de dépôt, à l'exclusion de la banque centrale	
Fonds d'investissement monétaires	
Institutions financières non monétaires (non-IFM)	
<b>Autres institutions financières</b> (Sociétés financières autres que les IFM, sociétés d'assurance et fonds de pension)	
<b>Fonds d'investissement non monétaires</b>	Organismes de placement collectif à l'exclusion des fonds d'investissement monétaires, recouvrant les fonds de placements immobiliers, les « fonds de fonds », les fonds négociables en bourse ( <i>exchange traded funds - ETF</i> ) et les fonds spéculatifs (« <i>hedge funds</i> »). Les fonds d'investissement peuvent être à capital variable ou à capital fixe.
<b>AIF hors fonds d'investissement</b>	
<b>Autres intermédiaires financiers (AIF)</b>	
Véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT)	Entités à vocation spéciale (EVS) créées pour acheter des actifs, comme des portefeuilles de prêts, auprès de leur détenteur initial.
Courtiers en valeurs mobilières et produits financiers dérivés	Courtiers en valeurs mobilières et produits financiers dérivés achetant des actifs et souscrivant des engagements pour leur compte propre (par opposition aux courtiers en valeurs mobilières, qui sont des auxiliaires financiers).
Sociétés financières accordant des prêts	Par exemple, les sociétés financières exerçant des activités de crédit-bail, de location-vente, d'affacturage et d'octroi de prêts personnels ou de financements commerciaux.
Sociétés financières spécialisées	Par exemple, les sociétés proposant du capital-risque et des capitaux d'amorçage, les sociétés proposant des financements des exportations/importations, les sociétés qui reçoivent des dépôts ou contractent des crédits uniquement auprès des IFM, et les chambres de compensation à contrepartie centrale.
<b>Auxiliaires financiers</b>	Par exemple, les courtiers en valeurs mobilières, les sociétés qui gèrent l'émission de titres, les sociétés qui fournissent les infrastructures nécessaires au fonctionnement des marchés financiers, sièges sociaux de groupes de sociétés financières.
<b>Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels</b>	Par exemple, les fiducies, les sociétés <i>holding</i> , les entités à vocation spéciale qui peuvent être considérées comme des unités institutionnelles et qui lèvent des fonds sur les marchés ouverts, destinés à être utilisés par leur société mère, les sociétés accordant des prêts à partir de fonds fournis par un bâilleur de fonds.
<b>Sociétés d'assurance</b>	Sociétés dont la fonction principale consiste à mutualiser des risques sous la forme d'activités d'assurance directe ou de réassurance.
<b>Fonds de pension</b>	Sociétés dont la fonction principale consiste à mutualiser des risques sociaux et à assurer des revenus au moment de la retraite.

**Les fonds d'investissement non monétaires lèvent des fonds presque exclusivement en émettant des parts de fonds d'investissement et les placent sur les marchés financiers ou en actifs immobiliers.** Les fonds spéculatifs, qui peuvent souscrire des montants importants d'autres engagements comme les prêts et les produits financiers dérivés, font exception à ce modèle de financement simple.

**Les sociétés d'assurance et les fonds de pension collectent des fonds par le biais des régimes d'assurance et de retraite qu'ils proposent.** Les sociétés d'assurance peuvent offrir des produits d'assurance au public, ainsi que des régimes de retraite à des groupes de salariés. L'offre des fonds de pension est limitée par la loi à des groupes déterminés de salariés et de travailleurs indépendants. Les engagements des sociétés d'assurance et des fonds de pension sont principalement constitués de provisions techniques d'assurance, qui figurent dans les comptes financiers aux rubriques droits sur les assurances-vie et rentes et droits à pension. Les fonds des

régimes de sécurité sociale obligatoires (santé ou retraite) gérés par les administrations publiques ne sont pas couverts par cette définition.

**Par déduction, on obtient un quatrième groupe d'intermédiaires financiers, les « autres intermédiaires financiers », qui, avec les auxiliaires financiers et institutions financières captives, constitue les « autres institutions financières à l'exclusion des fonds d'investissement non monétaires ».** Ce sous-secteur est très hétérogène et regroupe, par exemple, les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT), les courtiers en valeurs mobilières et produits financiers dérivés, les sociétés financières accordant des prêts (principalement des sociétés de crédit-bail et d'affacturage) et les autres sociétés financières spécialisées. Ces institutions sont moins réglementées et leur importance économique et financière varie fortement d'un pays à l'autre. Les statistiques de la zone euro relatives à ces institutions reposent généralement sur des informations indirectes, en provenance par exemple des marchés de titres ou des secteurs de contrepartie (notamment pour les prêts consentis par les IFM à d'autres institutions financières). La collecte de données à l'échelle de la zone euro n'existe que pour les VFT et repose sur un règlement de la BCE. Les VFT sont créés pour acheter des actifs, comme les portefeuilles de prêts émis par une IFM ou un autre prêteur. Ils financent l'achat de ces actifs auprès du détenteur initial par émission de titres adossés à des actifs (ABS)<sup>44</sup>. Les VFT accroissent ainsi la liquidité du détenteur initial et permettent aux acheteurs des ABS d'investir dans un portefeuille d'actifs particulier. Par manque de sources de données harmonisées qui permettraient d'identifier séparément ces sous-secteurs, les autres intermédiaires financiers sont regroupés, pour les besoins des comptes financiers de la zone euro, avec les auxiliaires financiers et les institutions captives.

---

<sup>44</sup> Pour une description précise, cf. la note générale sur les statistiques relatives aux VFT collectées conformément au règlement BCE/2013/40, disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html>.

### 3

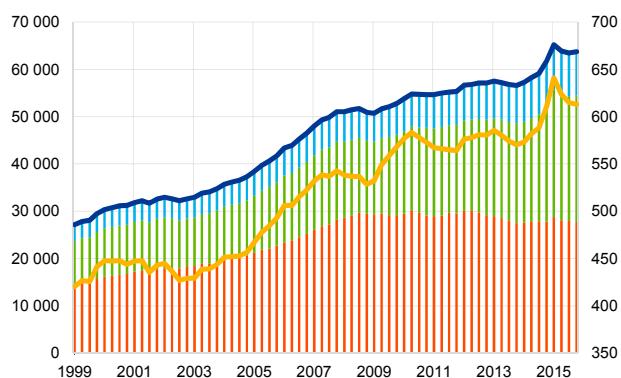
## Le rôle des non-IFM au sein du système financier de la zone euro

**Graphique 1**

Total des actifs financiers détenus par les sociétés financières de la zone euro

(encours ; échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage du PIB nominal)

- Sociétés financières
- Sociétés financières/PIB (échelle de droite)
- IFM
- Institutions financières non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension
- Sociétés d'assurance et fonds de pension



Source : BCE.

Notes : Sociétés financières et IFM hors Eurosystème. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**Au cours des années qui ont précédé la crise, les intermédiaires financiers bancaires et non bancaires ont favorisé la prise de risque et la croissance des crédits, et facilité un développement rapide du secteur financier**

(cf. graphique 1). Les intermédiaires financiers ont utilisé la titrisation comme moyen de gérer leurs bilans de manière plus souple et ont ainsi augmenté l'offre globale de crédit. Dans le même temps, des prêts illiquides (risqués) ont été transformés en instruments négociables à court terme, assimilables à de la monnaie. Ces instruments étaient perçus comme presque sans risque et détenus par des banques ou cédés à des ménages, des entreprises ou des investisseurs institutionnels. La crise des *subprime* aux États-Unis en 2007 a montré que ces évolutions n'étaient pas tenables à long terme. Au cours des années qui ont suivi, l'effondrement de la titrisation effectuée par des véhicules non-IFM, souvent soutenus par des banques, a contribué, entre autres facteurs, à la forte contraction du flux des crédits bancaires. Les banques n'étaient plus en mesure de transférer les risques hors bilan, processus qui avait facilité l'octroi de

nouveaux crédits, ou ont même dû réintégrer dans leurs bilans des risques qui avaient été décomptabilisés. Cette expérience illustre que les évolutions comptables et réglementaires sont capables d'estomper la frontière entre prêts bancaires et prêts non bancaires, favorisant le canal de la prise de risque et altérant la transmission de la politique monétaire<sup>45</sup>.

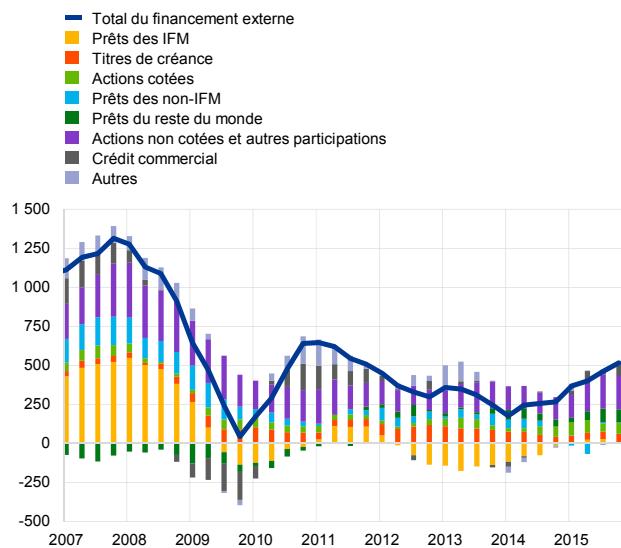
**La taille du secteur financier de la zone euro a continué d'augmenter depuis la crise financière mondiale, mais à un rythme plus lent et avec des évolutions divergentes entre les IFM et les non-IFM.** Entre fin 2008 et fin 2015, les actifs financiers détenus par les sociétés financières de la zone euro ont progressé, passant de 51 000 milliards d'euros (528 % du PIB) à 64 000 milliards (613 % du PIB). La part de ces actifs détenue par les IFM est revenue de 58 % à 43 % au cours de la même période. En revanche, la part détenue par les non-IFM a progressé, passant de 42 % à 57 %, les non-IFM autres que les SAFP représentant 42 % de cette part (en hausse de 11,8 points de pourcentage par rapport à fin 2008) et les SAFP 15 % (en hausse de 2,7 points de pourcentage).

<sup>45</sup> Cf. également Y. Altunbas, L. Gambacorta et D. Marqués-Ibáñez, *Securitisation and the bank lending channel*, European Economic Review, 53(8): 996-1009, 2009 et P. Moutot et al, *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, Occasional Paper Series, n° 75, BCE, Frankfurt am Main, octobre 2007.

## Graphique 2

### Total du financement externe des SNF de la zone euro

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments repris dans le graphique et inclut les prêts intragroupes et le rééquilibrage entre les données relatives aux comptes non financiers et financiers. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

une réduction des crédits bancaires octroyés aux SNF et aux ménages en 2008 et en 2009, et de nouveau en 2011 et en 2012.

**Si le flux net du financement consenti par les IFM aux SNF s'est contracté en 2009 et en 2010, et de nouveau entre 2012 et 2014, le flux de financement en provenance des non-IFM est demeuré positif (cf. graphique 2).** Au cours de cette période, le financement proposé par les non-IFM a pris essentiellement la forme d'émissions d'actions sur le marché et hors marché, de titres de créance et de prêts. La persistance du financement consenti par les non-IFM après la crise a été favorisée par une série de facteurs et a eu un effet stabilisateur sur l'économie de la zone euro<sup>46</sup>.

- Premièrement, le très bas niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs qui lui est associée ont favorisé l'intermédiation financière par les non-IFM.** Plus précisément, les activités des non-IFM ont été soutenues par des facteurs ayant une incidence sur les choix de portefeuille à l'actif du bilan des agents non financiers, comme la faible rémunération des dépôts bancaires, la baisse des primes de risque et le redressement d'un certain nombre de marchés d'actifs. Au passif, les progrès réalisés en matière d'assainissement des bilans ont permis aux entreprises de la zone euro de recourir à d'autres sources de financement que le crédit

**Les banques ont enregistré un ralentissement de la croissance de leurs bilans ou procédé à des cessions d'actifs en raison de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ainsi que des évolutions réglementaires qui en ont résulté.**

En particulier, du côté de l'offre de crédit, la fragilité de l'environnement économique a entraîné une augmentation des créances douteuses et une détérioration prononcée des bilans des banques. Dans le même temps, une réglementation et une surveillance plus strictes, associées à une croissance faible et à des taux d'intérêt bas, ont mis à l'épreuve les modèles d'activité existants des banques, les forçant à s'adapter. Toutefois, les mesures non conventionnelles de la BCE ont fourni des liquidités et soutenu le crédit, atténuant les risques d'un processus de désendettement désordonné dans l'ensemble du secteur bancaire. Du côté de la demande de crédit, l'atonie de l'économie et le bas niveau des prix des actifs ont réduit la valeur des garanties sur lesquelles les prêts au secteur privé non financier étaient adossés. Au total, ces évolutions ont entraîné un resserrement net des critères d'octroi et

<sup>46</sup> Cf. également les articles intitulés *Les interactions entre les intermédiaires financiers et leur incidence sur l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de janvier 2012 et *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011.

bancaire, comme l'émission d'actions et de titres de créance. Dans la mesure où ces évolutions sont liées au bas niveau des taux d'intérêt résultant de la politique monétaire de la BCE, elles fournissent une nouvelle illustration du mécanisme de transmission de la politique monétaire *via* le canal de la prise de risque.

- **Deuxièmement, des facteurs structurels, comme les tendances démographiques, ont également été favorables à l'intermédiation financière par les non-IFM.** Le vieillissement de la population a entraîné une augmentation des achats de produits d'assurance-vie et d'épargne retraite, reflétant en partie les préoccupations accrues des ménages quant à la viabilité des régimes de retraite publics et privés dans un contexte de croissance potentielle plus faible, de niveaux élevés de la dette souveraine et de faibles rendements des régimes de retraite existants.
- **Troisièmement, certaines non-IFM ont été moins exposées que les banques au durcissement de la réglementation, offrant ainsi des opportunités d'arbitrage réglementaire.** Toutefois, de larges pans du secteur des non-IFM de la zone euro, comme les SAFP, sont soumis à une réglementation et à une surveillance importantes. Par conséquent, dans ce cas, l'arbitrage réglementaire a probablement joué au mieux un rôle secondaire dans les mouvements de portefeuilles d'actifs financiers au détriment des banques et au profit des non-IFM.
- **Quatrièmement, la part croissante des non-IFM dans le secteur financier de la zone euro reflète également des changements méthodologiques.** Le passage au SEC 2010 s'est traduit par l'intégration au sein du groupe des non-IFM d'un large éventail d'entités, comme les EVS, qui étaient précédemment classées dans le secteur des SNF avec les entreprises auxquelles elles sont généralement rattachées. En effet, le développement rapide des EVS explique 15 % environ de la progression globale de la taille du secteur financier entre fin 2008 et fin 2015.

**L'amélioration des données au fil du temps permettra d'isoler et d'analyser plus en détail les flux financiers entre secteurs.** Dans le futur, une évaluation plus concluante sera peut-être réalisable dès que des séries chronologiques plus longues de données nouvelles, fournissant une ventilation « de qui à qui » des instruments négociables, seront disponibles. La BCE a commencé à publier ce type de données en avril 2016 (cf. encadré 2). Ces statistiques peuvent être utilisées, par exemple, à des fins d'analyse détaillée du rôle des divers secteurs institutionnels dans la fourniture directe et indirecte de financement à différents pans de l'économie. Avec les indicateurs macroéconomiques, les indicateurs des marchés financiers et les indicateurs de confiance, ces données peuvent également apporter une meilleure connaissance du comportement des différents agents économiques en matière de choix de portefeuille.

## Encadré 2

Extension des comptes de la zone euro avec de nouvelles données « de qui à qui » pour les titres négociables

**En avril 2016, la BCE a commencé à publier des données trimestrielles relatives aux titres sur une base « de qui à qui » dans les comptes financiers faisant partie des comptes de la zone euro<sup>47</sup>.** Les données « de qui à qui » se rapportent aux opérations et aux situations financières pour lesquelles le secteur créancier (détendeur d'actif) et le secteur débiteur (émetteur de l'engagement correspondant) sont identifiés simultanément. Elles représentent une extension importante de la présentation traditionnelle des comptes financiers. Dans cette dernière, le portefeuille financier d'un secteur est présenté en distinguant le type d'instrument et l'échéance, lorsque cela est possible, mais sans aucun détail en ce qui concerne les secteurs émetteurs contreparties (c'est-à-dire les secteurs pour lesquels les créances financières du portefeuille sont des engagements). De la même façon, les engagements de chaque secteur sont ventilés par instrument et par échéance, lorsque cela est possible, mais sans détail permettant de savoir quels secteurs contreparties sont les créanciers correspondants. Par conséquent, la présentation « de qui à qui » améliore les informations fournies dans les comptes financiers en faisant apparaître le réseau complet des liens entre les détenteurs et les émetteurs au niveau des secteurs institutionnels.

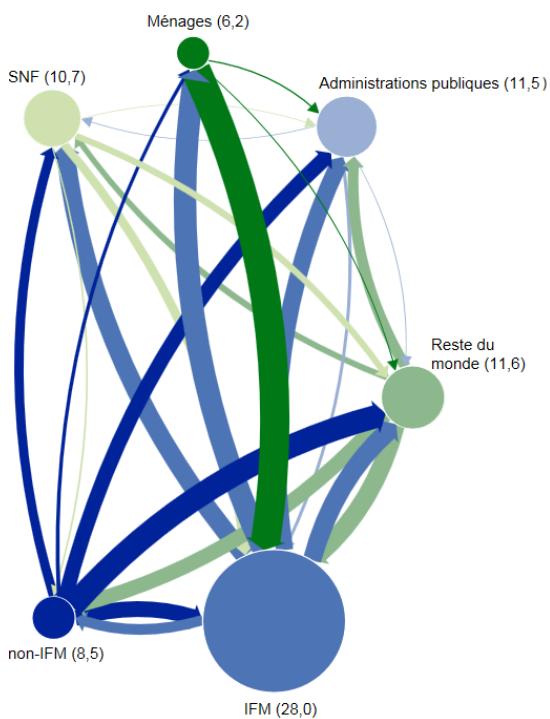
**Ces données sont disponibles sous forme de séries chronologiques trimestrielles, commençant au quatrième trimestre 2013, et comprennent les encours, les transactions financières et les réévaluations.** Trois types d'instruments sont présentés : les titres de créance (en différenciant le court terme du long terme, sur la base de leur durée à l'émission), les actions cotées et les parts de fonds d'investissement (qui regroupent les parts émises par les fonds d'investissement monétaires et les parts émises par les fonds d'investissement non monétaires). Les résidents de la zone euro sont classés en huit secteurs institutionnels (les ménages, les SNF, les IFM, les fonds d'investissement non monétaires, les autres intermédiaires financiers, les sociétés d'assurance, les fonds de pension et les administrations publiques), à la fois en tant que détenteurs et émetteurs des titres. Les non-résidents de la zone euro sont ensuite ajoutés comme détenteurs des titres émis par les différents secteurs résidents. Les non-résidents sont également pris en compte pour les titres qu'ils ont émis si ces titres sont détenus par un des secteurs résidents.

<sup>47</sup> Ces données seront publiées chaque trimestre dans le cadre du deuxième communiqué de presse complet relatif aux évolutions économiques et financières dans la zone euro par secteurs institutionnels.

## Graphique A

### Relations de financement « de qui à qui » (prêts, dépôts et titres de créance)

(montants au quatrième trimestre 2015 ; en milliers de milliards d'euros)



Notes : La taille des nœuds est proportionnelle aux engagements cumulés de chaque secteur sous forme de prêts, de dépôts et de titres de créance (y compris les créances intra-sectorielles). Les encours de ces engagements cumulés sont indiqués entre parenthèses. Les dépôts peuvent seulement être des engagements pour le secteur des IFM, les administrations publiques et le reste du monde. La largeur des flèches reliant deux secteurs indique le montant total du financement d'un secteur vers un autre secteur en cumulant ces instruments. Seules les relations de financement cumulé supérieures à 150 milliards d'euros sont représentées.

