



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2015

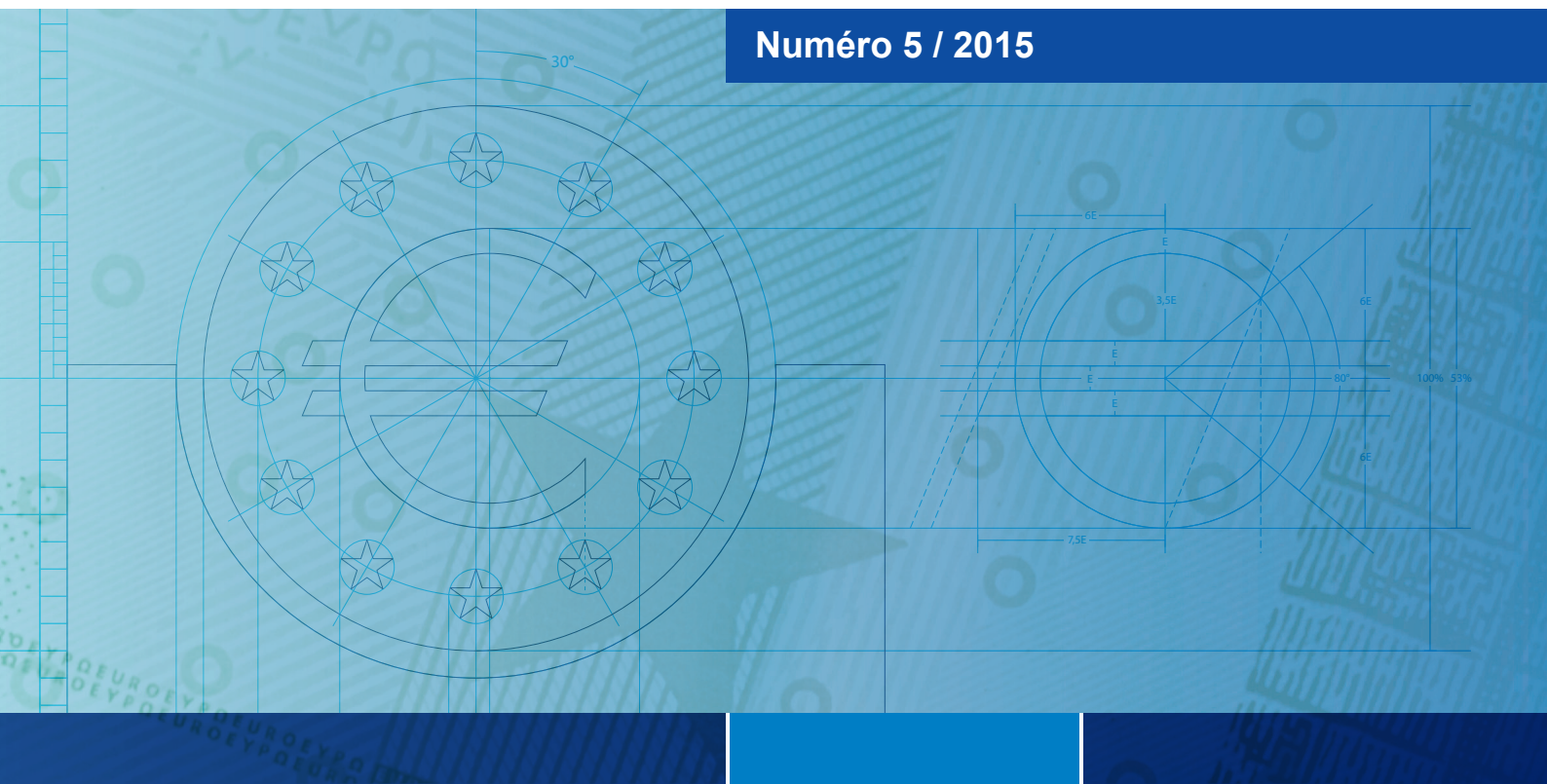


Table des matières

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse	3
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	7
3 Activité économique	9
4 Prix et coûts	11
5 Monnaie et crédit	13

Encadrés

1 Pourquoi la croissance s'est-elle ralentie dans les économies de marché émergentes ?	17
2 La confiance des consommateurs permet-elle de prévoir la consommation privée ?	20
3 Évolutions récentes des échanges commerciaux hors zone euro : le rôle des économies de marché émergentes	22
4 L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?	25
5 L'impact des taux à court terme négatifs sur le secteur des fonds d'investissement monétaires	30