**Les données « de qui à qui » sont calculées de la même façon que les autres données des comptes financiers.** Cela signifie que les statistiques de différentes sources ont été classées par priorité et combinées, en comblant tous les déficits de couverture et en s'assurant de la cohérence du classement et de l'évaluation de toutes les opérations et situations avec le SEC 2010. Les données « de qui à qui » pour les prêts et les dépôts sont disponibles dans les comptes de la zone euro depuis 2010. Pour les titres négociables, différentes statistiques sources de la BCE contiennent déjà depuis un certain temps suffisamment de détails sur les contreparties pour permettre également de calculer des données « de qui à qui » pour plusieurs combinaisons de secteurs détenteurs et émetteurs. De nombreuses lacunes existaient encore, mais elles sont désormais comblées, depuis début 2014, avec la collecte par la BCE des statistiques sur les détentions de titres<sup>48</sup>. Une présentation « de qui à qui » des comptes financiers qui couvre également les titres négociables n'est donc devenue possible qu'à une date récente.

### Malgré le rôle central du secteur des IFM dans le financement de tous les secteurs de l'économie de la zone euro, les institutions

**financières non monétaires (non-IFM) représentent également une source importante de financement direct, notamment pour les secteurs des administrations publiques et des SNF.** Cela ressort clairement du graphique A, qui illustre le réseau de créances entre les secteurs résultant du regroupement de l'ensemble des instruments disponibles sur la base « de qui à qui » représentant la dette, c'est-à-dire les prêts, les dépôts et les titres. L'importance du financement des IFM par les non-IFM suggère également un rôle indirect des non-IFM dans l'offre de crédit à d'autres secteurs. Enfin, les non-IFM jouent un rôle essentiel dans l'affectation de crédits entre la zone euro et le reste du monde.

<sup>48</sup> Cf. également l'article intitulé *Qui détient quoi ? De nouvelles informations sur les détentions de titres*, *Bulletin économique*, n° 2, mars 2015.

## 4

# Le rôle des différents secteurs des non-IFM dans la zone euro

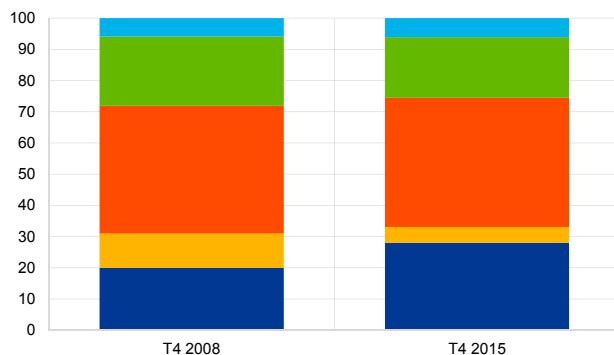
**Les autres AIF représentent le groupe le plus important des non-IFM.** Il s'agit d'un groupe résiduel constitué d'un ensemble très hétérogène d'institutions<sup>49</sup>. L'ensemble de ce groupe détient une proportion de 41 % du total des actifs financiers des non-IFM (cf. graphique 3). Les fonds d'investissement non monétaires et les sociétés d'assurance (SA) représentent, respectivement, 28 % et 19 %, tandis que les VFT et les fonds de pension (FP) ont une part nettement plus faible.

**Graphique 3**

Part du total des actifs financiers détenue par les non-IFM de la zone euro, par secteur

(encours ; en pourcentage)

- Fonds d'investissement non monétaires
- Véhicules financiers
- Autres AIF
- Sociétés d'assurance
- Fonds de pension



Source : BCE.

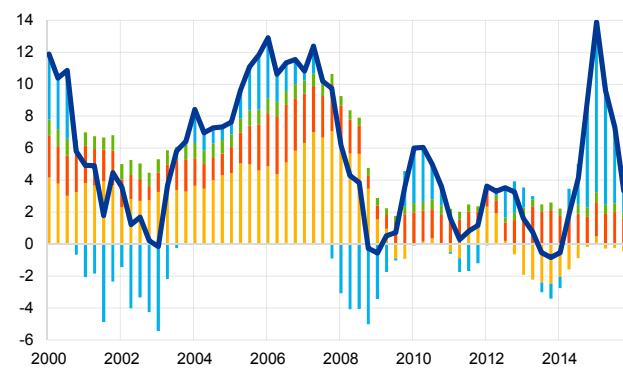
Notes : Les actifs détenus par les autres AIF ont été calculés en soustrayant les actifs détenus par les fonds d'investissement non monétaires et les VFT de ceux détenus par l'ensemble du secteur des AIF.

**Graphique 4**

Évolution du total des actifs financiers détenus par les sociétés financières de la zone euro

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

- Variation totale
- dont : achats nets d'actifs financiers par les IFM
- dont : achats nets d'actifs financiers par les AIF
- dont : achats nets d'actifs financiers par les SAFF
- dont : effets de revalorisation et reclassements



Source : BCE.

Note : Sociétés financières et IFM hors Eurosystème. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**La progression de la taille du secteur financier entre fin 2008 et fin 2015 est attribuable pour moitié aux transactions effectivement réalisées par les AIF** (cf. graphique 4). L'autre moitié s'explique pour l'essentiel par des effets de revalorisation associés à la reprise et à la forte hausse des cours des actions et des obligations observée par la suite. Au sein des AIF, 40 % de l'accumulation nette d'actifs financiers s'est concentrée sur les fonds d'investissement non monétaires, les autres AIF représentant le reste.

<sup>49</sup> Dans cette section, la catégorie « autres AIF » fait l'objet d'une définition différente de la classification présentée dans le tableau 1 de l'encadré 1. En raison de l'insuffisance des données, seuls les fonds d'investissement non monétaires et les VFT peuvent être distingués. Par conséquent, les actifs détenus par les autres AIF ont été calculés comme le reliquat obtenu en soustrayant les actifs détenus par les fonds d'investissement non monétaires et les VFT de ceux détenus par l'ensemble du secteur des AIF.

## 4.1

## Les fonds d'investissement non monétaires

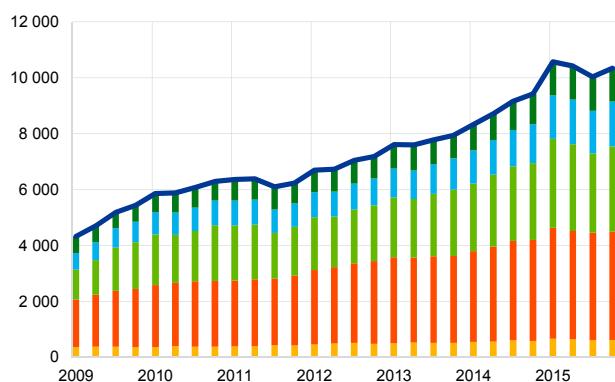
**Les fonds d'investissement non monétaires représentent une part croissante (28 % actuellement) du total des actifs financiers détenus par les non-IFM de la zone euro** (cf. graphique 3). Ils jouent ainsi un rôle significatif et croissant dans le financement de marché des banques et des SNF de la zone euro<sup>50</sup>. Les actifs des fonds d'investissement non monétaires sont principalement constitués de placements en titres de créance et en actions (cf. graphique 5). Les fonds d'investissement non monétaires détiennent 13 % et 9 % environ des titres de créance émis, respectivement, par les SNF et par les banques de la zone euro (cf. graphique 6). En outre, ils détiennent également quelque 14 % des actions cotées émises par ces deux secteurs. Il est toutefois à noter que 40 % de leurs portefeuilles de titres de créance et 60 % de leurs portefeuilles d'actions et autres participations sont constitués de titres émis par le reste du monde. Cela traduit à la fois la préférence des investisseurs pour les portefeuilles diversifiés à l'échelle mondiale et la taille limitée des marchés boursiers et obligataires de la zone euro par rapport aux marchés internationaux de titres.

**Graphique 5**

Actifs financiers détenus par les fonds d'investissement non monétaires de la zone euro

(encours ; en milliards d'euros)

- Total des actifs
- Dépôts et créances de prêts
- Titres de créance
- Actions
- Parts d'autres fonds d'investissement non monétaires et monétaires
- Autres



Source : BCE.

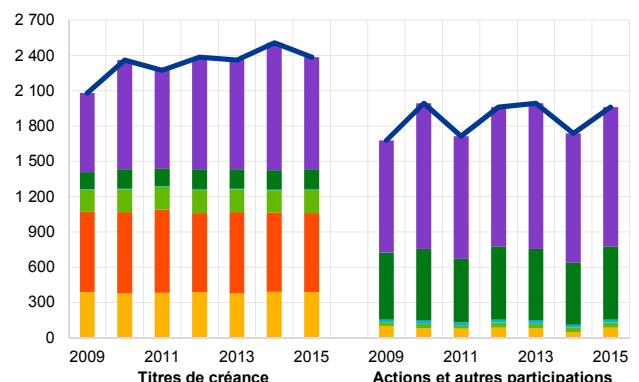
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**Graphique 6**

Portefeuilles de titres des fonds d'investissement non monétaires de la zone euro, par secteur

(encours ; en milliards d'euros)

- Total
- IFM
- Administrations publiques
- AIF
- SAFP
- SNF
- Reste du monde



Source : BCE.

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

**Au nombre des raisons possibles de l'accroissement du rôle du secteur des non-IFM depuis la crise financière mondiale figurent le contexte de bas niveau des taux d'intérêt et la dynamique démographique.** En particulier, le bas niveau des taux appliqués aux dépôts a rendu les placements en titres plus attrayants, ce qui a profité à l'activité des fonds d'investissement non monétaires. De même, les

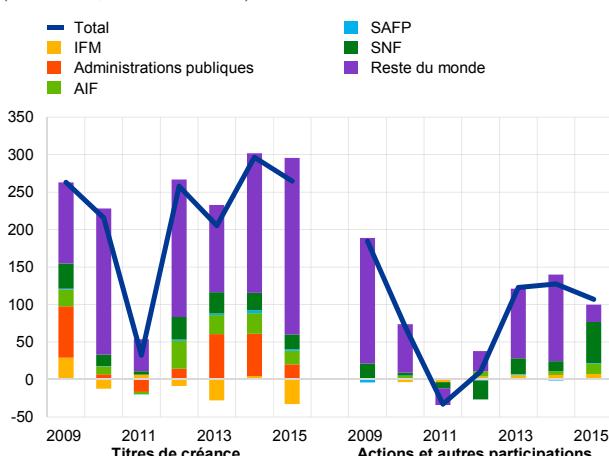
<sup>50</sup> Cf. également l'article intitulé *Les statistiques harmonisées de la BCE relatives aux OPCVM de la zone euro et leur utilisation aux fins de l'analyse de la politique monétaire* du *Bulletin mensuel* d'août 2010.

mesures de politique monétaire ont favorisé la diminution des primes de risque, le renforcement de la confiance des investisseurs et une moindre aversion au risque de la part de ces derniers, autant d'éléments qui permettent aux fonds d'investissement non monétaires d'enregistrer des entrées plus importantes. Cette évolution semble conforme au fonctionnement du canal de la prise de risque dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, qui a été examiné dans la section 2. Enfin, les fonds d'investissement non monétaires ont tiré profit des inquiétudes des ménages de la zone euro au sujet de leurs retraites futures. Ces préoccupations ont entraîné une augmentation de l'épargne qui, dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt, s'est réorientée vers des actifs plus risqués pour atteindre le niveau de rendement permettant aux ménages de parvenir au degré de lissage souhaité de leur consommation sur l'ensemble de leur vie.

#### Graphique 7

Achats nets de titres par les fonds d'investissement non monétaires de la zone euro, par secteur

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Source : BCE.

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

#### Depuis le paroxysme de la crise financière

mondiale fin 2008, les portefeuilles d'actions des fonds d'investissement non monétaires ont progressé plus vite que leurs portefeuilles investis en titres de créance (cf. graphique 5). Les effets de valorisation, notamment le net redressement des cours des actions par rapport aux points bas observés après la faillite de Lehman Brothers, sont les principaux éléments expliquant la forte hausse des portefeuilles d'actions. De fait, les achats nets de titres de créance par les fonds d'investissement non monétaires ont été nettement plus importants que les achats nets d'actions (cf. graphique 7).

De plus, les fonds d'investissement non monétaires ont eu tendance à favoriser les investissements étrangers (cf. graphique 7),

probablement sous l'effet d'une certaine dissipation du biais domestique chez les investisseurs de la zone euro au plus fort de la crise de la dette souveraine. Ils

ont également réduit légèrement leur exposition au secteur bancaire de la zone euro. Dans une certaine mesure, cela peut s'expliquer par la diminution des besoins de financement des banques de la zone euro en raison de leurs efforts de désendettement et de leur capacité à se procurer des financements par le biais des dépôts de la clientèle et des facilités des banques centrales.

## 4.2

### Les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT)

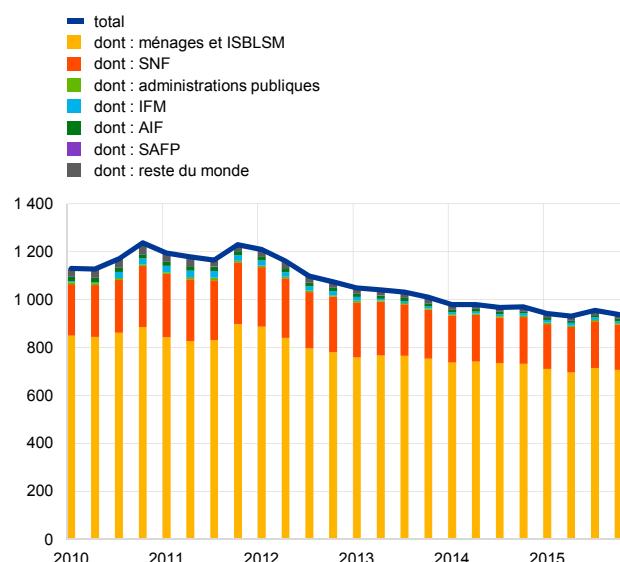
Les actifs financiers détenus par les VFT ont diminué de façon régulière depuis la crise financière mondiale, reflétant le ralentissement des opérations de titrisation qui permettaient auparavant aux banques de transférer les

**risques hors bilan** (cf. graphique 8)<sup>51</sup>. Principalement engagés dans la titrisation des prêts aux ménages, les VFT détiennent 12 % du total des créances de prêts accordés aux ménages de la zone euro. Pour les créances de prêts consentis aux SNF de la zone euro, leur part est plus réduite, ressortant à 3 %<sup>52</sup>.

### Graphique 8

Prêts titrisés émis par les IFM de la zone euro, par secteur emprunteur

(encours ; en milliards d'euros)



Source : BCE.

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

**Parmi les facteurs potentiels du recul des VFT figurent les pressions en faveur du désendettement et la stigmatisation de ces instruments dans le sillage de la crise financière mondiale.** Les banques et le secteur privé non financier ayant consolidé leurs bilans, la croissance du crédit nécessaire pour soutenir la poursuite de la titrisation des prêts s'est interrompue. Dans le même temps, le rôle important joué par les VFT dans les perturbations observées sur les marchés financiers en 2008 et en 2009, les évolutions réglementaires, ainsi que d'autres facteurs structurels ont entraîné une baisse des produits titrisés et ce, malgré une titrisation potentiellement plus simple, plus transparente et plus robuste visant à améliorer l'intermédiation financière<sup>53</sup>.

### 4.3

### Les autres AIF

**Parmi les non-IFM de la zone euro, les actifs financiers des autres AIF ont fortement augmenté ces dernières années, représentant 41 % du total, un quart environ de cette part étant attribuable au financement par les EVS<sup>54</sup>.** Afin de bénéficier d'un régime fiscal avantageux et d'une technologie financière favorable, les EVS, qui sont des filiales d'autres sociétés, sont généralement situées dans un pays différent du domicile de l'entité mère, à l'intérieur ou à l'extérieur de la

<sup>51</sup> Cf. également l'article intitulé *Les nouvelles caractéristiques des statistiques monétaires et financières du Bulletin économique n°8*, BCE, décembre 2015.

<sup>52</sup> Ces deux chiffres sont nets des prêts intra-sectoriels.

<sup>53</sup> Cf. *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, services de la Banque d'Angleterre et de la Banque centrale européenne, mai 2014.

<sup>54</sup> Cf. également K. van der Veer, E. Klaaijsen, et R. Roerink, *Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system*, *Occasional Studies*, vol. 13, n° 7, *De Nederlandsche Bank*, 2015.

zone euro<sup>55</sup>. Le financement obtenu sur le marché obligataire par ces EVS, et retourné à l'entité mère sous la forme de prêts, représente près d'un tiers de la hausse du total des actifs financiers détenus par les autres AIF depuis la crise financière mondiale.

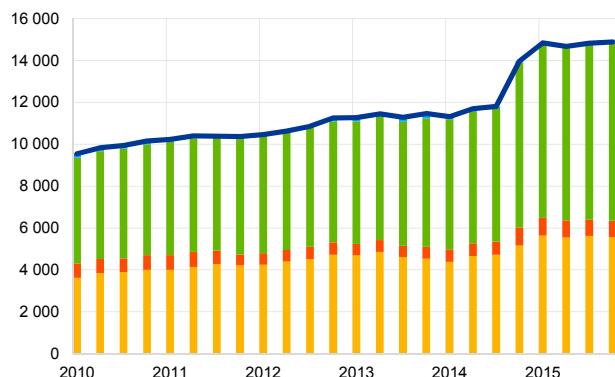
**À l'actif de leur bilan, les autres AIF détiennent principalement des actions et des créances de prêts** (cf. graphique 9). Cela est dû au fait que ce secteur est généralement caractérisé par des modèles d'activité hautement spécialisés. Les sociétés de capital-risque, les sociétés de capitaux d'amorçage et les sociétés *holding* fournissent des capitaux à risque aux entreprises, tandis que les sociétés de crédit-bail et les EVS accordent des prêts.

**Graphique 9**

Actifs financiers détenus par les autres AIF résidents de la zone euro

(encours ; en milliards d'euros)

- Actifs totaux
- Dépôts et créances sur prêts
- Titres de créance
- Actions et parts de fonds d'investissement monétaires et non monétaires
- Autres



Source : BCE.

Notes : Les actifs détenus par les autres AIF ont été calculés en soustrayant les actifs détenus par les fonds d'investissement non monétaires et les VFT de ceux détenus par l'ensemble du secteur des AIF. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**Les données plus granulaires étant rares et la catégorie recouvrant un ensemble d'entités très hétérogènes, il est difficile de procéder à une analyse approfondie des autres AIF.** Il est toutefois

probable que la moindre aversion au risque et l'amélioration de la confiance des investisseurs observées depuis la crise financière mondiale aient soutenu l'activité d'au moins certaines entités du secteur, telles que les sociétés de capital-risque, comme souligné dans la section 2. En outre, de même que l'arbitrage fiscal est l'une des motivations à l'origine de la création d'EVS, l'arbitrage réglementaire pourrait être un des facteurs ayant influencé le secteur des autres AIF, bien qu'il soit difficile d'obtenir des éléments le confirmant.

#### 4.4

#### Les sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP)

**Les actifs financiers des SAFP représentent 25 % du total des actifs détenus par les non-IFM de la zone euro.** Les portefeuilles des SAFP sont principalement investis en titres de créance - des administrations publiques en particulier - et en actions (cf. graphiques 10 et 11). Cela reflète une volonté de concordance entre l'actif et le passif, qui est essentiellement constitué d'indemnités d'assurance-vie et

<sup>55</sup> Dans le SEC 2010, les EVS résidentes sont considérées comme des filiales dans le secteur des AIF uniquement si elles constituent des unités institutionnelles indépendantes (c'est-à-dire si elles jouissent de l'autonomie de décision), tandis que celles situées dans un pays étranger appartiennent toujours au secteur des AIF.

de droits à pension dont la durée résiduelle est longue. La préférence des SAFP pour les obligations des administrations publiques est largement due à leur politique d'allocation des actifs institutionnels et à la taille relativement réduite du marché des obligations de sociétés dans la zone euro.

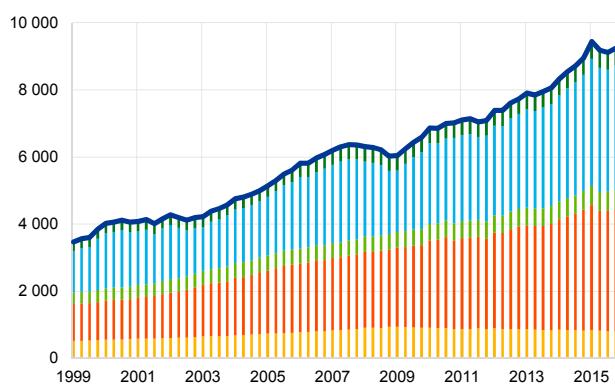
**Les SAFP sont également une source importante de financement pour le secteur privé.** Ils détiennent, respectivement, 19 % et 15 % des titres de créance émis par les SNF et par les banques de la zone euro et environ 3 % des actions cotées émises par ces secteurs. Dans le même temps, les SAFP détiennent 20 % des titres de créance émis par les emprunteurs souverains de la zone euro. En revanche, les prêts consentis par les SAFP aux ménages et aux SNF de la zone euro sont relativement marginaux, représentant seulement 3 % et 1 %, respectivement, du total des créances de prêts relatives à ces catégories<sup>56</sup>. Toutefois, dans certains pays de la zone euro, les sociétés d'assurance ont commencé à concurrencer les banques sur le marché des prêts hypothécaires accordés aux ménages, la nouvelle législation et l'innovation technologique permettant la fourniture de prêts *via* des plateformes internet spécialisées.

**Graphique 10**

Actifs financiers détenus par les SAFP de la zone euro

(encours ; en milliards d'euros)

- Actifs financiers totaux
- Monnaie et dépôts
- Titres de créance
- Prêts
- Actions et parts de fonds d'investissement monétaires et non monétaires
- Autres



Source : BCE.

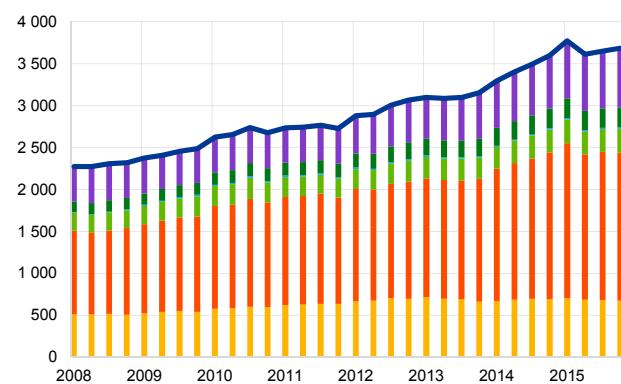
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

**Graphique 11**

Titres de créance détenus par les SAFP de la zone euro, par secteur émetteur

(encours ; en milliards d'euros)

- Total
- IFM
- Administrations publiques
- AIF
- SAFP
- SNF
- Reste du monde



Source : BCE.

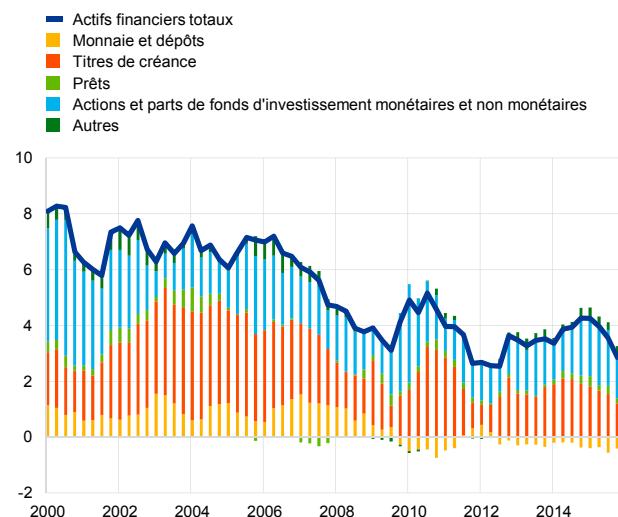
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2015.

<sup>56</sup> Les chiffres relatifs aux prêts sont nets des expositions intra-sectorielles.

## Graphique 12

### Placements financiers des SAFP de la zone euro

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



Source : BCE.

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

**Après s'être inscrits en léger recul immédiatement après la crise financière mondiale, les actifs financiers des SAFP ont fortement progressé au cours des dernières années.** Les déterminants de cette évolution sont probablement similaires à ceux mentionnés pour les fonds d'investissement non monétaires et incluent des facteurs liés au vieillissement de la population et aux effets positifs d'une politique monétaire accommodante sur la confiance, sur la prise de risque et sur les prix des titres. Dans ce contexte, les SAFP ont accru leur exposition au risque, dans les limites imposées par les obligations statutaires, en privilégiant l'acquisition d'actions et de parts de fonds d'investissement non monétaires au détriment des titres de créance (cf. graphique 12). De fait, en 2014 et en 2015, les flux annuels des SAFP vers ces instruments ont atteint des niveaux analogues à ceux observés en 1999 et en 2000. Cela illustre encore une fois le fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire décrits dans la section 2.

**L'examen de la période qui a précédé la crise financière mondiale fournit des preuves supplémentaires que les choix de portefeuille des SAFP réagissent aux cycles financiers<sup>57</sup>.** En particulier, entre 2003 et 2008, les SAFP ont accru leurs portefeuilles de titres de créance dans une bien plus grande mesure que leur exposition aux actions et ce, malgré une situation favorable sur les marchés boursiers et un aplatissement de la courbe des taux (cf. graphique 12). Ce comportement reflète une évolution de l'appétence pour le risque des SAFP après les pertes subies dans le sillage de l'éclatement de la bulle internet en 2000, qui les a forcés à redresser leurs bilans. En outre, la réaction des SAFP à différents changements de la réglementation, aux effets de valorisation et à des modifications comptables a également joué un rôle<sup>58</sup>.

## 5

## Conclusion

**Les banques de la zone euro ayant réduit l'offre de crédit après la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le rôle des secteurs des non-IFM dans l'intermédiation financière s'est accru et a contribué à atténuer les effets de ces crises sur l'économie de la zone euro.** Cette tendance a été favorisée par le très bas niveau des taux d'intérêt, qui a incité

<sup>57</sup> Les séries chronologiques relatives aux SAFP remontent au début des années 2000, plus loin que celles des autres secteurs des non-IFM présentés dans la section 4.

<sup>58</sup> Cf. également *ESRB report on the regularly treatment of sovereign exposures*, Comité européen du risque systémique, mars 2015, *Risk transfer and the insurance industry, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, Fonds monétaire international, avril 2004 et *Risk management and the pension fund industry, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, Fonds monétaire international, septembre 2004.

les investisseurs à une quête de rendement, par des facteurs structurels tels que le vieillissement de la population dans la zone euro et par une certaine marge de manœuvre en termes d'arbitrage réglementaire. Dans ce contexte, les fonds d'investissement non monétaires et les SAFP ont très fortement accru leur rôle dans l'intermédiation financière dans la zone euro au cours des dernières années. Détentrices d'importants portefeuilles de titres de créance et d'actions, ces entités ont fourni un volume de financement significatif à l'économie réelle, bien que non exclusivement au bénéfice de la zone euro, lesdits portefeuilles étant généralement diversifiés à l'échelle mondiale. Parmi les autres AIF, les sociétés de capital-risque ont probablement bénéficié de la quête de rendement, tandis que les activités des EVS sont souvent liées à l'arbitrage fiscal pour le compte de sociétés commanditaires.

**Ces évolutions ont des conséquences sur la transmission de la politique monétaire.** Comme le montre la section 2, les canaux de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle s'appliquent tout autant aux IFM qu'aux non-IFM, sous des formes différentes toutefois. Cependant, des différences de modèles d'activité entre ces deux groupes d'intermédiaires financiers de la zone euro, qui se reflètent également dans la réglementation et la surveillance, impliquent que le rôle globalement plus important des non-IFM est susceptible d'accélérer la transmission - indirecte - de la politique monétaire.

**Le rôle accru des non-IFM appelle une analyse plus intégrée des interactions entre les différents intermédiaires financiers et les canaux de transmission qui complètent ou remplacent les canaux traditionnels des prêts bancaires et des taux d'intérêt.** S'agissant des différents secteurs au sein des non-IFM, les fonds d'investissement non monétaires et les SAFP exercent une incidence peut-être moins significative sur la transmission de la politique monétaire. Comme les IFM, ils sont soumis à une réglementation et à une surveillance, ce qui implique une transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle probablement analogue à celle constatée pour les IFM, mais *via* des canaux différents. En revanche, cela n'est pas forcément vrai pour le secteur des autres AIF. Le fait que certains autres AIF ne soient pas soumis au même niveau de surveillance que les banques justifie qu'ils fassent l'objet d'un suivi particulier, car le financement qu'ils fournissent peut se révéler d'une nature plus cyclique, avec des implications pour la stabilité de la transmission de la politique monétaire. Toutefois les données sont rares, en particulier dans cette partie du système financier de la zone euro, mais des séries chronologiques plus longues et de nouvelles statistiques, telles que les données « de qui à qui » présentées dans l'encadré 2 de cet article, pourraient remédier à certaines de ces lacunes dans le futur.

# L'orientation budgétaire de la zone euro

Le présent article examine le concept d'une orientation budgétaire globale appropriée de la zone euro dans le contexte de l'architecture institutionnelle de l'Union économique et monétaire (UEM). À cet effet, il évalue les récentes initiatives visant à améliorer la coordination des politiques budgétaires nationales en vue d'assurer une orientation budgétaire appropriée à l'échelle de la zone euro, qui équilibre les objectifs de finances publiques viables et de stabilisation macroéconomique.

Il existe un large consensus sur le fait que les politiques budgétaires nationales doivent garantir la viabilité de la dette publique, tout en permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement pour amortir les chocs spécifiques aux pays. Parallèlement, en cas de crise très grave, telle que la profonde récession de 2008-2009, les stabilisateurs budgétaires automatiques seuls pourraient ne pas suffire pour absorber le choc, et une action discrétionnaire supplémentaire peut alors être nécessaire, à condition qu'elle ne mette pas en danger la viabilité budgétaire à moyen terme. Ces éléments sont tous intégrés dans les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Toutefois, le PSC ne comporte pas de règles pour les pays qui ont dépassé leurs objectifs.

Il se peut que, dans certaines circonstances, la conduite indépendante de politiques budgétaires nationales n'aboutisse pas à une orientation budgétaire globale appropriée de la zone euro. Le présent article examine les propositions du rapport des cinq présidents<sup>59</sup> à cet égard, y compris la mise en place d'un comité budgétaire européen (qui devrait devenir opérationnel en septembre 2016) afin de conseiller la Commission européenne sur une orientation budgétaire appropriée, tant au niveau national qu'européen, dans le respect des règles du PSC. À plus long terme, ce rapport envisage la création d'un Trésor de la zone euro, afin d'améliorer la prise de décision commune en ce qui concerne les politiques économique et budgétaire, et la mise en place d'un mécanisme de stabilisation macroéconomique de la zone euro.

## 1 Introduction

**Au sein de l'Union économique et monétaire (UEM), les politiques budgétaires constituent une responsabilité nationale. À cet égard, elles doivent garantir la viabilité de la dette publique et amortir les chocs spécifiques aux pays.** La viabilité des finances publiques est une condition préalable pour garantir la stabilité des prix au sein de la zone euro. Parallèlement, au sein d'une union monétaire, la politique budgétaire demeure un outil essentiel à la disposition des gouvernements nationaux pour réagir aux circonstances spécifiques aux pays. En l'absence d'une autorité budgétaire centrale, les politiques budgétaires nationales sont régies par le cadre budgétaire commun de l'UE, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC),

<sup>59</sup> Cf. *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, Commission européenne, Bruxelles, juin 2015, à l'adresse [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_fr.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_fr.pdf)

adopté en 1997 pour rendre opérationnelles les règles budgétaires du Traité de Maastricht<sup>60</sup>. Dans le PSC, les politiques budgétaires nationales sont considérées comme une question d'intérêt commun : elles doivent être coordonnées et ne doivent pas être autorisées à imposer des coûts disproportionnés à d'autres participants de l'UEM<sup>61</sup>.

**Le cadre du PSC aide les États membres à atteindre des positions budgétaires saines et permet d'amortir les fluctuations conjoncturelles normales via les stabilisateurs automatiques.** Les États membres établissent des objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) qui visent à progresser vers des finances publiques viables, tout en permettant une marge de manœuvre budgétaire. Les ajustements nécessaires pour atteindre les OMT sont définis en termes structurels (c'est-à-dire nets de l'incidence du cycle et des mesures ponctuelles) et permettent donc en général aux stabilisateurs automatiques de jouer pleinement. Ils doivent être suffisants pour traiter les évolutions conjoncturelles normales au niveau national. Dans ces circonstances, le réglage fin discrétionnaire du cycle, par le biais de mesures actives de politique budgétaire, est généralement considéré comme relativement inefficace<sup>62</sup>. Dans le même temps, le PSC ne contient aucune règle relative à la conduite de la politique budgétaire pour les pays ayant dépassé leurs obligations minimales. À cet égard, il est asymétrique.

**Le cadre actuel de la gouvernance budgétaire de l'UE ne contient pas de règles ou d'instruments permettant de gérer directement l'orientation budgétaire globale de la zone euro, ce qui constitue une différence essentielle par rapport aux fédérations budgétaires telles que les États-Unis.** En fait, en l'absence d'instruments de politique budgétaire au niveau central, l'orientation budgétaire de la zone euro est simplement la somme des orientations budgétaires des différents pays de la zone. Toutefois, dans certaines situations, une gestion plus active de l'orientation de la politique budgétaire de la zone euro peut sembler justifiée dans une perspective globale. Le PSC contient des dispositions permettant aux pays d'effectuer une relance budgétaire dans des circonstances exceptionnelles, à condition que cela ne mette pas en danger la viabilité budgétaire à moyen terme. Dans le même temps, le PSC n'oblige pas les pays ayant une marge de manœuvre budgétaire à utiliser celle-ci. Il n'existe donc pas de garantie que la coordination des politiques budgétaires nationales via le PSC aboutisse à une orientation budgétaire globale appropriée de l'ensemble de la zone euro. De ce fait, le rapport des cinq présidents, *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, publié mi-2015, souligne la nécessité de réfléchir à des moyens de

<sup>60</sup> Cf. également *L'UEM et la conduite des politiques budgétaires*, *Bulletin mensuel*, janvier 2004.

<sup>61</sup> Cf. l'article 121 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, qui dispose que « les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil » et l'article 126, qui dispose que « les États membres évitent les déficits publics excessifs ». L'article 126 poursuit en énonçant que le respect de la discipline budgétaire sera examiné sur la base de deux critères, le ratio de déficit public et le ratio de dette publique, par rapport à certaines valeurs de référence (spécifiées comme égales à 3 % et 60 % du PIB, respectivement, dans le protocole n° 12 sur la procédure concernant les déficits excessifs).

<sup>62</sup> Cf. *Les incidences de la politique budgétaire sur la stabilité macroéconomique et les prix*, *Bulletin mensuel*, avril 2004, et *Le jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro*, *Bulletin mensuel*, avril 2002.

faire en sorte que « la somme des soldes budgétaires nationaux conduise à une orientation budgétaire appropriée au niveau de l'ensemble de la zone euro »<sup>63</sup>.

**Le rapport des cinq présidents envisage, comme étape d'une refonte complète de l'architecture institutionnelle de l'UEM, un pilotage plus actif de l'orientation budgétaire de la zone euro.** Dans ce contexte, il envisage la mise en place d'un Trésor de la zone euro afin de prendre plus de décisions collectives en matière de politique budgétaire. Le rapport propose également la création d'un mécanisme central de stabilisation macroéconomique pour compléter les stabilisateurs automatiques au niveau national si les budgets nationaux atteignent leurs limites en raison de chocs macroéconomiques très importants.

**Lors de l'évaluation du « caractère approprié » de l'orientation budgétaire tant au niveau national qu'européen, la Commission européenne sera conseillée à l'avenir par un nouveau comité budgétaire européen, qui devrait devenir opérationnel en septembre 2016.** Selon le rapport des cinq présidents, le comité budgétaire européen « doit permettre d'améliorer le respect des règles budgétaires communes, de mieux informer le débat public et de renforcer la coordination des politiques budgétaires nationales »<sup>64</sup>.

**Le présent article examine le concept d'une orientation budgétaire globale appropriée de la zone euro dans le contexte du cadre institutionnel de l'UE.** À cet effet, il évalue les récentes initiatives visant à améliorer la coordination des politiques budgétaires nationales en vue d'assurer une orientation budgétaire appropriée à l'échelle de la zone euro, qui équilibre les objectifs de finances publiques viables et de stabilisation macroéconomique.

**L'article est structuré de la manière suivante :** la section 2 examine brièvement les évolutions de l'orientation budgétaire de la zone euro au cours de la décennie écoulée. La section 3 analyse ensuite le concept d'une orientation budgétaire globale appropriée de la zone euro. La section 4 réfléchit aux limites de la coordination de l'orientation budgétaire de la zone euro au sein du cadre budgétaire actuel de l'UE. À partir de cette analyse, la section 5 propose des considérations institutionnelles relatives aux travaux du comité budgétaire européen envisagé ainsi qu'à un Trésor et à une compétence budgétaire de la zone euro. La section 6 présente des éléments de conclusion.

## 2 Évolutions récentes de l'orientation budgétaire de la zone euro

**L'orientation budgétaire vise à rendre compte des mesures discrétionnaires des gouvernements.** Deux mesures principales de l'orientation budgétaire sont utilisées en pratique (cf. l'encadré 1). La première mesure est la variation du solde primaire corrigé du cycle, qui enlève la composante conjoncturelle et les paiements

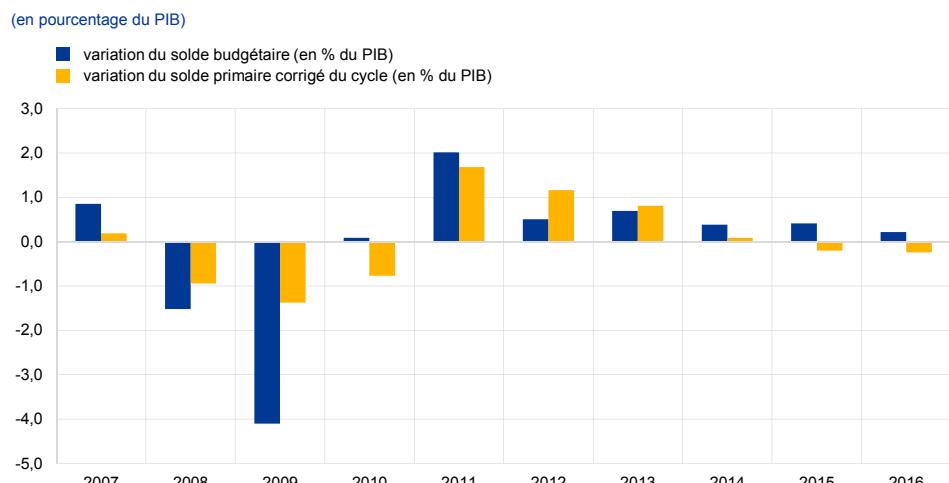
<sup>63</sup> Cf. *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, op. cit.

<sup>64</sup> Cf. *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, op. cit.

d'intérêts des soldes budgétaires globaux. La deuxième mesure est l'estimation ascendante des mesures discrétionnaires, qui résument les résultats des mesures incluses dans les budgets nationaux.

**Comme le montre le graphique 1, après plusieurs années de resserrement, l'orientation budgétaire globale de la zone euro semble désormais être devenue modérément expansionniste.** Le graphique illustre l'orientation budgétaire pour la période allant de 2007 à 2016, mesurée par la variation du solde budgétaire primaire corrigé du cycle. Il montre que l'orientation budgétaire s'est assouplie en 2008-2010, reflétant l'incidence de plusieurs mesures de relance, y compris le Plan européen pour la relance économique que la Commission a lancé en novembre 2008 et qui représentait environ 1,5 % du PIB de la zone euro. Un resserrement de l'orientation budgétaire globale de la zone euro a ensuite été observé au cours de la période 2011-2013, reflétant les vastes programmes d'assainissement mis en œuvre dans les pays de la zone afin de restaurer la viabilité de la dette et de corriger les déficits excessifs qui étaient apparus lors de la crise de la dette souveraine. En 2014, l'orientation budgétaire a été globalement neutre en l'absence de mesures d'ajustement budgétaire généralisées dans la plupart des pays de la zone euro. Selon les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne, l'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait être modérément expansionniste en 2015-2016.