Article

La convergence réelle dans la zone euro : éléments probants, théorie et implications pour la politique économique	34
---	----

Statistiques

S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Après un léger ralentissement début 2015, l'économie mondiale devrait retrouver un rythme de croissance modéré, avec des différences notables d'une région à l'autre. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, on constate des signes de reprise de l'activité, tandis qu'au Japon, les indicateurs disponibles font état d'une modération des perspectives de croissance, après la dynamique soutenue du premier trimestre. En Chine, les données récentes indiquent un rebond de l'expansion économique au deuxième trimestre, mais la baisse des cours boursiers a accentué l'incertitude. La dynamique du commerce international demeure atone, principalement en raison d'une diminution des échanges commerciaux dans les économies de marché émergentes. L'inflation totale demeure faible à l'échelle mondiale, sous l'effet des baisses antérieures des prix de l'énergie.

Les dernières évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont été marquées par une volatilité accrue, essentiellement sous l'effet d'un regain d'incertitude concernant les négociations entre la Grèce et ses créanciers officiels. Si les cours boursiers ont globalement augmenté dans la zone euro depuis début juin, de fortes oscillations ont été constatées ces dernières semaines. En revanche, les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro sont demeurés globalement inchangés, à des niveaux supérieurs aux récents points bas historiques enregistrés mi-avril. Les écarts par rapport aux rendements allemands se sont resserrés en Italie, en Espagne et au Portugal, et sont restés globalement stables dans les autres pays de la zone euro, à l'exception de la Grèce. Le taux de change de l'euro s'est déprécié en termes effectifs.

La croissance du PIB en volume de la zone euro a été confirmée à 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015, alimentée par la demande intérieure dans un contexte de fortes contributions de la consommation privée et désormais également de l'investissement. Les données d'enquêtes les plus récentes couvrant la période jusqu'en juin concordent avec la poursuite de la croissance modérée au deuxième trimestre. Dans la période à venir, la reprise économique devrait s'appuyer sur une base de plus en plus large. La demande intérieure devrait être confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur impact favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, le bas niveau des cours du pétrole devrait continuer de soutenir le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises et, donc, la consommation privée et l'investissement. Par ailleurs, la demande d'exportations de la zone euro devrait bénéficier de l'amélioration de la compétitivité-prix.

L'inflation a atteint un point bas au début de l'année et est redevenue positive ces derniers mois. La hausse annuelle de l'ICPH s'est établie à 0,2 % en juin, en léger repli après 0,3 % en mai. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur les cours du pétrole, elle devrait rester faible au cours des prochains mois et augmenter vers la fin de l'année, en partie en raison d'effets de base liés à la baisse des cours du pétrole fin 2014. Sous l'effet de la reprise économique attendue, de l'incidence de la dépréciation de l'euro et de l'hypothèse ressortant des contrats à terme d'une légère remontée des prix du pétrole au cours des années à venir, les taux d'inflation devraient continuer d'augmenter en 2016 et 2017.

La dynamique de l'agrégat monétaire étroit et de l'agrégat large reste soutenue. Dans le contexte de bas niveau des taux d'intérêt, les réaménagements de portefeuille soutiennent la croissance de l'agrégat monétaire large, et les dépôts à vue continuent d'apporter une forte contribution à sa progression. La dynamique des prêts s'est encore améliorée mais elle demeure modérée, notamment en ce qui concerne les prêts aux sociétés non financières. Les taux débiteurs des banques ont encore fléchi, et la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique une nouvelle amélioration des conditions et de la demande de crédits. En outre, la fragmentation de la demande de crédits entre les différents pays a diminué et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées ont contribué à améliorer les conditions attachées à l'offre de crédit. Globalement, les mesures de politique monétaire mises en place par la BCE depuis juin 2014 favorisent indéniablement les améliorations des conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages ainsi que des flux de crédits dans la zone euro.

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 16 juillet 2015, de laisser les taux d'intérêt directeurs inchangés. En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les programmes d'achats d'actifs se poursuivent sans difficultés. Le Conseil des gouverneurs a également confirmé sa précédente évaluation selon laquelle il était nécessaire de maintenir le cap de l'orientation de la politique monétaire, et que la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire apportera le soutien nécessaire à la reprise économique dans la zone euro et ramènera durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Dans la période à venir, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement la situation sur les marchés financiers ainsi que les implications potentielles pour l'orientation de la politique monétaire et pour les perspectives de stabilité des prix. Si des facteurs devaient conduire à un resserrement injustifié de la politique monétaire, ou si les perspectives de stabilité des prix venaient à varier sensiblement, le Conseil des gouverneurs réagirait en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat.