**Graphique 1 Variations du solde budgétaire total et du solde primaire corrigé du cycle de l'ensemble de la zone euro**



Sources : AMECO, calculs de la BCE.

## Encadré 1

### Mesurer l'orientation budgétaire

**L'impulsion initiale donnée par les politiques budgétaires à l'économie est transmise via plusieurs canaux, qui diffèrent en fonction de la capacité du gouvernement à influer sur les résultats budgétaires à court terme.** Un des principaux canaux agit par le biais de « stabilisateurs budgétaires automatiques », qui régulent la demande privée de façon automatique par

l'intermédiaire des caractéristiques structurelles des budgets des États. En particulier, durant un ralentissement de l'activité, sans aucune action du gouvernement, les allocations de chômage et les prestations sociales s'accroissent, tandis que les recettes fiscales tendent à diminuer, contribuant ainsi à lisser le cycle d'activité. L'ampleur de cette stabilisation automatique est étroitement liée à l'importance du système de protection sociale et au système fiscal<sup>65</sup>. De plus, les politiques budgétaires peuvent avoir un effet sur l'activité économique à travers la mise en œuvre, par les gouvernements, de mesures budgétaires discrétionnaires affectant les dépenses et les recettes publiques<sup>66</sup>.

**Le concept d'orientation budgétaire vise à isoler la part de l'impulsion budgétaire initiale donnée à l'activité économique qui découle des actions discrétionnaires mises en œuvre par les gouvernements.** En pratique, deux mesures principales de l'orientation budgétaire sont utilisées. Premièrement, la variation du solde primaire corrigé du cycle<sup>67</sup>, qui supprime la composante cyclique et les paiements d'intérêt du solde total. Deuxièmement, les estimations ascendantes des actions discrétionnaires mises en œuvre, qui combinent les résultats des actions de politique économique incluses dans les budgets nationaux.

**L'orientation budgétaire telle que mesurée par le solde primaire corrigé du cycle est difficile à évaluer en temps réel.** Premièrement, séparer les variations du solde budgétaire total liées à la politique économique de celles liées à l'effet du cycle d'activité nécessite de connaître l'écart de production, c'est-à-dire la production effective rapportée à la production potentielle. Toutefois, les estimations en temps réel de cette dernière, qui est une variable non observable, sont sujettes à de fréquentes révisions *ex post*. Cela fausse la mesure de l'orientation budgétaire en temps réel, une part trop importante ou trop faible de l'impulsion budgétaire étant attribuée aux actions discrétionnaires<sup>68</sup>. Deuxièmement, l'orientation budgétaire peut être faussée en temps réel *via* les variations des recettes publiques résultant de leur réaction à la croissance économique non conforme aux élasticités standard. En période de reprise économique, par exemple, l'orientation budgétaire mesurée peut signaler une hausse des recettes publiques qui, en temps réel, sera considérée comme résultant des actions discrétionnaires mises en œuvre. *Ex post*, toutefois, il peut s'avérer qu'elle était due à des recettes exceptionnelles liées à des évolutions transitoires des assiettes fiscales résultant de fluctuations temporaires des prix des actifs et du pétrole, par exemple.

**En revanche, les estimations ascendantes des mesures de politique économique discrétionnaires visent à identifier l'incidence des différentes mesures fiscales et budgétaires.** Du côté des recettes, identifier une mesure et évaluer son incidence par rapport à un scénario de politiques inchangées est relativement simple. Du côté des dépenses, distinguer une mesure relative aux dépenses de l'effet d'autres facteurs économiques (par exemple le chômage, les évolutions démographiques) est moins évident et requiert de mesurer les variations des dépenses par rapport à une référence qui, dans l'idéal, devrait être exogène. Ainsi, dans le cadre

<sup>65</sup> Un autre effet est lié à la charge de la dette publique, qui induit un flux financier entre l'État et l'économie. Toutefois, à court terme, la capacité des gouvernements à influer sur le volume des paiements d'intérêts est limitée et passe essentiellement par des stratégies de gestion de la dette.

<sup>66</sup> Pour une vue d'ensemble de l'impulsion budgétaire et de ses composantes, cf. section 3.2 de A. van Riet (ed.), *Euro area fiscal policies and the crisis, Occasional Paper Series*, n° 109, BCE, 2010.

<sup>67</sup> En pratique, des variantes de cette mesure, telles que la variation du solde structurel ou du solde structurel primaire (cf. encadré 3), sont également utilisées.

<sup>68</sup> Pour une analyse plus détaillée, cf. C. Kamps, R. De Stefani, N. Leiner-Killing, R. Rüffer et D. Sondermann, *The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework, Occasional Paper Series*, n° 157, BCE, 2014.

du volet préventif du PSC, la référence pour les dépenses est fondée sur une moyenne à long terme de la croissance potentielle, tandis que l'approche ascendante dans le cadre du volet correctif se fonde sur la croissance tendancielle. Ces variables de croissance sont également non observables<sup>69</sup>.

**Au total, il est nécessaire que les recommandations de politique économique relatives à l'orientation budgétaire prennent en compte les difficultés entourant sa mesure.** Non seulement l'ampleur « exacte » des mesures budgétaires est difficile à saisir en temps réel, mais leur orientation l'est également. De fait, il est impossible de conclure avec certitude si l'orientation se durcit ou s'assouplit, ou si l'évolution intervient dans un environnement économique qui s'améliore ou bien se détériore et ce, en raison des difficultés entourant la détermination de la position d'un pays dans le cycle.

---

### 3 Comment définir une orientation budgétaire appropriée pour la zone euro ?

#### 3.1 L'orientation budgétaire et l'arbitrage entre viabilité et stabilisation

**Les politiques budgétaires discrétionnaires sont généralement considérées comme des instruments peu efficaces de stabilisation macroéconomique lors des cycles économiques normaux.** Tout d'abord, il faut du temps pour adopter et mettre en œuvre une mesure budgétaire, en particulier les nouveaux programmes de grande ampleur (« délai de mise en œuvre »). Ensuite, les mesures budgétaires qui soutiennent l'économie sont généralement difficiles à inverser après leur mise en œuvre, en raison de la résistance des groupes bénéficiaires. Enfin, il est difficile de doser exactement l'ampleur, le calendrier et le mécanisme économique d'une mesure d'incitation budgétaire. Par conséquent, il peut arriver que l'impact économique d'une mesure discrétionnaire de relance budgétaire ne commence à se faire sentir qu'une fois le redressement de l'économie déjà amorcé, rendant ainsi cet instrument procyclique plutôt que contracyclique<sup>70</sup>.

**Il existe donc un large consensus selon lequel les stabilisateurs budgétaires automatiques représentent la « première ligne de défense » en constituant une réponse prévisible et systématique aux chocs asymétriques normaux<sup>71</sup>.** En

<sup>69</sup> Pour une analyse plus détaillée, cf. *Évaluation de l'effort budgétaire* du *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2014.

<sup>70</sup> Cf. J. B. Taylor, *Reassessing discretionary fiscal policy*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, n° 3, 2000, pp. 21-36. Pour une analyse détaillée du rôle de la relance budgétaire dans l'économie (y compris les caractéristiques souhaitables : intervenir au moment opportun, être ciblée et de nature temporaire), cf. A. van Riet, *op. cit.*

<sup>71</sup> Les modèles DSGE (modèles d'équilibre général stochastique dynamique) néo-keynésiens traditionnels reflètent également l'opinion dominante selon laquelle le rôle essentiel en termes de stabilisation macroéconomique doit être joué par la politique monétaire, tandis que le rôle de la politique budgétaire doit se limiter au jeu des stabilisateurs automatiques. Cf. C. Brendon et G. Corsetti, *COEURE Survey : Fiscal and Monetary Policies after the Crises*, *CEPR Discussion Papers*, n° 11088, 2016. Cf. également la discussion dans A. van Riet, *op. cit.*

particulier, durant un ralentissement, sans aucune action du gouvernement, les allocations de chômage et les prestations sociales s'accroissent, tandis que les recettes fiscales tendent à diminuer, contribuant ainsi à lisser le cycle d'activité. Au sein de la zone euro, l'ampleur de ces stabilisateurs budgétaires automatiques est variable selon les pays, mais elle est, par exemple, relativement importante en moyenne par rapport aux États-Unis, les systèmes de prestations sociales et de fiscalité étant plus développés dans les pays de la zone euro<sup>72</sup>.

**Dans des circonstances exceptionnelles, les stabilisateurs automatiques seuls peuvent être considérés comme insuffisants pour amortir l'impact très préjudiciable et prolongé de fluctuations très importantes au cours du cycle<sup>73</sup>.** Parallèlement, l'efficacité d'une relance budgétaire discrétionnaire est généralement plus grande dans de telles circonstances. Même si une incertitude considérable entoure l'incidence des multiplicateurs budgétaires à court terme, des données récentes indiquent que les multiplicateurs peuvent être plus élevés lors des récessions profondes et des crises financières ou lorsque la politique monétaire est contrainte. Lorsque la crise est sévère et prolongée, les risques de mal identifier l'apparition d'un choc et sa profondeur sont plus limités et le risque d'une erreur de politique est donc plus faible. Dans le même temps, les multiplicateurs budgétaires peuvent être faibles (ou même négatifs) lorsque les niveaux de la dette publique sont élevés et lorsque les inquiétudes relatives à sa viabilité augmentent<sup>74</sup>.

**L'orientation budgétaire a une incidence à la fois sur la viabilité budgétaire et sur la stabilisation, ce qui implique un arbitrage pour les politiques expansionnistes.** C'est ainsi qu'une mesure de relance budgétaire tendrait à augmenter la production à court terme mais accroîtrait la dette en parallèle et agraverait ainsi les risques pour la viabilité. L'ampleur de ces différents effets dépend de la nature de la relance budgétaire (permanente ou temporaire, types d'instruments utilisés), de la situation budgétaire de départ et des conditions financières et macroéconomiques observées, etc<sup>75</sup>.

**Une orientation budgétaire est généralement considérée comme appropriée si elle assure un équilibre adéquat entre les objectifs de viabilité et de stabilisation de la politique budgétaire.** Il n'existe donc généralement pas simplement une orientation budgétaire « appropriée », mais plutôt une gamme d'orientations, qui équilibrivent toutes les objectifs de stabilisation et de viabilité, mais

<sup>72</sup> Les estimations diffèrent selon les études. Cf. , par exemple, M. Dolls, C. Fuest et A. Peichl, *Automatic Stabilizers and Economic Crisis : US vs. Europe*, NBER Working Paper Series, n° 16275, National Bureau of Economic Research, 2010, qui conclut que les stabilisateurs automatiques absorbent 38 % d'un choc proportionnel affectant les revenus dans l'UE, contre 32 % aux États-Unis.

<sup>73</sup> Pour une analyse, cf. C. Brendon et G. Corsetti, *op. cit.* Tout en avertissant que la politique budgétaire discrétionnaire est normalement moins efficace que la politique monétaire comme outil contracyclique, Taylor (*op. cit.*) souligne que la politique budgétaire pourrait jouer un rôle dans les situations où la politique monétaire est contrainte à la borne zéro des taux d'intérêt. Dans ce cas, il conviendrait d'expliquer clairement la façon d'utiliser la politique budgétaire, les règles étant plus difficiles à spécifier et à mettre en pratique que les règles parallèles concernant la politique monétaire. Cf. également la discussion dans l'encadré 2.

<sup>74</sup> Pour un examen plus approfondi, cf. l'article intitulé *Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire*, *Bulletin mensuel*, avril 2014.

<sup>75</sup> Pour une discussion concernant les effets de l'assainissement budgétaire sur la production et la dette, cf. également T. Warmedinger, C. Checherita-Westphal et P. Hernández de Cos, *Fiscal multipliers and beyond*, Occasional Paper Series, n° 162, BCE, 2015.

en attribuant des pondérations différentes à chaque objectif. La littérature théorique et empirique ne propose pas d'indications claires de la position d'équilibre optimal. Elle indique, toutefois, que les gouvernements doivent réagir plus vigoureusement aux contraintes de viabilité quand leurs niveaux de dette sont élevés. En effet, dans ces cas, l'impact de l'ajustement budgétaire sur la stabilisation de la production est atténué par les effets de confiance *via* le canal des taux d'intérêt. Par conséquent, toute recommandation concernant une orientation budgétaire « appropriée » exige une mise en œuvre des objectifs de viabilité et de stabilisation, ce qui implique de tenir compte du niveau d'endettement du pays (cf. l'encadré 3 pour une évaluation de la mesure de la Commission européenne permettant de juger le caractère approprié de l'orientation budgétaire).

**L'évaluation des besoins de stabilisation n'est pas simple.** Généralement, la décision d'un gouvernement d'augmenter ou de diminuer le soutien à l'économie dépend de son évaluation de l'état de l'économie, mesuré par exemple par le niveau de l'écart de production, et de la rapidité à laquelle le gouvernement veut le combler. Cependant, comme l'explique l'encadré 1, les estimations de l'écart de production sont entourées d'un fort degré d'incertitude et peuvent donc envoyer de mauvais signaux en temps réel quant aux besoins de stabilisation<sup>76</sup>. C'est pour cette raison que la politique monétaire a depuis longtemps réduit l'accent mis sur les indicateurs non observés, tels que l'écart de production, dont l'erreur de mesure a été l'un des principaux facteurs à l'origine de la Grande inflation des années soixante-dix<sup>77</sup>.

**Il n'existe pas non plus d'indicateur simple permettant d'évaluer si la dette d'un gouvernement est viable.** La viabilité de la dette publique signifie que le service de la dette publique accumulée doit pouvoir être assuré à tout moment<sup>78</sup>. Cela étant, toute analyse de la viabilité de la dette souveraine est sensible aux hypothèses utilisées<sup>79</sup>. Un cadre d'analyse complet de la viabilité de la dette souveraine doit généralement examiner à la fois la dynamique de la dette et le niveau auquel elle se stabilise, tester la résistance de la trajectoire de la dette pour différents scénarios adverses et tenir compte d'autres indicateurs pertinents (par exemple, les besoins de financement brut d'un gouvernement, la structure de la dette publique, l'importance des engagements conditionnels, la qualité des institutions et les risques politiques). Dans ses évaluations de la viabilité réalisées conformément au cadre de gouvernance européen, la Commission européenne utilise trois indicateurs, qui visent à résumer les risques à court, moyen et long terme, parallèlement au cadre plus complet d'analyse de la viabilité de la dette souveraine. Dans ce contexte, l'encadré 2 propose une vue d'ensemble de la façon dont les fonctions de réaction budgétaires (estimées) passées ont traité empiriquement la réponse aux objectifs de stabilisation et de viabilité.

<sup>76</sup> Cf. J. Cimadomo, *Fiscal policy in real time*, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 114, n° 2, 2012, pp. 440-465, et C. Kamps et. al., *op. cit.*

<sup>77</sup> Cf. *La « Grande inflation » et ses enseignements pour la politique monétaire*, *Bulletin mensuel*, mai 2010.

<sup>78</sup> Pour un examen des concepts théoriques et pratiques de la viabilité, cf. l'article intitulé *Analyse de la soutenabilité de la dette publique dans la zone euro*, *Bulletin mensuel*, avril 2012.

<sup>79</sup> Cf. , par exemple, les cadres de viabilité de la dette souveraine du FMI et de la Commission dans *Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries*, FMI, 2013, et *Fiscal Sustainability Report 2015* (Rapport 2015 sur la viabilité des finances publiques), Commission européenne, janvier 2016.

## Encadré 2

### Les fonctions de réaction budgétaires

**La littérature relative aux fonctions de réaction budgétaires peut apporter un éclairage sur le comportement budgétaire passé des pays de la zone euro en termes de viabilité et de stabilisation.** S'il ne suffit pas à garantir des politiques appropriées dans le futur, le comportement budgétaire passé peut toutefois fournir des indications utiles sur la mesure dans laquelle les gouvernements ont pris en considération les objectifs de viabilité et/ou de stabilisation. Selon Bohn (1998)<sup>80</sup>, le cadre de réaction budgétaire est couramment utilisé comme un test faible de la viabilité budgétaire. Par conséquent, on considère que les gouvernements respectent les contraintes de viabilité s'ils réagissent de façon systématique à une hausse du ratio dette/PIB par une augmentation de leur ratio d'excédent primaire<sup>81</sup>. La littérature recouvre des objectifs de recherche connexes, y compris l'estimation des « réactions fiscales » dans les travaux relatifs aux règles de politique monétaire (Taylor, 2000)<sup>82</sup> ou portant sur les régimes de politique budgétaire actifs et passifs (Leeper, 1991)<sup>83</sup>. La plupart des études empiriques sur les fonctions de réaction budgétaires testent la condition de viabilité en estimant la réaction de la politique budgétaire (habituellement, le solde primaire mais également le solde primaire corrigé du cycle) par rapport au ratio de dette (valeur retardée) et en prenant en compte les conditions conjoncturelles (écart de production courant), en plus d'autres facteurs. La spécification d'une fonction de réaction budgétaire à la fois en termes de dette et d'écart de production permet d'évaluer les efforts fournis par les responsables de la politique économique (ou l'absence d'efforts) pour stabiliser la dette publique et la production<sup>84</sup>.

**Si l'utilisation d'une règle de politique monétaire, telle que la règle de Taylor, a donné de bons résultats dans le passé<sup>85</sup>, la littérature relative à la fonction de réaction budgétaire ne fournit pas de coefficients de réaction « de référence » pour établir un comportement normatif.** En revanche, un coefficient de réaction positif et statistiquement pertinent pour la valeur retardée de la dette est considéré comme une condition suffisante, mais non nécessaire, de viabilité. Plus le coefficient est élevé, plus la réaction à une hausse de la dette est forte. Il convient d'être particulièrement prudent lorsque l'on tire des conclusions concernant la viabilité de la dette uniquement à partir des estimations de la fonction de réaction budgétaire fondée sur le comportement passé. S'agissant de la réaction budgétaire à l'écart de production, un coefficient de

<sup>80</sup> Cf. H. Bohn, *The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, 1998.

<sup>81</sup> Comme l'ont souligné plusieurs études, cela ne peut être considéré que comme un test faible de viabilité, entre autres parce qu'il existe probablement une limite supérieure pour les excédents primaires en proportion du PIB. À des niveaux de ratios de dette très élevés, la probabilité de « fatigue budgétaire » est plus élevée. Cf. A. R. Gosh, J. I. Kim, E. G. Mendoza, J. D. Ostry et M. S. Quereshi, *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*, *Economic Journal*, vol. 123, n° 566, février 2013.

<sup>82</sup> Cf. J.B. Taylor, op. cit. Pour une application, cf. J. Galfi et R. Perotti, *Fiscal policy and monetary integration in Europe*, *Economic Policy*, vol. 18, n° 37, octobre 2003.

<sup>83</sup> Cf. E. Leeper, *Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, n° 1, 1991. Pour une application, cf. A. Afonso et P. Toffano, *Fiscal regimes in the EU*, *Working Paper Series*, n° 1529, BCE, avril 2013.

<sup>84</sup> Cf., entre autres, l'analyse dans M. Plödt, et C. Boeing-Reicher, *Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification*, *Journal of Macroeconomics*, vol. 46, décembre 2015.

<sup>85</sup> En ce qui concerne la réaction des taux d'intérêt réels à court terme, Taylor a proposé des coefficients de 0,5 pour les écarts tant de production que d'inflation, des « valeurs proches de cette suggestion étant couramment trouvées dans les travaux empiriques des années mille neuf cent quatre-vingts aux États-Unis » et « donnant de bons résultats dans les simulations réalisées à partir de modèles » (cf. Taylor, op. cit.).

réaction positif (négatif) et statistiquement pertinent est généralement interprété comme l'indication d'une politique budgétaire contracyclique (procyclique).

**Pour les pays de la zone euro, d'après la littérature relative à la fonction de réaction budgétaire, les gouvernements ont, en moyenne, pris en considération (dans une certaine mesure) les contraintes de viabilité.** La réactivité semble avoir été bien plus prononcée durant la crise de la dette souveraine récemment observée dans la zone euro, qui a débuté par la crise financière et économique mondiale de 2008<sup>86</sup>. Globalement, on décèle des non-linéarités dans la réaction du gouvernement à la dette, l'objectif de viabilité faisant l'objet de plus d'attention lorsque le niveau d'endettement est élevé<sup>87</sup>. Les données relatives à la réactivité durant la période post-Maastricht et pendant la période de participation à la zone euro sont plus contrastées, mais certaines études récentes font état d'une réactivité en moyenne plus forte après le Traité de Maastricht, suivie, toutefois, d'un affaiblissement durant la période ayant précédé la crise dans la zone euro<sup>88</sup>.

**S'agissant du rôle de stabilisateur joué par la politique budgétaire, la plupart des travaux font état d'un rôle contracyclique via les stabilisateurs automatiques et, dans une moindre mesure, par le biais de la politique budgétaire discrétionnaire.** Par exemple, certaines études antérieures ont conclu qu'il n'existe pas d'élément attestant que le Traité de Maastricht et le PSC ont empêché les stabilisateurs automatiques de jouer leur rôle dans les pays de la zone euro. Au contraire, ces pays ont renforcé la nature contracyclique de leur politique budgétaire (jusqu'en 2002)<sup>89</sup>. Ces travaux, entre autres, sont parvenus à la conclusion que la politique budgétaire globale et la composante discrétionnaire réagissent d'une façon contracyclique depuis l'adoption du Traité de Maastricht. Toutefois, dans le cas de la politique budgétaire discrétionnaire et de la réactivité durant la période de participation à la zone euro, les données sont moins concluantes.

**Il ressort globalement de la littérature qu'en moyenne, les gouvernements de la zone euro réagissent à la fois aux objectifs de stabilisation et aux objectifs de viabilité.** Plusieurs études font état d'une amélioration de la conduite de la politique budgétaire du point de vue de ces objectifs après Maastricht et dénotent un affaiblissement de la réactivité au début de la zone euro. La crise a constitué un vecteur de discipline en termes de viabilité, la réaction aux niveaux de dette croissants observés dans de nombreux pays de la zone euro durant la crise (au moins jusqu'en 2012-2013, l'étude n'allant pas au-delà) ayant été plus prononcée qu'avant.

---

<sup>86</sup> Cf., entre autres, l'analyse et la vue d'ensemble de la FRF in *Fiscal Sustainability Report 2015*, op. cit.

<sup>87</sup> Cf., par exemple, O. De Groot, F. Holm-Hadulla, et N. Leiner-Killinger, *Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 59, 2015, et Plödt et Boeing-Reicher, op. cit. À des niveaux de ratios de dette très élevés, la probabilité de fatigue budgétaire s'accroît. Cf. Gosh et al., op. cit.

<sup>88</sup> Cf., par exemple, A.S. Bénétrix et P.R. Lane, *Fiscal cyclical and EMU*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 34(C), 2013 ; Plödt et Boeing-Reicher, op. cit. ; A. Weichenrieder et J. Zimmer, *Euro membership and fiscal reaction functions*, *International Tax and Public Finance*, vol. 21, n° 4, 2014. La seconde étude prévient toutefois qu'en termes de pertinence statistique, la différence de réactivité sur la période de participation à la zone euro est sensible aux modifications de spécifications, telles qu'une exclusion de la Grèce du panel.

<sup>89</sup> Cf. Gali et Perotti, op. cit.

### 3.2

### Éléments spécifiques d'une orientation budgétaire appropriée au niveau de la zone euro

**Comme au niveau national, une orientation budgétaire globale appropriée pour la zone euro rechercherait un équilibre entre les objectifs de viabilité et de stabilisation.** En particulier, les besoins de stabilisation macroéconomique seraient évalués par rapport à l'importance de l'écart de production pour l'ensemble de la zone euro, tandis qu'une évaluation des risques pour la viabilité de la dette commencerait par tenir compte des évolutions de la dette publique agrégée.

**Cependant, l'orientation budgétaire globale de la zone euro est actuellement un concept purement mécanique, qui agrège les orientations budgétaires de chaque pays.** En l'absence d'un instrument centralisé de politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro rend simplement compte de la somme des politiques discrétionnaires nationales. La direction de cette orientation peut donc refléter des évolutions très différentes au niveau des pays, avec, par exemple, un resserrement budgétaire dans certains pays et un assouplissement budgétaire dans d'autres. Le résultat risque donc de ne pas être toujours optimal.

#### Des incohérences entre l'évaluation de l'orientation budgétaire au niveau de la zone euro et au niveau national peuvent se produire pour différentes raisons.

Elles peuvent être liées à l'hétérogénéité des préférences qui s'expriment au niveau central de la zone euro et aux divers niveaux nationaux en ce qui concerne l'importance relative des deux objectifs de la politique : garantir la viabilité budgétaire et réaliser la stabilisation macroéconomique. Par conséquent, la poursuite de politiques nationales n'aboutit pas nécessairement à un résultat « optimal » au niveau de la zone euro. De plus, des problèmes peuvent surgir si des insuffisances passées par rapport aux exigences du PSC et les préoccupations de viabilité budgétaire qu'elles entraînent nécessitent un durcissement budgétaire procyclique dans certains pays de la zone euro, tandis que d'autres pays disposant de marges de manœuvre budgétaire bénéficient de conditions macroéconomiques favorables et ne sont donc pas incités à mener des politiques expansionnistes. En effet, dans le contexte des examens des projets de plans budgétaires des pays de la zone euro, l'Eurogroupe a souligné à maintes reprises que, même si l'orientation d'ensemble impliquée par ces plans pouvait être considérée comme globalement appropriée, sa composition entre les pays était problématique : en effet, les pays encore en proie à des déséquilibres budgétaires ne respectaient pas les engagements du PSC, tandis que les pays disposant de marges de manœuvre budgétaire ne les mettaient pas pleinement à profit<sup>90</sup>.

**De plus, une agrégation mécanique risque de ne pas rendre compte correctement de l'impact des politiques nationales sur l'économie de la zone euro.** C'est le cas si une impulsion budgétaire dans un pays de la zone euro se propage dans les autres pays. Les liens commerciaux entre les pays constituent le

---

<sup>90</sup> Cf. , par exemple, *Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2016*, 23 novembre 2015.

principal canal de transmission de ces effets de contagion<sup>91</sup>. Par exemple, si une expansion budgétaire est réalisée dans un pays de la zone euro ayant d'importantes relations commerciales avec des pays extérieurs à la zone, la hausse de la demande intérieure et de la demande de la zone euro sera plus faible que si la même impulsion budgétaire se produisait dans un pays de la zone euro dont les relations commerciales se font essentiellement au sein de cette zone. L'évaluation de l'orientation budgétaire de la zone euro, considérée comme une agrégation purement mécanique des orientations budgétaires nationales, et son impact macroéconomique sur l'économie de la zone peuvent varier pour une impulsion budgétaire donnée, en fonction de l'importance de ces effets de contagion.

**Il est important de noter que l'orientation budgétaire globale de la zone euro peut être considérée comme « appropriée » seulement si elle préserve les besoins de viabilité de l'ensemble des pays de la zone.** Puisque la politique budgétaire dans l'UEM demeure une responsabilité nationale, la viabilité de la dette souveraine doit être assurée dans tous les pays de la zone euro, les problèmes de viabilité dans un pays étant susceptibles d'avoir des implications défavorables pour d'autres pays ainsi que pour la conduite de politiques communes au niveau de la zone euro. Les indicateurs de viabilité appliqués au ratio de dette agrégée de la zone euro ne peuvent donc être utilisés que comme référence ou à titre indicatif. En particulier, une orientation budgétaire souhaitable de la zone euro peut ne pas nécessairement être atteinte *via* l'agrégation des politiques budgétaires nationales si certains pays sont confrontés à des risques sévères relatifs à la viabilité de la dette. En d'autres termes, plus les niveaux de dette sont divergents entre les pays de la zone euro, plus il est probable que l'agrégation des politiques nationales ne conduise pas à une orientation appropriée pour l'ensemble de la zone euro.

---

<sup>91</sup> L'ampleur des effets de contagion budgétaire dépend de différents facteurs, par exemple les élasticités des échanges et d'éventuels effets de confiance sur les marchés financiers affectant les primes de risque souverain. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Les effets de contagion budgétaire dans la zone euro*, *Bulletin mensuel*, avril 2014.

### Encadré 3

La mesure de la Commission européenne pour l'évaluation du caractère approprié de l'orientation budgétaire

**Dans son rapport 2015 sur les finances publiques dans l'UEM, la Commission européenne a proposé un cadre d'évaluation du caractère approprié de l'orientation budgétaire dans la zone euro<sup>92</sup>.** Selon cette approche, l'orientation budgétaire mesurée par la variation du solde primaire structurel (SPS) est analysée au regard de deux critères : d'une part, la nécessité de faire face aux risques pour la viabilité à long terme et, d'autre part, l'objectif d'assurer la stabilisation macroéconomique à court terme.

**La composante relative à la viabilité dans l'évaluation de la Commission est mesurée par une variante de l'« indicateur S1 ».** Plus précisément, l'indicateur S1 quantifie l'ajustement cumulatif du solde primaire structurel au cours des cinq années à venir qui serait nécessaire pour réduire la dette publique à 60 % en 2030, en tenant compte également des engagements implicites liés au vieillissement. Un quart de cet ajustement cumulatif est ensuite traité comme l'effort d'ajustement anticipé requis pour une année donnée afin de respecter le critère de viabilité. L'indicateur S1, qui étend l'effort d'ajustement, ne constitue pas un indicateur de viabilité pur, mais prend implicitement en compte l'objectif de stabilisation. Du seul point de vue de la viabilité, il serait préférable d'anticiper l'intégralité de l'effort durant la première année, ce qui réduirait à son minimum l'effort d'ajustement global<sup>93</sup>.

**Le critère de stabilisation macroéconomique de l'évaluation de la Commission est mesuré par la variation du solde primaire structurel qui serait compatible avec une réduction de l'écart de production de 25 % ou 50 %, respectivement, pour une année donnée<sup>94</sup>.** Les composantes de l'évaluation ayant trait à la viabilité et à la stabilisation ne sont pas liées par des pondérations relatives, mais évaluées séparément. Cette approche a donc pour objet d'apporter une analyse plus positive que normative des évolutions budgétaires, en couvrant un champ allant des critères de viabilité à ceux de stabilisation<sup>95</sup>.

<sup>92</sup> Cf. l'annexe A1, *Report on Public Finances in EMU* (Rapport 2015 sur les finances publiques dans l'UEM), *European Economy – Institutional Papers*, n° 14, Commission Européenne, décembre 2015.

<sup>93</sup> Cf. l'article intitulé *Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire*, op. cit., et T. Warmedinger et al., op. cit.

<sup>94</sup> La variation du solde primaire structurel qui serait mécaniquement compatible avec les variations étudiées de l'écart de production est calculée en prenant pour hypothèse un multiplicateur budgétaire de 0,8.

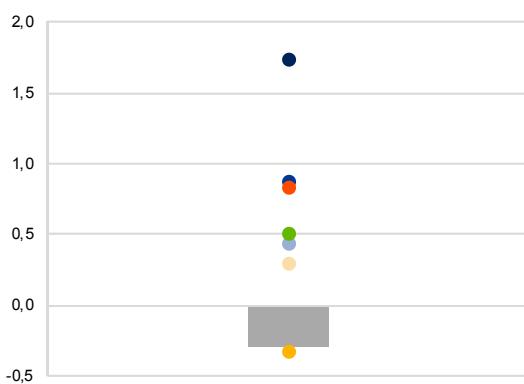
<sup>95</sup> Pour plus de précisions sur l'approche de l'évaluation du caractère approprié de l'orientation budgétaire, l'annexe 1 *Assumptions underlying the assessment of fiscal stance* (Hypothèses sous-tendant l'évaluation de l'orientation budgétaire) du Rapport 2015 sur les finances publiques dans l'UEM, op. cit.

## Graphique A

### Évaluation de l'orientation budgétaire 2016 de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Variation du SPS impliquée par l'indicateur S1 (ajustement de 100 %)
- Variation du SPS impliquée par l'indicateur S1 (ajustement de 50 %)
- Variation du SPS impliquée par l'indicateur S1 (ajustement de 25 %)
- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 50 %
- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 25 %
- Respect de la règle relative à la dette
- Ajustement de référence du PSC
- Variation du SPS des prévisions d'hiver 2016 de la Commission



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

structurel de la zone euro à 0,5 % du PIB environ, conformément au niveau maximum de l'objectif de moyen terme fixé par le Pacte budgétaire<sup>97</sup>. Cela correspondrait également à peu près à la « réalisation anticipée » de 50 % de l'effort d'ajustement global prévu par l'indicateur S1 (cf. le cercle bleu moyen du graphique A). Une suppression totale de l'« écart de viabilité » au sens de l'indicateur S1 nécessiterait une réduction du solde primaire structurel de 1,7 % environ du PIB en 2016. Au total, il ressort de cette analyse de sensibilité que l'objectif de viabilité requiert clairement un resserrement de l'orientation budgétaire de la zone euro, la mesure préconisée par la Commission constituant une limite inférieure pour l'ajustement requis.

**Par ailleurs, l'objectif de stabilisation ne donne pas de recommandation claire sur l'orientation budgétaire appropriée pour la zone euro au stade actuel.** Les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne tablent sur une réduction de l'écart de production de l'ordre de 40 %, l'écart revenant de - 1,8 % du PIB en 2015 à - 1,1 % du PIB en 2016. **Par conséquent, la borne inférieure de la composante stabilisation, qui requiert une réduction de**

**Comme l'analyse de la Commission, le graphique A présente des exemples d'une orientation budgétaire appropriée en fonction de différentes spécifications des objectifs de viabilité et de stabilisation.**

**Actuellement, l'objectif de viabilité nécessite clairement un resserrement de l'orientation budgétaire de la zone euro.** Dans son analyse, la Commission prend pour hypothèse que 25 % de l'ajustement global indiqué par l'indicateur S1 devrait être réalisé en 2016 pour respecter le critère de viabilité. Selon les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission, pour la zone euro, cet ajustement s'élèverait à environ 0,4 % du PIB (cf. le cercle bleu clair du graphique A)<sup>96</sup>. Cet ajustement est inférieur à l'ajustement de référence de 0,5 % du PIB prévu par le PSC (cf. le cercle vert du graphique A) ainsi qu'à l'ajustement d'environ 0,8 % du PIB qui serait nécessaire pour combler l'écart vis-à-vis du critère prospectif de réduction de la dette du PSC (cf. le cercle orange du graphique A). Cela étant, un ajustement structurel de 0,8 % du PIB réduirait le déficit

<sup>96</sup> Les calculs relatifs à l'indicateur S1 reposent sur des projections déterministes de la dette à l'horizon 2030. Ces projections s'appuient sur les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission. Au-delà de l'horizon de prévision, les projections ont pour hypothèse le comblement de l'écart de production en 2020 et une hausse parallèle de la croissance du déflateur du PIB pour atteindre 2 %. Les hypothèses relatives à la croissance potentielle sont tirées du scénario T+10 du groupe de travail du Comité de politique économique sur les écarts de production et complétées par les hypothèses du Rapport 2015 de la Commission sur le vieillissement. Les coûts liés au vieillissement sont également tirés de ce rapport.

<sup>97</sup> Le Pacte budgétaire du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire impose aux parties contractantes de parvenir à des situations budgétaires équilibrées ou excédentaires. Cette règle budgétaire est considérée comme respectée si la limite de déficit structurel de 0,5 % du PIB n'est pas dépassée.

**l'écart de production de 25 % en 2016, est compatible avec un resserrement de l'orientation budgétaire de quelque 0,3 % du PIB (cf. le cercle jaune clair du graphique A).** D'autre part, une réduction ciblée de l'écart de production de 50 % – la borne supérieure dans l'analyse de la Commission – nécessiterait un assouplissement de l'orientation budgétaire de 0,3 % environ du PIB en 2016.

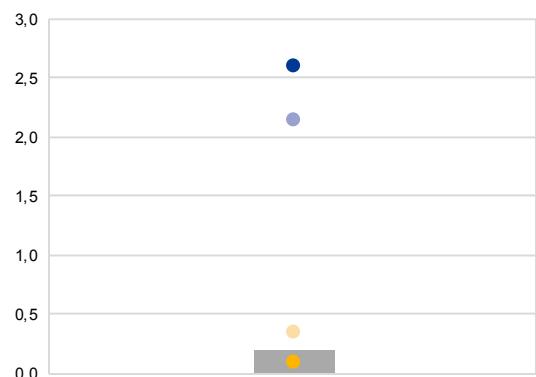
**Globalement, l'analyse indique que l'assouplissement projeté de l'orientation budgétaire dans la zone euro de 0,3 % du PIB en 2016 est fortement orienté vers l'objectif de stabilisation, mais s'écarte sensiblement de l'objectif de viabilité et de la référence requise par le PSC.**

### Graphique B

Objectif de stabilisation : évaluations en temps réel et *ex post* pour 2007

(en pourcentage du PIB)

- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 50 % (*ex post*)
- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 25 % (*ex post*)
- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 50 % (en temps réel)
- Variation du SPS cohérente avec une réduction de l'écart de production de 25 % (en temps réel)
- Variation du SPS des prévisions d'hiver 2016 de la Commission



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

**L'évaluation de l'objectif de stabilisation fondé sur les variations de l'écart de production peut être affectée d'un biais en temps réel.** Comme précédemment expliqué, une comparaison des estimations de l'écart de production pour la zone euro avec les estimations respectives figurant dans les séries historiques de prévisions en temps réel montre que les mesures des écarts de production en temps réel tendent à être affectées d'un biais. Ce biais en temps réel peut entraîner des évaluations très différentes du caractère approprié de l'orientation budgétaire au regard du critère de stabilisation selon que l'on utilise des données *ex post* ou en temps réel. Le graphique B en fournit une illustration pour l'année 2007. Dans ses prévisions du printemps 2007, la Commission européenne avait estimé que la zone euro avait enregistré un écart de production négatif de 0,4 % du PIB en 2007. Par rapport à 2006, cela impliquait une réduction de l'écart de 50 % environ, ce qui signifiait qu'une orientation budgétaire globalement neutre aurait été jugée appropriée vis-à-vis de la borne inférieure de la composante relative à la stabilisation (cf. cercle jaune foncé dans le graphique B). Une réduction de 25 % de l'écart de production aurait été compatible avec un léger resserrement de l'orientation budgétaire, de l'ordre de 0,3 % du PIB. Cependant, le critère de viabilité n'aurait pas été

contraignant, le ratio de dette dans la zone euro s'établissant à 65 % du PIB environ. Dès lors, évalué par rapport à la mesure de la Commission européenne et sur la base de données en temps réel, le léger resserrement de l'orientation budgétaire de 0,2 % du PIB (cf. barre grise du graphique B) aurait été estimé globalement approprié. Toutefois, l'estimation figurant dans les prévisions de l'hiver 2016 de la Commission européenne indique que l'écart de production dans la zone euro en 2007 n'était pas légèrement négatif, mais fortement positif (+ 2,6 % du PIB)<sup>98</sup>. Sur la base de données *ex post*, une réduction de l'écart de production positif de 25 % et 50 %, respectivement, aurait été compatible avec un resserrement important du solde primaire structurel (cf. cercles bleus du graphique B). Rétrospectivement, il aurait paru plus approprié d'opérer un resserrement budgétaire plus important en

<sup>98</sup> Il en est de même pour 2006, année pour laquelle l'écart de production était estimé à - 0,8 % du PIB en temps réel, tandis que la dernière prévision de la Commission indique qu'il est ressorti à + 1,4 % du PIB.

période de conjoncture favorable avant la crise. Cela illustre la grande incertitude résultant de l'utilisation des écarts de production dans l'évaluation en temps réel de l'orientation budgétaire.