1 Environnement extérieur

Après un ralentissement de son rythme d'expansion début 2015, l'économie mondiale devrait renouer avec une reprise modérée.

Les enquêtes les plus récentes font état d'une stabilité de la dynamique de croissance au deuxième trimestre 2015. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a légèrement fléchi en juin (cf. graphique 1), ressortant à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme. En rythme trimestriel, l'indice a enregistré une légère baisse au deuxième trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent. La croissance trimestrielle de la production est restée robuste dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les indices des directeurs d'achat des économies de marché émergentes ont continué de peser sur l'indice mondial, reflétant le ralentissement actuel de la croissance dans ces économies, sous l'effet de facteurs conjoncturels aussi bien que structurels (cf. encadré 1). Cependant, les autres indicateurs à court terme témoignent d'une certaine résistance de l'activité mondiale. L'indice tiré de l'enquête *World Economic Climate* menée par l'institut Ifo a encore progressé au deuxième trimestre 2015 et les indicateurs composites avancés de l'OCDE continuent également de faire état d'une dynamique de croissance globalement stable.

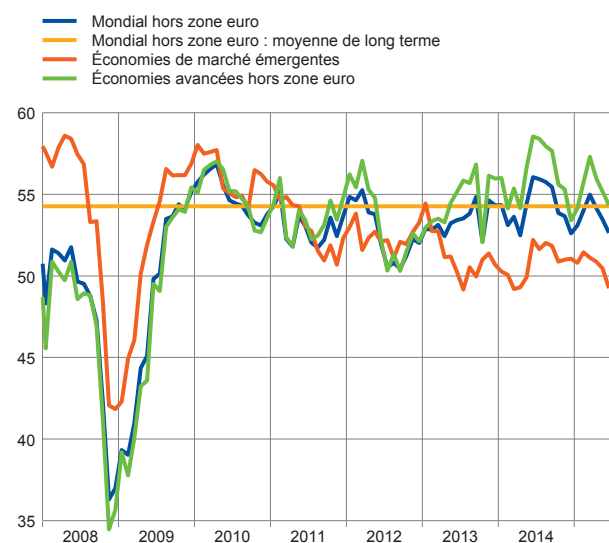
La dynamique des échanges commerciaux internationaux reste faible, mais les récents indicateurs des directeurs d'achat relatifs aux commandes à l'exportation laissent penser qu'il pourrait s'agir d'un point bas.

Les importations mondiales de marchandises en volume ont diminué de 1,1 % en rythme trimestriel en avril 2015, soit légèrement moins qu'en mars (cf. graphique 2).

Graphique 1

Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production

(indice de diffusion)



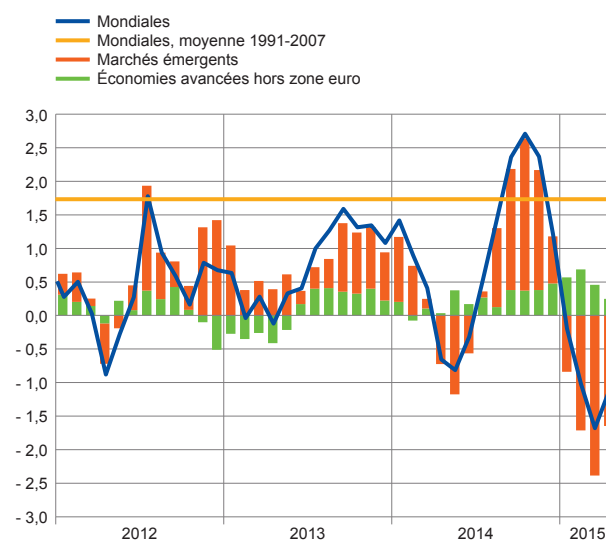
Sources : Markit et BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2015. « Mondial hors zone euro : moyenne de long terme » se rapporte à la période qui débute en 1999. « Économies de marché émergentes » désigne le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie. « Économies avancées » désigne le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni.

Graphique 2

Croissance des importations de marchandises

(variations trimestrielles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; cvs)



Sources : CPB et calculs de la BCE

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2015.