---

## 4 Limites du cadre budgétaire actuel concernant la définition de l'orientation budgétaire de la zone euro

**Le cadre institutionnel actuel de l'UE ne contient pas de dispositions ni d'instruments permettant de gérer directement l'orientation budgétaire globale de la zone euro, ce qui constitue une différence essentielle entre la zone euro et des fédérations telles que les États-Unis.** En effet, les politiques budgétaires sont menées dans les 19 pays de la zone euro sur la base de budgets nationaux et s'inscrivent dans des cadres budgétaires nationaux différents. Si le budget de l'UE dispose de ressources communes utilisées, notamment, pour promouvoir la cohésion économique et sociale entre les États membres, son montant est assez faible (environ 1 % du PIB agrégé de l'UE), il n'est pas spécifique à la zone euro et n'est pas axé sur la stabilisation macroéconomique. Au niveau de la zone euro, le cadre institutionnel a été complété par le Mécanisme européen de stabilité (MES), un outil de gestion de crise fournissant une assistance financière aux pays de la zone euro connaissant ou risquant de connaître des difficultés financières. Globalement, toutefois, l'absence d'instruments budgétaires communs au niveau central contraste fortement avec la situation d'autres fédérations telles les États-Unis, où d'importants moyens d'action, comme la définition de politiques fiscales et fonctions importantes de la dépense publique, comme la défense et la protection sociale, sont mis en œuvre au niveau fédéral.

**En particulier, le PSC affecte indirectement l'orientation budgétaire globale, il ne la détermine pas directement.** Les politiques budgétaires décentralisées des pays de la zone euro sont coordonnées par le PSC, qui tient compte du cycle économique. Comme indiqué dans l'encadré 4, un grand nombre de dispositions du PSC concernant les pays soumis à ses volets préventif et correctif modulent l'effort structurel requis en fonction des conditions économiques et, dans une moindre mesure, du ratio de dette publique. Par conséquent, le PSC affecte l'orientation budgétaire globale de la zone euro de manière indirecte.

**En outre, le PSC n'entraîne pas d'obligations pour les pays qui ont une marge de manœuvre budgétaire leur permettant de contribuer à une orientation fiscale globale souhaitable.** Comme indiqué dans le graphique 1 ci-dessus, l'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait rester légèrement expansionniste en 2016. Pour autant, si un certain nombre de pays de la zone euro ont été considérés comme présentant un risque de non-conformité au PSC, ce qui a rendu nécessaires des mesures supplémentaires de resserrement budgétaire<sup>99</sup>

---

<sup>99</sup> Cf. la déclaration de l'Eurogroupe à propos du suivi des projets de plans budgétaires pour 2016, disponible en anglais à l'adresse <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07-eurogroup-statement-draft-budgetary-plans-2016>.

d'autres disposent encore d'une marge de manœuvre budgétaire dans le cadre des règles du PSC. Cela étant, le PSC ne contient pas de dispositions incitant ces pays à utiliser leur marge de manœuvre pour soutenir l'économie de la zone euro. La logique du PSC consiste à fixer des exigences minimales plutôt que des cibles pour les politiques budgétaires nationales, laissant aux différents États membres le soin de définir eux-mêmes des cibles allant au-delà des exigences minimales.

**Les évolutions réglementaires récentes tendent à renforcer la coordination dans le cadre de l'orientation budgétaire de la zone euro.** En particulier, le règlement (UE) n° 473/2013, qui est entré en vigueur le 30 mai 2013, contient des dispositions communes concernant le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires. De surcroît, il demande au Conseil d'émettre des recommandations pour la zone euro dans son ensemble, y compris les avis concernant l'orientation budgétaire globale de la zone euro. Par exemple, afin de donner une plus grande portée à ces avis, dans le cadre du Semestre européen 2016 (le cycle annuel de coordination et de surveillance des politiques budgétaires), la publication de ces recommandations pour la zone euro a été anticipée à novembre 2015<sup>100</sup>. Les États membres doivent tenir compte ces recommandations lorsqu'ils définissent leur stratégie budgétaire. Cette anticipation, qui ne correspond pas à un pilotage actif de l'orientation budgétaire globale de la zone euro, permet à la Commission et au Conseil d'évaluer les projets de plans budgétaires des différents pays de la zone euro pour l'année à venir à la lumière de l'orientation budgétaire globale recommandée au niveau de l'ensemble de la zone.

#### Encadré 4

##### Les dispositions du PSC relatives à la prise en compte de l'état de l'économie

**Les dispositions du PSC prennent en compte l'état de l'économie.** La réforme du PSC en 2005 a introduit le concept de solde structurel, qui tient compte de l'impact de la conjoncture sur le solde budgétaire des administrations publiques. À cet effet, le Pacte définit la notion d'objectif à moyen terme (OMT), qui fixe pour chaque pays des objectifs de solde structurel à moyen terme. Ils ont été conçus, entre autres, de manière à garantir la viabilité des ratios de dette publique en intégrant également les coûts budgétaires liés au vieillissement. Dans le même temps, les OMT ont pour objet de garantir une marge de manœuvre suffisante sur le plan budgétaire pour faire face aux ralentissements conjoncturels et préserver l'investissement public<sup>101</sup>.

<sup>100</sup> Cf. également la Recommandation de recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro (COM(2015) 692 final), disponible à l'adresse [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_euro\\_area\\_recommendations\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_euro_area_recommendations_fr.pdf)

<sup>101</sup> 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 viables, compte tenu de l'incidence économique et budgétaire du vieillissement des populations (c'est-à-dire en anticipant en partie les hausses prévues des dépenses publiques liées au vieillissement, tout en assurant une convergence du ratio de dette vers 60 %) ; et (c) les États membres dégagent une marge de manœuvre budgétaire, en particulier lorsqu'il s'agit de préserver les investissements publics. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires* du *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2015.

### **Le PSC prévoit un rôle important pour le jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques.**

Les stabilisateurs budgétaires font partie intégrante du régime fiscal et de redistribution existant, et exercent une action automatique sur le cycle et, donc, de part et d'autre de la trajectoire d'ajustement structurel adoptée par les pays. Dans le même temps, les pays ayant atteint leur OMT peuvent laisser les stabilisateurs automatiques jouer librement, ce qui contribue à lisser le cycle conjoncturel.

### **En outre, dans le cadre de son volet préventif, le PSC prévoit une modulation de l'effort budgétaire requis en fonction de la position dans le cycle et d'autres facteurs.**

Le 12 février 2016, le Conseil Ecofin a approuvé une position arrêtée d'un commun accord sur la possibilité de prendre en compte la conjoncture économique, les réformes structurelles et l'investissement dans les règles existantes du PSC. Les différents états de l'économie sont définis au sein d'une matrice et associés à l'ajustement structurel requis. Plus précisément, elle établit une distinction entre les « périodes de conjoncture favorable » et les évolutions économiques moins favorables qu'en « période de conjoncture normale », elles-mêmes divisées en « période de conjoncture défavorable », « très défavorable », et « exceptionnellement défavorable ». La matrice module les ajustements budgétaires requis en direction de l'OMT en fonction de l'ampleur de l'écart de production, de la croissance économique et du ratio de dette. Les ajustements requis peuvent être réduits si un pays met en œuvre des réformes structurelles ou accroît ses investissements publics, la réduction cumulée possible étant plafonnée à 0,75 % du PIB. Ainsi, dans un contexte économique défavorable, même les pays dont le ratio de dette publique est élevé pourraient être autorisés à laisser leur solde structurel se détériorer sans enfreindre les règles budgétaires de l'UE.

**Dans le cadre du volet correctif du PSC, les délais fixés dans la procédure concernant les déficits excessifs (PDE) peuvent s'étendre sur plusieurs années et être allongés.** Cela permet d'étaler l'effort d'ajustement structurel requis sur le moyen terme, et donc de tenir compte des considérations de stabilisation. En outre, plusieurs facteurs pertinents, tels qu'une faible inflation, sont pris en compte dans l'évaluation du respect des exigences de la règle relative à la dette<sup>102</sup>.

**Le PSC contient également une clause dérogatoire générale, introduite avec le train de réformes « six-pack »<sup>103</sup> adopté en 2011, qui permet un allégement généralisé des efforts structurels requis.** Cette clause peut être invoquée pour les pays de la zone euro pris dans leur ensemble ou individuellement en cas de circonstance inhabituelle indépendante de la volonté d'un État membre et ayant un impact majeur sur la situation financière des administrations publiques, ou en période de grave récession économique affectant la zone euro ou l'ensemble de l'Union<sup>104</sup>. Dans ces circonstances, il est possible de s'écartez de l'ajustement requis dans le cadre du volet préventif. De même, les efforts budgétaires requis dans le cadre de la PDE peuvent être ajustés et les délais allongés. Dans le cadre du volet correctif, en revanche, l'amélioration structurelle de 0,5 % du PIB par an devrait en principe s'appliquer. En tout état de cause, la clause dérogatoire générale ne peut être appliquée qu'à condition de ne pas mettre en danger la viabilité budgétaire à

<sup>102</sup> Cf. l'article intitulé *Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro* du *Bulletin économique*, numéro 3, BCE, mai 2016.

<sup>103</sup> Pour de plus amples informations concernant le « six pack », cf. l'encadré intitulé *Le nouveau cadre de la gouvernance économique de l'UE* du *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2012.

<sup>104</sup> Une grave récession économique se définit comme une période prolongée de croissance négative et/ou d'importants écarts de production négatifs.

moyen terme de l'État membre concerné. Les conditions exactes d'application de cette clause (y compris la mesure de la viabilité) ne sont pas explicitement définies<sup>105</sup>.

---

## 5 Considérations institutionnelles ayant trait à la définition future de l'orientation budgétaire de la zone euro

### 5.1 Le comité budgétaire européen

**Le comité budgétaire européen nouvellement créé rendra un avis à la Commission européenne sur l'orientation budgétaire la plus appropriée au niveau national et au niveau de la zone euro dans le respect des règles du PSC.** Faisant suite au rapport des cinq présidents, la décision (UE) 2015/1937 de la Commission<sup>106</sup> a créé un comité budgétaire européen qui, une fois pleinement opérationnel, fournira une évaluation de la mise en œuvre des dispositions du PSC et des implications des politiques budgétaires au niveau national pour l'orientation budgétaire globale de la zone euro.

**Le comité budgétaire européen ne sera pas doté d'instruments permettant d'influencer activement la définition des politiques budgétaires.** Il contribuera plutôt, à titre consultatif, à la surveillance multilatérale dans la zone euro. Toutefois, la décision de la Commission ne précise pas selon quelles modalités le Comité s'acquittera de sa mission consultative. En particulier, on ne sait toujours pas comment il sera impliqué dans les procédures du Semestre européen, le cycle annuel de coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de l'UE.

**Compte tenu du cadre institutionnel envisagé, il est difficile de déterminer dans quelle mesure le comité budgétaire européen pourra remplir efficacement sa mission.** Le fait que, conformément à la décision de la Commission, le comité budgétaire européen opérera au sein de la structure institutionnelle de la Commission européenne et n'aura pas une forte capacité à se faire entendre publiquement pourrait entamer sa crédibilité en tant qu'institution indépendante émettant un avis sur les actions à mener<sup>107</sup>.

**D'un point de vue opérationnel, le comité budgétaire européen devra élaborer un cadre méthodologique solide sur lequel établir son évaluation de l'orientation budgétaire.** La décision de la Commission reste également vague sur les modalités d'exercice des missions du Comité. Si l'évaluation du respect par les États membres des dispositions du cadre budgétaire de l'EU peut s'appuyer sur des

<sup>105</sup> Selon la Commission européenne, cette disposition exceptionnelle devrait être utilisée uniquement dans des circonstances les plus inhabituelles. Cf. *Vade mecum on the Stability and Growth Pact, European Economy – Occasional Papers*, n° 151, Commission européenne, mai 2013.

<sup>106</sup> Décision (UE) 2015/1937 de la Commission du 21 octobre 2015 créant un comité budgétaire européen consultatif indépendant.

<sup>107</sup> Cf. l'encadré intitulé *La création d'un comité budgétaire européen* du *Bulletin économique*, numéro 7, 2015.

fondements méthodologiques bien établis, ce n'est pas le cas pour l'évaluation de l'orientation budgétaire la plus appropriée, en particulier au niveau de la zone euro. La mission du comité budgétaire européen consistant à fournir une évaluation dans le respect des règles du PSC, il sera important de s'assurer que la conformité au PSC dans tous les États membres et que les risques attachés à la soutenabilité de la dette constituent les éléments clés de l'évaluation de l'orientation budgétaire.

## 5.2

### Options en vue d'une meilleure définition des politiques budgétaires au niveau de la zone euro

**Dans le contexte d'une réforme en profondeur de l'architecture institutionnelle de l'UEM, le rapport des cinq présidents propose deux instruments budgétaires au niveau de la zone euro : un mécanisme de stabilisation macroéconomique et un Trésor de la zone euro.** L'expérience tirée de la crise a montré qu'en l'absence d'instruments de politique monétaire au niveau national, les politiques budgétaires peuvent être insuffisantes si des chocs spécifiques à un pays sont d'une telle ampleur qu'ils dépassent la capacité de l'économie et du secteur financier à absorber les chocs. Dans le même temps, comme exposé dans la section 4, la conduite de politiques nationales ne se traduit pas nécessairement par une orientation appropriée au niveau de la zone euro. Par conséquent, des instruments de politique budgétaire centraux peuvent être utiles pour remédier plus efficacement à des chocs idiosyncratiques et/ou pour mieux piloter l'orientation budgétaire globale le cas échéant.

**Un mécanisme de stabilisation macroéconomique au niveau de la zone euro interviendrait en complément des stabilisateurs automatiques au niveau national dans certaines conditions.** La configuration du mécanisme de stabilisation macroéconomique qui sera finalement retenue dépendra probablement de la volonté politique, mais il conviendrait de respecter certains principes directeurs afin de maintenir des incitations en faveur de l'élaboration de politiques budgétaires saines et d'une correction des faiblesses structurelles au niveau national. Comme cela a été souligné dans le rapport des cinq présidents, un mécanisme de stabilisation macroéconomique pour la zone euro ne doit pas être conçu en vue d'égaliser les revenus ni conduire à des transferts permanents entre les États membres. Il doit prendre la forme d'une stabilisation automatique et ne pas viser un réglage budgétaire fin du cycle économique. Le mécanisme de stabilisation ne serait donc pas un instrument destiné à piloter activement l'orientation budgétaire de la zone euro, mais plutôt à réduire la nécessité pour les pays de la zone euro de recourir à des politiques discrétionnaires pour faire face à des chocs spécifiques de grande ampleur.

**Une assurance mutuelle contre les chocs asymétriques au travers d'un mécanisme de stabilisation nécessitera une convergence dans d'autres domaines d'action.** Dans ce cadre, le rapport des cinq présidents souligne que toute avancée vers un partage des risques doit être précédée d'un nouveau processus de convergence vers des structures économiques plus résilientes des pays de la zone euro.

**À plus long terme, un Trésor de la zone euro pourrait être créé et doté des instruments budgétaires lui permettant de contribuer à la définition de l'orientation budgétaire globale de la zone euro.** La création d'un Trésor central serait le seul moyen de piloter efficacement l'orientation globale de la zone euro. Toutefois, pour être efficace, la capacité budgétaire de ce Trésor doit être suffisamment importante pour qu'il soit en mesure de réagir aux chocs économiques dans la zone euro. Il est clair que la création d'une fonction de Trésor central nécessiterait une réforme en profondeur des institutions, en particulier, un transfert de souveraineté au niveau de la zone euro *via* une modification du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Un futur Trésor de la zone euro devrait bénéficier d'une légitimité démocratique et être à même de rendre compte pour exercer des missions de politique budgétaire au niveau central.

## 6 Conclusions

**S'agissant de l'évaluation des politiques budgétaires dans la zone euro, les récentes réformes institutionnelles sont allées dans le sens d'un renforcement de la perspective au niveau agrégé.** À la suite des réformes « *two-pack* » de 2013<sup>108</sup>, le Conseil, se fondant sur l'évaluation faite par la Commission des projets de plans budgétaires, émet désormais des recommandations pour la zone euro dans son ensemble, y compris un avis concernant l'orientation budgétaire globale la plus appropriée au niveau de la zone euro. Les États membres doivent tenir compte de cet avis lorsqu'ils définissent leur stratégie budgétaire dans le cadre de l'actualisation annuelle du programme de stabilité. Dans le même temps, une fois opérationnel, le comité budgétaire européen nouvellement établi rendra un avis à la Commission sur l'orientation budgétaire la plus appropriée tant au niveau national qu'au niveau de la zone euro dans le respect des règles du PSC. Toutefois, le PSC ne prévoit pas d'obligation à contribuer à l'orientation budgétaire à l'échelle de la zone euro.

**L'évaluation de l'orientation budgétaire la plus appropriée au niveau de la zone euro n'est pas simple.** Une telle évaluation nécessite de mettre en regard plusieurs objectifs, notamment au regard de la viabilité et de la stabilisation, et de prendre en compte de graves problèmes de mesure, notamment en ce qui concerne l'écart de production. Si l'approche de la Commission européenne en matière d'évaluation de l'orientation budgétaire au niveau national et au niveau de la zone euro fournit une base utile de discussion, des travaux plus approfondis sont nécessaires pour élaborer un cadre méthodologique solide qui soit suffisamment robuste pour tirer des conclusions quant aux politiques à suivre. Le respect des dispositions du PSC et la correction rapide des risques liés à la soutenabilité de la dette constitueront des éléments clés de l'évaluation de l'orientation budgétaire.

---

<sup>108</sup> Cf. l'encadré intitulé *Les deux règlements du paquet législatif (two-pack) visant à renforcer la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2013.

**Le Pacte de stabilité et de croissance offre une certaine flexibilité permettant aux politiques budgétaires des États membres de répondre aux fluctuations conjoncturelles tout en garantissant des avancées suffisantes vers des situations budgétaires saines et viables.** La mise en œuvre intégrale et homogène du PSC est essentielle pour garantir la confiance des marchés dans la capacité du cadre de gouvernance de l'UE à coordonner efficacement les politiques budgétaires dans l'UEM. Dans le même temps, le respect des règles du PSC permettra aux États membres de reconstituer leurs réserves budgétaires et d'accroître leur capacité à amortir efficacement de futurs chocs économiques.

**Toutefois, le cadre budgétaire décentralisé n'aboutit pas nécessairement à une orientation appropriée au niveau de la zone euro.** Deux caractéristiques supplémentaires de la future architecture institutionnelle de l'UEM apparaissent donc souhaitables. Premièrement, la création d'un mécanisme de stabilisation macroéconomique au niveau de la zone euro afin d'amortir les chocs de grande ampleur spécifiques à un pays, qui peuvent dépasser les capacités de stabilisation nationales, comme l'expérience en a été faite au cours de la récente crise. L'objectif d'un mécanisme de stabilisation macroéconomique central ne serait pas de piloter activement l'orientation budgétaire de la zone euro mais de fournir une strate de stabilisation économique supplémentaire, ce qui réduirait la nécessité de recourir à des politiques discrétionnaires au niveau national. Un mécanisme de stabilisation central se devrait d'être bien conçu afin de maintenir des incitations en faveur de l'élaboration de politiques budgétaires saines et d'une correction des faiblesses structurelles au niveau national. Parallèlement, l'accès à un futur mécanisme de stabilisation macroéconomique serait nécessairement conditionné à la réalisation de progrès significatifs en matière de convergence économique dans la zone euro afin de parvenir à des structures économiques de résilience similaire, pour assurer que le mécanisme de stabilisation ne conduise pas à des transferts permanents entre les États membres. Un partage des risques accru dans la zone euro devrait également s'accompagner de davantage de décisions communes en matière de politique économique. Deuxièmement, à plus long terme, un Trésor de la zone euro pourrait être doté d'instruments de politique budgétaire lui permettant de contribuer directement à la définition de l'orientation budgétaire de la zone euro. Cela nécessiterait un transfert de souveraineté au niveau de la zone euro *via* une modification du Traité. Une forte légitimité démocratique et une capacité à rendre compte sont les conditions essentielles de la mise en place d'un Trésor de la zone euro qui exercerait des missions de politique budgétaire.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises <sup>1)</sup>			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>		Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes	
	Mondial <sup>2)</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
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,5
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	2,8	3,7	2,3
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	0,8	3,8	-1,4
2015 T2	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-1,2	-1,0	-1,4
T3	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,9	1,0	2,6
T4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,4	0,2	2,2
2016 T1	51,1	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	-2,7	0,2	-4,8
2015 Décembre	52,2	54,0	55,2	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	1,4	0,2	2,2
2016 Janvier	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	-0,2	-0,9	0,4
Février	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	-1,2	-0,3	-1,9
Mars	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-2,7	0,2	-4,8
Avril	51,2	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	49,9	51,6	48,7	—	—	—
Mai	—	50,8	—	—	52,9	—	—	—	—	—	—	—

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <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)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6	7		
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,27	0,15	
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,23	0,13	
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,31	0,09	
2015	Novembre	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08	
	Décembre	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08	
2016	Janvier	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08	
	Février	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01	
	Mars	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01	
	Avril	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02	
	Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03	

Source: BCE.