La divergence observée pour l'activité entre économies avancées et économies de marché émergentes se reflète dans les évolutions des échanges, marquées par une faiblesse récente résultant de la diminution des importations en volume dans les marchés émergents, en particulier en Asie. Le rythme de la croissance des échanges a également légèrement fléchi dans les économies avancées, mais il est resté globalement robuste.

L'inflation totale à l'échelle mondiale reste faible, contenue par des effets de base liés aux baisses antérieures des prix de l'énergie. L'inflation annuelle dans les pays de l'OCDE a légèrement augmenté en mai, ressortant à 0,6 %, sous l'effet d'un ralentissement de la baisse annuelle des prix de l'énergie par rapport au mois précédent. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans l'OCDE est restée faible et stable à 1,6 %. Les évolutions de la hausse des prix à la consommation dans les principaux pays hors OCDE ont été très divergentes, l'inflation annuelle s'accroissant encore au Brésil alors qu'elle se réduisait en Russie (à partir de niveaux élevés), en Chine et en Inde.

Aux États-Unis, l'activité montre des signes de rebond après avoir marqué le pas début 2015. Le recul du PIB en volume (– 0,04 % en glissement trimestriel) au premier trimestre 2015 s'est avéré plus faible qu'attendu. La phase de morosité a principalement résulté d'une vague de froid, de perturbations liées à des conflits sociaux dans les ports, de l'incidence de l'appréciation antérieure du dollar et d'une forte baisse de l'investissement dans le secteur de l'énergie. Les indicateurs récents vont dans le sens d'un rebond de la croissance du PIB au deuxième trimestre. En particulier, l'amélioration récente de la confiance des consommateurs augure bien d'une reprise de la croissance des dépenses de consommation, les ménages étant de plus en plus susceptibles de dépenser les revenus exceptionnels tirés des baisses antérieures des prix du pétrole. La dynamique sous-jacente du marché du travail reste également robuste, ainsi que le montre la création d'emplois soutenue en juin. Dans le même temps, l'inflation est restée faible, reflétant les baisses antérieures des prix du pétrole et l'appréciation du dollar. La hausse annuelle de l'IPC total est restée stable en mai, après quatre mois de valeurs nulles ou négatives. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a légèrement fléchi, reflétant des ralentissements de la hausse des prix des biens et des services.

Les indicateurs disponibles font état d'un nouvel affaiblissement des perspectives de croissance au Japon après la forte reprise du début de l'année, tandis que l'inflation reste faible. La croissance du PIB s'est renforcée au premier trimestre 2015, le PIB en volume ayant progressé de 1,0 % en glissement trimestriel, soutenu principalement par la reprise de l'investissement privé en capital et par une forte contribution de la variation des stocks. Les indicateurs à court terme relatifs à mai ont été plutôt moroses, avec une baisse de la production industrielle et des exportations, et une croissance de la consommation réelle plus faible qu'au premier trimestre. En revanche, l'enquête Tankan de la Banque du Japon pour juin 2015 fait état d'une amélioration, par rapport à mars, de la confiance des chefs d'entreprise, aussi bien pour les entreprises du secteur manufacturier que pour celles des autres secteurs. Les taux annuels de l'IPC sont restés bas, l'inflation annuelle globale ressortant à 0,5 % en mai, et l'inflation hors produits alimentaires et énergie à 0,4 %. Sur le plan de la politique monétaire, la Banque du Japon

a annoncé un nouveau cadre pour les réunions de politique monétaire (opérationnel dès janvier 2016) destiné à améliorer la transparence.

La croissance économique s'est ralentie au Royaume-Uni début 2015 et devrait rebondir au deuxième trimestre.

La croissance du PIB en volume s'est établie à 0,4 % au premier trimestre, après 0,8 % au dernier trimestre 2014, principalement en raison d'une forte baisse de la contribution des exportations nettes. Toutefois, la demande intérieure a continué de soutenir la croissance. L'indice composite des directeurs d'achat et les données relatives à la production industrielle indiquent que la croissance devrait s'accélérer au deuxième trimestre. Le taux de chômage s'est inscrit en légère hausse à 5,6 % sur la période de trois mois s'achevant en mai 2015 tandis que la croissance des bénéfices s'est accélérée. La hausse de l'IPC annuel reste proche de son minimum historique en raison de la faiblesse des prix des produits alimentaires et de l'énergie.