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

### 2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés				
	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98	
2015	Novembre	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
	Décembre	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	Janvier	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
	Février	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
	Mars	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
	Avril	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
	Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19

Source: BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9		
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4		
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8		
2015	Novembre	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8	
	Décembre	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6	
2016	Janvier	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3	
	Février	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0	
	Mars	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3	
	Avril	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5	
	Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7	

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

	À vue	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		
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG <sup>3)</sup>			
			≤ 2 ans	> 2 ans	≤ 1 an				Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an	≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans		> 10 ans						
			1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2015	Avril	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,02	2,41	2,17	2,35	2,49	2,24			
	Mai	0,16	0,82	0,83	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,36	2,09	2,29	2,45	2,17			
	Juin	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18			
	Juillet	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22			
	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26			
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25			
	Octobre	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26			
	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27			
	Décembre	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22			
2016	Janvier	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23			
	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,88	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19			
	Mars <sup>(p)</sup>	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,98	6,35	2,53	1,89	2,09	2,10	2,24	2,38	2,10			

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).

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :				Taux variable et période ≤ 3 mois	≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros					
		≤ 2 ans	> 2 ans	≤ 1 an		5	6	7	8	9	10	11	12	13				
		1	2	3		4												
2015	Avril	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,63	1,93	2,02	2,34			
	Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25			
	Juin	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24			
	Juillet	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17			
	Août	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,42	1,53	2,03	2,15			
	Septembre	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22			
	Octobre	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15			
	Novembre	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12			
	Décembre	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08			
2016	Janvier	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09			
	Février	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01			
	Mars <sup>(p)</sup>	0,13	0,14	0,87	2,89	3,04	3,22	2,68	1,92	2,03	2,02	1,36	1,77	1,77	2,04			

Source: BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>								
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques				
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques		
Court terme															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21	
2014	1 318	542	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 260	517	139	.	61	478	65	334	150	36	.	32	82	34	
2015	Octobre	1 336	547	146	.	74	509	60	363	172	32	.	32	86	42
	Novembre	1 348	554	146	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
	Décembre	1 260	517	139	.	61	478	65	295	133	51	.	27	57	26
2016	Janvier	1 284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
	Février	1 300	535	141	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
	Mars	1 283	515	134	.	72	493	69	319	123	37	.	30	89	40
Long terme															
2013	15 111	4 403	3 090	.	921	6 069	628	222	70	39	.	16	89	9	
2014	15 130	4 046	3 162	.	995	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10	
2015	15 179	3 783	3 211	.	1 067	6 482	637	213	66	44	.	13	81	8	
2015	Octobre	15 332	3 856	3 289	.	1 050	6 500	636	232	78	43	.	12	89	10
	Novembre	15 376	3 866	3 275	.	1 063	6 528	644	196	67	34	.	16	67	11
	Décembre	15 179	3 783	3 211	.	1 067	6 482	637	154	49	61	.	16	23	4
2016	Janvier	15 150	3 753	3 188	.	1 053	6 522	634	205	75	23	.	6	93	8
	Février	15 086	3 750	3 107	.	1 046	6 550	633	208	65	42	.	4	88	10
	Mars	15 097	3 727	3 071	.	1 056	6 604	639	246	73	38	.	25	94	17

Source: BCE.

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

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

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

	Titres de créance						Actions cotées					
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale						
Encours												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2013	16 366,6	4 886,4	3 214,6	.	987,4	6 598,1	680,1	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4	
2014	16 448,0	4 588,1	3 290,7	.	1 053,3	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3	
2015	16 439,0	4 300,1	3 349,8	.	1 127,8	6 959,9	701,4	6 744,8	586,1	911,6	5 247,1	
2015	Octobre	16 667,7	4 403,1	3 434,8	.	1 124,2	7 009,4	696,2	6 832,1	612,1	888,4	5 331,5
	Novembre	16 723,7	4 420,6	3 420,4	.	1 136,3	7 036,3	710,2	7 029,8	613,9	942,2	5 473,7
	Décembre	16 439,0	4 300,1	3 349,8	.	1 127,8	6 959,9	701,4	6 744,8	586,1	911,6	5 247,1
2016	Janvier	16 433,8	4 276,6	3 329,8	.	1 120,9	7 005,5	701,1	6 343,8	490,7	858,0	4 995,1
	Février	16 386,2	4 285,1	3 248,0	.	1 117,1	7 037,1	698,9	6 240,6	471,7	877,4	4 891,6
	Mars	16 380,1	4 242,2	3 205,5	.	1 128,0	7 097,1	707,3	6 419,7	483,4	902,0	5 034,3
Taux de croissance												
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2	
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7	
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6	
2015	Octobre	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
	Novembre	0,0	-5,7	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
	Décembre	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	Janvier	-0,7	-7,7	1,7	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
	Février	-1,2	-7,2	-0,8	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
	Mars	-1,3	-6,9	-2,5	.	3,3	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

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

Source: BCE.

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

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

### 2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 T2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
T3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
T4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 T1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 Décembre	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Janvier	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Février	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
Mars	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
Avril	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
Mai	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2016 Mai	0,5	0,0	0,0	-0,1	1,0	-0,9	2,2	-1,8	0,6	1,0	1,2	-0,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2016 Mai	6,8	-0,8	-1,4	-0,3	2,7	-8,6	7,9	7,8	1,2	-0,1	6,4	1,4

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2015	T1	22 500,8	23 313,7	-812,9	9 479,7	7 094,0	7 296,1	10 971,1	-67,3	5 101,9	5 248,6	690,4	13 190,0
	T2	22 094,2	22 748,5	-654,3	9 382,6	7 171,3	7 193,4	10 532,3	-26,1	4 885,9	5 044,9	658,5	12 815,0
	T3	21 653,1	22 261,8	-608,6	9 384,2	7 265,4	6 854,8	9 999,3	-33,6	4 803,5	4 997,1	644,2	12 660,8
	T4	22 101,4	22 519,6	-418,2	9 694,9	7 521,1	7 169,5	10 157,5	-42,6	4 635,4	4 840,9	644,2	12 498,8
encours en pourcentage du PIB													
2015	T4	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
Flux													
2015	T2	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
	T3	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
	T4	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2016	T1	354,5	288,3	66,2	94,3	67,0	116,0	-32,3	7,1	136,0	253,6	1,1	-
2015	Octobre	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
	Novembre	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
	Décembre	-129,8	-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016	Janvier	172,1	194,7	-22,6	1,8	32,8	23,8	-50,4	10,1	137,7	212,3	-1,1	-
	Février	169,8	132,4	37,4	66,5	22,0	44,4	-21,7	4,6	53,1	132,0	1,1	-
	Mars	12,5	-38,8	51,3	25,9	12,1	47,8	39,8	-7,5	-54,8	-90,7	1,1	-
flux cumulés sur 12 mois													
2016	Mars	568,9	177,3	391,6	452,2	407,3	382,4	-122,1	51,3	-323,1	-107,8	6,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2016	Mars	5,5	1,7	3,8	4,3	3,9	3,7	-1,2	0,5	-3,1	-1,0	0,1	-

Source: BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

Total	PIB											Solde extérieur <sup>1)</sup>		
	Demande intérieure									Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	
	Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4 373,4	4 036,7		
2014	10 106,4	9 732,9	5 631,1	2 128,5	1 984,6	1 007,5	595,7	376,3	-11,3	373,6	4 521,3	4 147,8		
2015	10 400,2	9 940,4	5 738,0	2 169,1	2 054,2	1 020,5	631,9	396,5	-20,8	459,7	4 751,0	4 291,3		
2015 T1	2 573,8	2 462,9	1 421,0	538,3	509,0	255,8	154,9	97,0	-5,4	110,9	1 167,6	1 056,8		
T2	2 591,7	2 473,5	1 433,0	540,4	510,1	253,4	155,6	99,8	-10,0	118,2	1 196,8	1 078,7		
T3	2 606,9	2 490,4	1 439,4	543,0	513,6	253,8	156,7	101,7	-5,6	116,5	1 195,2	1 078,7		
T4	2 624,0	2 510,0	1 444,1	546,4	521,6	256,4	161,2	102,7	-2,1	114,0	1 192,5	1 078,4		
en pourcentage du PIB														
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-		
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2015 T2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0		
T3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2		
T4	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9		
2016 T1	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
variations annuelles en pourcentage														
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,1	1,3		
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5		
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7		
2015 T2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8		
T3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5		
T4	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	3,6	5,3		
2016 T1	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage														
2015 T2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-		
T3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-		
T4	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-	-		
2016 T1	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage														
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-		
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-		
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-		
2015 T2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-		
T3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-		
T4	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-	-		
2016 T1	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

### 3 Activité économique

#### 3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

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

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

### 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique										
		Salariés	Tra-vailleurs indé-pendants	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struk-tion	Commerce, trans-port, héberge-ment et restauration	Informa-tion et communica-tion	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spéciali-sées de ser-vices aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, en-sei-gne-ment, santé et action sociale	Arts, spec-tacles et autres activités de ser-vices	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<b>Personnes employées</b>														
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0	
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1	
2015	100,0	85,3	14,7	3,4	15,1	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,0	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2	
2014	0,6	0,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,7	0,7	
2015	1,0	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	1,3	1,0	-0,1	1,7	2,8	0,8	0,6	
2015 T1	0,9	1,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	1,2	0,4	-0,5	1,4	2,6	0,7	0,5	
T2	0,9	1,1	0,1	0,4	0,1	0,5	1,0	0,8	0,2	2,1	2,8	0,7	0,4	
T3	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,5	-0,6	1,3	1,4	-0,1	1,7	3,0	0,9	0,4	
T4	1,2	1,5	-0,3	0,3	0,5	-0,4	1,6	1,5	0,0	1,2	3,0	0,9	1,3	
<b>Heures travaillées</b>														
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3	
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3	
2015	100,0	80,5	19,5	4,4	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4	
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,4	0,2	-1,7	0,6	1,0	-1,0	0,6	2,0	1,1	0,6	
2015	1,2	1,4	0,1	0,9	0,7	0,4	1,0	1,9	-0,2	2,0	3,0	0,9	1,0	
2015 T1	0,7	0,9	-0,3	0,4	0,0	-0,6	0,6	0,7	-0,9	1,7	2,4	0,8	1,1	
T2	1,0	1,3	0,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,7	0,0	2,7	3,0	0,9	1,0	
T3	1,2	1,5	0,1	0,8	0,8	0,0	1,0	2,7	-0,4	2,9	3,5	1,1	1,1	
T4	1,3	1,6	0,1	1,3	0,9	0,5	1,4	2,1	0,2	0,8	2,9	0,7	1,5	
<b>Heures travaillées par personne employée</b>														
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-1,3	-1,1	-0,5	-1,2	
2014	0,0	0,1	-0,1	-1,1	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,4	-0,1	
2015	0,1	0,2	0,3	0,8	0,4	0,6	-0,2	0,8	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	
2015 T1	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,2	-0,2	-0,6	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,1	0,6	
T2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,8	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,6	
T3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	-0,3	1,2	-0,3	1,2	0,5	0,2	0,7	
T4	0,1	0,1	0,5	1,0	0,5	0,9	-0,1	0,6	0,2	-0,4	-0,1	-0,3	0,2	

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions <sup>1)</sup>	Sous- emploi, % de la popu- lation active <sup>1)</sup>	Chômage												Taux de vacance d'em- ploi <sup>2)</sup>
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge				Par sexe					
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Millions	% de la popu- lation active	Hommes	Femmes	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4				
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,594	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4	
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,417	23,7	9,932	11,5	8,699	11,8	1,5	
2015	160,556	4,5	17,438	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,252	10,7	8,187	11,0	1,6	
2015	T2	160,462	4,6	17,690	11,0	5,7	14,518	9,9	3,172	22,5	9,404	10,9	8,286	11,2	1,5
	T3	160,591	4,4	17,213	10,7	5,3	14,098	9,6	3,115	22,2	9,134	10,6	8,079	10,9	1,5
	T4	161,081	4,4	16,909	10,5	5,4	13,838	9,4	3,071	22,0	8,939	10,3	7,971	10,7	1,6
2016	T1	.	.	16,640	10,3	.	13,622	9,3	3,018	21,7	8,727	10,1	7,913	10,6	.
2015	Novembre	–	–	16,878	10,5	–	13,821	9,4	3,057	21,9	8,903	10,3	7,975	10,7	–
	Décembre	–	–	16,824	10,5	–	13,770	9,4	3,054	21,9	8,894	10,3	7,930	10,7	–
2016	Janvier	–	–	16,741	10,4	–	13,693	9,3	3,048	21,9	8,792	10,1	7,949	10,7	–
	Février	–	–	16,695	10,4	–	13,655	9,3	3,040	21,8	8,760	10,1	7,935	10,7	–
	Mars	–	–	16,483	10,2	–	13,517	9,2	2,966	21,4	8,629	10,0	7,854	10,6	–
	Avril	–	–	16,420	10,2	–	13,489	9,2	2,932	21,1	8,543	9,8	7,877	10,6	–

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

#### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

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)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	5,0	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 T2	103,7	-3,1	81,2	-5,2	-24,4	-0,1	7,9	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
T3	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,6	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
T4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,0	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 T1	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,7	88,5	51,7	52,9	53,3	53,2
2015 Décembre	106,6	-1,9	-	-5,7	-17,5	2,9	12,9	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 Janvier	105,0	-3,1	81,9	-6,3	-18,9	2,7	11,6	88,6	52,3	53,4	53,6	53,6
Février	104,0	-4,1	-	-8,8	-17,5	1,3	10,9	-	51,2	52,3	53,3	53,0
Mars	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,6	-	51,6	53,1	53,1	53,1
Avril	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,7	88,3	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,7	-3,6	-	-7,0	-17,5	3,2	11,3	-	51,5	52,4	53,1	52,9

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

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

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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		
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,9	1,4	-6,4	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,8	32,2	3,2	130,4	2,0	-1,4	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,2	31,9	3,6	132,1	1,6	3,3	1,0
2015 T1	12,6	93,8	1,8	2,0	-0,4	4,1	1,5	32,3	4,2	134,1	2,0	2,9	1,3
T2	12,7	93,6	2,0	1,9	-0,4	2,9	1,6	33,1	5,0	133,3	2,4	5,3	1,4
T3	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,2	132,2	2,6	3,7	1,6
T4	12,5	93,5	1,5	2,1	4,1	3,5	2,9	33,9	6,9	131,8	3,3	8,7	1,8

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital <sup>1)</sup>		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	T2	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
	T3	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
	T4	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2016	T1	872,3	799,5	72,7	510,2	426,1	191,3	173,5	144,9	137,5	25,9	62,5	9,2	7,1
2015	Octobre	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
	Novembre	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
	Décembre	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016	Janvier	292,5	266,3	26,2	171,5	142,7	64,4	60,4	48,0	44,7	8,6	18,4	2,7	3,6
	Février	290,2	271,0	19,2	168,0	143,7	64,4	57,5	49,4	47,5	8,4	22,3	3,5	1,2
	Mars	289,6	262,2	27,3	170,7	139,7	62,4	55,5	47,6	45,3	8,8	21,8	3,1	2,3
		flux cumulés sur 12 mois												
2016	Mars	3 565,0	3 243,0	322,0	2 065,9	1 737,9	767,6	700,3	627,9	569,3	103,6	235,5	44,0	57,5
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2016	Mars	34,3	31,2	3,1	19,9	16,7	7,4	6,7	6,0	5,5	1,0	2,3	0,4	0,6

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
			1	2	3	7	8	9	10	11	12	13		
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T2	8,2	4,2	514,1	242,4	106,0	153,5	429,5	453,9	265,2	71,0	110,8	318,3	59,9
	T3	4,5	0,7	507,7	234,9	105,7	153,7	423,5	445,8	253,9	71,4	113,3	317,8	50,6
	T4	3,5	2,0	509,5	238,3	105,7	154,7	426,6	444,1	248,4	73,0	114,5	324,9	44,6
2016	T1	-1,3	-3,0	499,1				418,6	435,3				323,8	
2015	Octobre	0,5	-0,7	168,2	79,8	35,2	50,8	143,0	148,4	84,0	25,0	37,6	107,4	15,9
	Novembre	6,2	4,1	170,8	78,8	35,2	51,7	141,1	147,7	82,3	24,0	38,3	107,8	14,2
	Décembre	4,0	3,1	170,5	79,7	35,4	52,2	142,6	148,0	82,1	24,0	38,7	109,8	14,4
2016	Janvier	-2,0	-1,3	166,6	77,7	33,8	50,5	139,0	145,7	80,3	22,8	38,5	105,8	12,3
	Février	1,1	1,7	167,3	78,9	33,9	49,8	140,1	146,8	80,4	24,4	39,0	111,9	11,8
	Mars	-2,7	-8,4	165,1				139,6	142,8				106,1	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T2	2,9	2,4	117,2	113,6	119,1	121,6	118,2	104,3	104,1	104,6	104,7	107,4	99,3
	T3	1,3	2,8	116,8	111,8	118,9	122,5	117,0	105,9	105,4	107,1	106,7	107,8	99,2
	T4	0,8	4,8	117,7	115,1	118,3	122,5	117,5	107,4	107,6	107,2	107,5	110,2	101,3
2016	T1													
2015	Septembre	-1,6	2,3	116,4	111,6	119,7	120,5	117,4	106,3	106,4	106,7	106,3	109,1	100,2
	Octobre	-1,6	3,1	117,0	115,3	119,1	121,9	118,9	107,3	107,7	112,2	106,0	110,0	102,6
	Novembre	3,7	7,0	118,4	114,2	118,7	122,3	116,7	107,1	106,6	106,9	107,9	110,3	94,7
	Décembre	0,5	4,3	117,8	115,8	117,2	123,5	116,9	107,7	108,6	102,6	108,5	110,3	106,7
2016	Janvier	-3,7	0,9	116,5	114,3	113,5	120,6	114,9	108,8	109,2	102,7	107,3	107,6	108,6
	Février	1,1	6,6	117,7	116,5	114,4	119,9	116,7	110,2	110,9	108,8	109,1	114,1	110,7

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>							Pour mémoire : prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)	Services			
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	11
% du total en 2016		100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	—	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	—	-0,1	0,9
2015 T2	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	0,1	1,0
T3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,0	0,9
T4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,1	0,7
2016 T1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,0	0,3
2015 Décembre	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,6	0,0	-1,8	0,1	0,2	0,2	0,7
2016 Janvier	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3	0,3
Février	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,0	0,3
Mars	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-0,1	-0,1	0,3
Avril	100,1	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1
Mai <sup>3)</sup>	100,5	-0,1	0,8	—	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,6	0,2	—	—	—
Biens														
Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement			Services			Divers		
Total			Produuits alimentaires transformés			Total			Produits manufacturés hors énergie			Logement		
14			15			16			17			18		
19			20			21			22			23		
24			25											
% du total en 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0		
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7		
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3		
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2		
2015 T2	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2		
T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0		
T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2		
2016 T1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2		
2015 Décembre	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2		
2016 Janvier	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2		
Février	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3		
Mars	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3		
Avril	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2		
Mai <sup>3)</sup>	0,8	0,6	1,3	—	0,5	-8,1	—	—	—	—	—	—		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrige des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 ([https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Eurosysteme\\_et\\_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.pdf)).

3) Estimation basée sur des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur des informations rapides relatives aux prix de l'énergie.

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>1)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>1)</sup>			
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9						
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0			
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			
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,8			
2015 T2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0			
T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,6	3,5			
T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,1	2,3	4,9			
2016 T1	100,5	-3,8	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,3	.	.	.			
2015 Octobre	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	—	—	—			
Novembre	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	—	—	—			
Décembre	102,1	-3,0	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	—	—	—			
2016 Janvier	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-9,0	—	—	—			
Février	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,7	—	—	—			
Mars	100,5	-4,2	-3,1	-1,1	-2,6	0,3	-0,6	-0,9	-0,1	-12,1	—	—	—			

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

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

### 4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-18	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 T2	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
T3	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
T4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	38,2	-10,1	-6,4	-12,2	-13,2	-12,9	-13,5
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	42,7	-9,7	0,1	-15,2	-12,0	-9,2	-14,6

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2013	4,8	—	—	-2,0	34,0	57,7	56,7	—	49,9
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T2	-1,3	3,2	2,9	-15,1	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0
T3	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
T4	-2,1	1,9	3,7	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 T1	-4,8	0,7	3,5	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
2015 Décembre	-3,2	1,4	2,4	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4
2016 Janvier	-4,1	0,2	3,3	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Février	-5,6	1,4	3,5	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
Mars	-4,6	0,4	3,7	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
Avril	-2,8	1,6	4,0	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
Mai	-0,7	2,2	5,8	-8,0	-2,3	47,7	55,5	48,8	49,1

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

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>1)</sup> 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6		25,4		69,3
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 T1	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
T2	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,6
T3	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5
T4	.	.	.	.	.	.	1,4

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2013	103,7	1,2	-1,2	2,1	0,3	0,9	-1,6	3,6	-2,9	1,0	1,4	2,1
2014	104,7	1,0	-4,0	1,4	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4	2,1	1,2	0,7
2015	105,4	0,6	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6	0,1	3,3	1,6	1,1	0,9
2015 T1	105,1	0,8	-0,3	0,6	1,2	0,6	-0,2	-0,1	3,4	2,3	1,2	1,0
T2	105,3	0,7	0,6	0,3	0,9	0,4	0,3	0,1	3,3	1,4	1,1	1,2
T3	105,6	0,7	0,8	0,0	0,3	0,6	1,3	1,1	3,1	1,9	1,2	0,8
T4	106,1	0,9	0,4	0,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	3,3	1,1	1,5	0,7
Rémunération par tête												
2013	105,2	1,6	3,7	2,7	1,2	0,8	0,6	2,0	0,0	1,1	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	-1,6	2,0	1,7	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,0	1,2
2015	107,9	1,3	1,0	1,6	0,9	1,3	2,3	1,0	2,7	1,5	1,1	1,3
2015 T1	107,7	1,2	0,5	1,6	0,5	1,0	1,9	1,5	3,0	1,9	1,2	1,4
T2	107,9	1,4	0,8	1,9	0,6	1,4	2,6	1,3	1,9	1,4	1,2	1,8
T3	108,2	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	2,5	1,7	1,0	1,4
T4	108,7	1,3	2,2	1,5	1,1	1,7	2,0	0,9	3,3	1,2	1,3	0,7
Productivité par personne employée												
2013	101,4	0,4	4,9	0,7	0,8	-0,1	2,2	-1,5	3,0	0,1	0,2	-0,3
2014	101,8	0,3	2,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,5
2015	102,4	0,6	0,7	1,5	0,5	0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,4
2015 T1	102,5	0,4	0,8	1,0	-0,6	0,5	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,0	0,3
T2	102,5	0,7	0,2	1,6	-0,4	1,1	2,3	1,1	-1,3	0,0	0,1	0,6
T3	102,5	0,6	0,1	1,4	0,8	0,7	1,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5
T4	102,5	0,4	1,9	0,6	1,3	0,3	1,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,0
Rémunération par heure travaillée												
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,8	2,5	1,5	2,2	2,1	3,0
2014	108,5	1,2	-0,4	1,8	1,5	1,3	1,8	1,7	1,2	1,2	0,7	1,3
2015	109,6	1,1	0,7	1,2	0,3	1,3	1,2	1,3	2,4	1,3	1,1	0,9
2015 T1	109,5	1,4	1,0	1,9	0,5	1,5	1,1	2,1	2,8	2,1	1,0	0,4
T2	109,6	1,2	0,2	1,5	0,3	1,7	1,5	1,5	0,7	1,1	1,0	1,1
T3	109,7	1,0	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	1,9	1,3	0,9	0,4
T4	110,3	1,2	1,4	0,9	0,4	1,7	1,2	1,0	3,2	1,1	1,7	0,5
Productivité horaire du travail												
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,2	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,6	0,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,7	-0,6	-0,6	0,6
2015	104,3	0,5	-0,2	1,1	-0,1	1,0	0,9	1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
2015 T1	104,4	0,6	0,1	1,2	-0,4	1,1	1,8	2,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3
T2	104,4	0,6	-0,3	1,2	-0,7	1,6	1,5	1,3	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
T3	104,2	0,4	-0,6	1,1	0,3	1,0	-0,3	0,6	-1,7	-0,7	-0,3	-0,2
T4	104,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1		M2-M1				Pensions		Parts de fonds d'investissement monétaires		Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois			7	8	9	10	11	12	
Encours													
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1	
2014	968,5	4 952,3	5 920,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10 321,7	
2015	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0	
2015	T2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10 580,9
	T3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10 693,4
	T4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0
2016	T1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10 998,5
2015	Novembre	1 037,4	5 544,1	6 581,6	1 448,3	2 162,6	3 610,8	10 192,4	91,5	480,6	83,8	655,9	10 848,3
	Décembre	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0
2016	Janvier	1 044,5	5 625,5	6 670,0	1 450,1	2 156,8	3 606,9	10 276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10 915,9
	Février	1 046,9	5 669,4	6 716,2	1 430,2	2 165,1	3 595,2	10 311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10 960,3
	Mars	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10 998,5
	Avril (p)	1 047,5	5 747,5	6 795,0	1 408,7	2 162,7	3 571,4	10 366,4	93,5	472,2	98,0	663,7	11 030,1
Flux													
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4	
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,8	24,6	374,4	
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,2	484,6	
2015	T2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
	T3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
	T4	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016	T1	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,3	15,4	174,8
2015	Novembre	7,6	48,2	55,7	7,4	-1,9	5,5	61,2	-15,7	11,8	5,1	1,3	62,5
	Décembre	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016	Janvier	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
	Février	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
	Mars	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,2	-7,5	49,8
	Avril (p)	-4,0	31,9	27,9	-18,6	-1,0	-19,5	8,3	4,7	8,6	8,9	22,3	30,6
Taux de croissance													
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0	
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8	
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7	
2015	T2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,2	0,6	4,9
	T3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,7	0,7	4,9
	T4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016	T1	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
2015	Novembre	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,7	2,7	5,0
	Décembre	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016	Janvier	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-15,8	-1,2	5,1
	Février	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-12,2	-2,4	4,9
	Mars	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
	Avril (p)	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,0	-26,9	6,5	-4,5	-1,6	4,6

Source: BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3<sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>	
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours														
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1	
2014	1 814,9	1 318,7	365,4	111,6	19,2	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	896,0	222,7	333,1	
2015	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2015	T2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 647,3	2 911,4	735,1	1 998,0	2,8	955,1	228,0	340,9
	T3	1 901,1	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
	T4	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016	T1	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
2015	Novembre	1 934,2	1 486,9	321,4	116,9	9,1	5 727,8	3 033,2	698,5	1 992,2	3,9	990,3	222,4	371,7
	Décembre	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016	Janvier	1 966,0	1 520,9	319,8	115,5	9,8	5 764,6	3 077,4	694,5	1 989,1	3,5	986,0	224,2	377,7
	Février	1 976,9	1 530,7	320,7	116,0	9,6	5 795,2	3 102,9	693,4	1 996,0	2,9	979,4	232,1	373,5
	Mars	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
	Avril <sup>(p)</sup>	2 008,9	1 561,7	322,9	115,7	8,6	5 849,2	3 158,8	693,1	1 994,0	3,3	963,3	213,8	377,1
Flux														
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8	
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7	
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9	
2015	T2	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9
	T3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4
	T4	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1
2016	T1	64,5	58,1	4,9	-0,5	2,0	84,0	80,5	1,0	2,5	0,1	-3,4	-4,1	13,3
2015	Novembre	-7,6	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
	Décembre	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016	Janvier	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,1	16,5	0,6	-4,0	1,0	-3,5	-0,4	15,0
	Février	10,5	9,3	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,7	7,8	-2,7
	Mars	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9
	Avril <sup>(p)</sup>	22,1	26,7	-2,9	-0,2	-1,5	16,4	18,5	-1,3	-1,5	0,7	-17,2	-6,4	2,1
Taux de croissance														
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5	
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3	
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2015	T2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3
	T3	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
	T4	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016	T1	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
2015	Novembre	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,6	-4,7	10,9
	Décembre	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016	Janvier	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8
	Février	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,9	1,8	7,8
	Mars	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
	Avril <sup>(p)</sup>	8,4	12,0	-3,4	2,4	-23,5	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,8	-7,3	9,2

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires				
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance						
					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>	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Encours																	
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,9	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0					
2014	3 608,4	1 132,4	2 473,8	12 562,8	10 510,7	10 921,3	4 271,6	5 200,4	909,8	128,9	1 277,4	774,7					
2015	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4					
2015	T2	3 683,5	1 138,0	2 543,1	12 636,8	10 592,2	10 986,4	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 255,3	789,4				
	T3	3 819,0	1 127,8	2 688,9	12 653,0	10 564,8	10 963,0	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,9	777,3				
	T4	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4				
2016	T1	4 049,1	1 115,2	2 920,8	12 708,8	10 645,3	11 029,1	4 290,3	5 338,3	908,1	108,6	1 312,2	751,3				
2015	Novembre	3 880,9	1 119,0	2 759,5	12 736,5	10 650,2	11 046,6	4 307,5	5 310,1	908,2	124,4	1 288,1	798,2				
	Décembre	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4				
2016	Janvier	3 967,6	1 117,2	2 848,0	12 689,5	10 617,2	11 013,4	4 289,1	5 311,7	890,8	125,5	1 306,1	766,3				
	Février	4 007,3	1 117,6	2 887,3	12 728,7	10 659,0	11 044,3	4 302,2	5 329,9	900,5	126,4	1 309,0	760,7				
	Mars	4 049,1	1 115,2	2 920,8	12 708,8	10 645,3	11 029,1	4 290,3	5 338,3	908,1	108,6	1 312,2	751,3				
	Avril <sup>(p)</sup>	4 095,6	1 122,8	2 959,6	12 716,7	10 652,0	11 035,6	4 293,3	5 343,7	901,4	113,6	1 317,2	747,6				
Flux																	
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1					
2014	72,1	16,0	56,1	-103,9	-50,2	-33,8	-60,8	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2					
2015	284,2	-20,7	304,6	100,1	71,4	51,4	3,4	98,1	-24,7	-5,5	24,3	4,4					
2015	T2	58,1	-10,7	68,6	2,8	10,3	5,1	1,6	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7				
	T3	112,2	-10,1	122,3	54,8	-7,9	-3,7	-6,0	24,7	-12,2	-14,4	64,4	-1,6				
	T4	73,5	-16,4	89,8	8,3	23,8	18,4	-0,5	22,8	-1,0	2,6	-22,4	6,9				
2016	T1	123,2	2,7	120,5	68,3	84,0	74,5	38,4	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9				
2015	Novembre	36,6	-1,5	38,1	18,6	35,3	31,3	12,4	8,4	14,6	0,0	-20,4	3,7				
	Décembre	26,9	-7,1	33,9	-26,6	-38,9	-38,3	-19,9	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,8				
2016	Janvier	61,2	5,1	56,2	26,0	35,6	32,8	22,2	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6				
	Février	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7				
	Mars	25,8	-2,4	28,3	-2,6	4,9	0,7	0,6	11,2	10,7	-17,7	3,2	-10,6				
	Avril <sup>(p)</sup>	51,2	5,9	45,2	12,7	11,7	10,3	5,5	5,8	-4,6	5,0	4,5	-3,5				
Taux de croissance																	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9					
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5					
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5					
2015	T2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0				
	T3	7,2	0,5	10,2	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9				
	T4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5				
2016	T1	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3				
2015	Novembre	7,8	-0,7	11,7	1,2	1,2	1,0	0,7	2,0	-0,2	-1,4	-0,7	3,4				
	Décembre	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5				
2016	Janvier	8,7	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3				
	Février	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	2,9	-1,4				
	Mars	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3				
	Avril <sup>(p)</sup>	10,4	-2,6	16,3	1,2	1,1	0,9	0,9	2,2	-1,7	-16,4	4,1	-2,4				

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro<sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>				Ménages <sup>3)</sup>					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	
	Corrigé des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Corrigé des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>				Corrigé des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Corrigé des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013	4 353,6	4 408,4	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,4	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,6	4 330,9	1 080,7	720,5	2 470,4	5 200,4	5 546,2	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2015 T2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,0	578,7	3 908,9	771,0
T3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,3	582,4	3 926,5	768,7
T4	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2016 T1	4 290,3	4 352,3	1 045,2	767,7	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
2015 Novembre	4 307,5	4 365,8	1 076,6	755,4	2 475,4	5 310,1	5 638,8	596,8	3 944,8	768,5
Décembre	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2016 Janvier	4 289,1	4 352,2	1 048,9	765,6	2 474,6	5 311,7	5 642,8	596,4	3 953,2	762,1
Février	4 302,2	4 361,5	1 049,4	774,1	2 478,7	5 329,9	5 650,5	601,4	3 966,7	761,8
Mars	4 290,3	4 352,3	1 045,2	767,7	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
Avril <sup>(p)</sup>	4 293,3	4 357,0	1 044,3	772,3	2 476,7	5 343,7	5 662,6	604,5	3 979,9	759,3
Flux										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,8	-64,3	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,4	8,8	-44,9	32,7	15,7	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 T2	1,6	3,7	-2,7	7,7	-3,5	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
T3	-6,0	-0,8	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
T4	-0,5	1,4	-22,1	13,5	8,1	22,8	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 T1	38,4	43,4	15,6	12,7	10,2	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 Novembre	12,4	9,3	15,5	-2,4	-0,7	8,4	8,8	2,7	3,6	2,1
Décembre	-19,9	-18,1	-32,0	5,9	6,1	-0,7	1,6	-0,6	3,9	-4,0
2016 Janvier	22,2	23,9	13,2	6,5	2,5	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
Février	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
Mars	0,6	0,9	0,9	-3,8	3,5	11,2	8,4	2,8	7,5	1,0
Avril <sup>(p)</sup>	5,5	6,4	0,0	5,1	0,5	5,8	5,6	0,9	7,1	-2,2
Taux de croissance										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 T2	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
T3	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
T4	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 Novembre	0,7	0,8	-0,8	3,6	0,5	2,0	1,4	3,6	2,1	-0,1
Décembre	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Janvier	0,5	0,7	-3,0	4,8	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Février	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
Mars	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
Avril <sup>(p)</sup>	0,9	1,2	-2,8	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-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 reclasées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro<sup>1)</sup>

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

Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	Passif des IFM						Actif des IFM				
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre			
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves			Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9	
2014	264,6	7 187,7	2 248,9	92,2	2 380,9	2 465,8	1 378,2	224,8	184,5	139,7	
2015	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6	
2015	T2	265,2	7 168,6	2 223,1	86,7	2 329,7	2 529,0	1 453,9	240,5	224,6	147,1
	T3	287,6	7 100,6	2 223,8	83,7	2 263,4	2 529,7	1 356,0	253,7	213,6	140,0
	T4	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6
2016	T1	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,8	2 592,6	1 279,8	306,7	247,1	152,1
2015	Novembre	296,0	7 122,9	2 189,4	80,3	2 283,4	2 569,9	1 380,0	269,8	217,7	146,0
	Décembre	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6
2016	Janvier	306,1	7 046,6	2 174,2	78,6	2 221,8	2 571,9	1 313,8	297,7	215,0	141,7
	Février	294,6	7 073,5	2 185,7	77,6	2 193,4	2 616,7	1 288,2	304,2	246,6	142,5
	Mars	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,8	2 592,6	1 279,8	306,7	247,1	152,1
	Avril <sup>(p)</sup>	316,9	7 047,9	2 183,6	75,4	2 173,2	2 615,7	1 283,2	299,3	237,0	140,0
Flux											
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7	
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,4	0,9	0,7	17,8	
2015	7,8	-218,7	-104,0	-13,5	-203,8	102,5	-98,5	-12,1	21,4	-4,0	
2015	T2	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
	T3	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,8	1,0	-11,0	-7,1
	T4	-11,7	-57,9	-47,5	-3,9	-42,3	35,8	-36,9	10,4	-7,7	-4,3
2016	T1	40,1	-61,5	1,4	-2,9	-49,9	-10,1	-70,9	32,8	41,3	17,3
2015	Novembre	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,1	-15,3	-40,4	21,3	1,1
	Décembre	-17,9	-12,8	-3,0	-0,5	-18,5	9,2	-32,4	-3,5	-11,7	-10,4
2016	Janvier	27,6	-33,8	-9,3	-1,1	-22,5	-0,8	-24,2	11,4	9,1	6,9
	Février	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
	Mars	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
	Avril <sup>(p)</sup>	-2,2	8,7	0,8	-1,4	-3,8	13,1	-13,5	-13,2	-10,1	-12,0
Taux de croissance											
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	—	—	10,3	23,3	
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	—	—	0,4	14,6	
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9	
2015	T2	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	—	—	31,0	23,5
	T3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	—	—	30,5	15,0
	T4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9
2016	T1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	—	—	4,6	-4,8
2015	Novembre	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	—	—	18,0	11,7
	Décembre	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9
2016	Janvier	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	—	—	5,7	7,0
	Février	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	—	—	8,2	-1,8
	Mars	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	—	—	4,6	-4,8
	Avril <sup>(p)</sup>	17,4	-2,8	-2,7	-15,3	-7,8	2,4	—	—	12,0	4,7

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisons.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit(-)/excédent(+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 T1	-2,5	.	.	.	.	0,1
T2	-2,4	.	.	.	.	0,1
T3	-2,1	.	.	.	.	0,4
T4	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						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			
		1	2	3	4			8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5	
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1	
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0	
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9	
2015 T1	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9	
T2	46,6	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9	
T3	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8	
T4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9	

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur		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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6
2015 T1	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

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

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

	Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intérêts			Encours				Opérations			
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	5		7	8	9	10	11	12	13	
1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8	
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6	
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2015 T1	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7	
T2	15,1	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5	
T3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
T4	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2015 Novembre	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
Décembre	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016 Janvier	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2	
Février	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2	
Mars	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1	
Avril	15,0	13,2	4,2	1,9	0,5	6,8	2,7	1,2	0,0	3,2	2,8	0,4	1,3	

Source: BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques											
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8		
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9		
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9		
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0		
2015	T1	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-0,2		
	T2	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-0,4		
	T3	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-0,9		
	T4	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-1,0		
Dette des administrations publiques											
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3		
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5		
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2		
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9		
2015	T1	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
	T2	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
	T3	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
	T4	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques											
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande	
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	
Dette des administrations publiques											
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2	
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6	
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2	
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7	
2015	T1	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-3,5	
	T2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-3,1	
	T3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-3,0	
	T4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-2,7	
Dette des administrations publiques											
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9	
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5	
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3	
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1	
2015	T1	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
	T2	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
	T3	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
	T4	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2016

Adresse postale 60640 Francfort-sur-le-Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Le présent *Bulletin* a été préparé sous la responsabilité du directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France 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 1<sup>er</sup> juin 2016.

ISSN 2363-3425 (epub)

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-E (epub)

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

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général