En Chine, après un ralentissement du rythme de l'expansion au début de l'année, la croissance du PIB en volume a rebondi, mais la récente correction du marché boursier a accru l'incertitude.

Après une progression modérée de 1,4 % en glissement trimestriel au premier trimestre, la croissance du PIB en volume a rebondi à 1,7 % au deuxième trimestre. Cette évolution a été soutenue par les récentes mesures monétaires de relance budgétaire. Dans le même temps, des « poches de faiblesse » persistent, l'investissement dans l'immobilier résidentiel demeurant atone et les importations faibles. L'incertitude relative aux perspectives de croissance et à la stabilité financière de la Chine s'est légèrement accrue après la forte correction des marchés boursiers observée le mois dernier, qui a fait suite à des hausses très rapides les mois précédents.

2 Évolutions financières

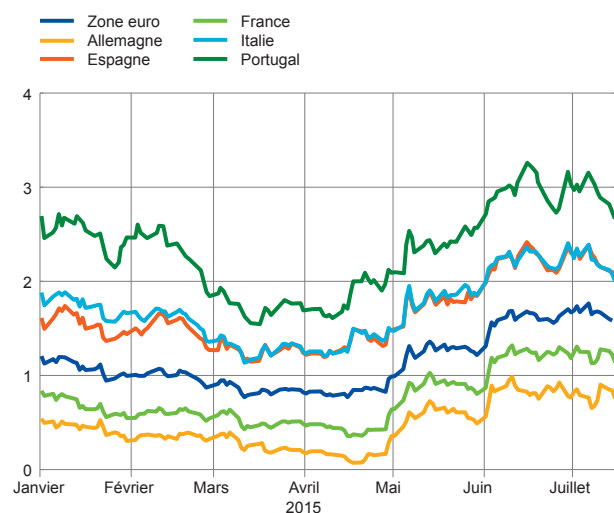
Entre début juin et mi-juillet, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont restés, dans l'ensemble, pratiquement inchangés, à quelque 75 points de base, en moyenne, au-dessus des niveaux historiquement bas enregistrés vers mi-avril.

Les évolutions des taux d'intérêt ont été assez inégales entre début juin et mi-juillet. Début juin, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont fortement augmenté (cf. graphique 3). Cet accroissement s'explique peut-être, entre autres, par une légère hausse des anticipations d'inflation à long terme. Les évolutions défavorables de la liquidité sur le marché de la dette souveraine seraient également liées à une augmentation des rendements sur cette période. Entre le 10 juin et mi-juillet, les rendements moyens des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro ont fléchi, pour s'établir à 1 % environ, enregistrant des fluctuations plus importantes lors des périodes d'aggravation de l'inquiétude des marchés quant à l'issue du référendum en Grèce. Les écarts avec les rendements allemands se sont réduits en Italie, en Espagne et au Portugal et sont demeurés globalement stables dans l'ensemble des autres pays de la zone euro, hormis la Grèce. Sur les échéances les plus courtes, un grand nombre de pays de la zone euro ont continué d'enregistrer des rendements négatifs et les rendements ont encore reculé dans certains cas, entraînant une accentuation de la pente de la courbe des rendements souverains dans les pays concernés.

Graphique 3

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

(en pourcentage annuel)



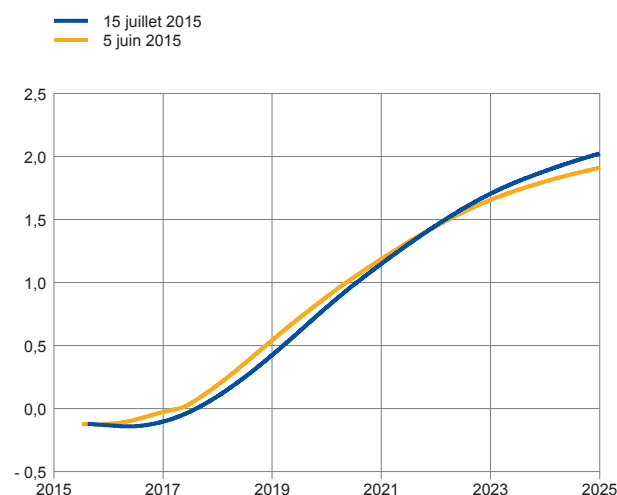
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : « Zone euro » correspond à la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans.

Graphique 4

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les taux anticipés de l'Eonia ont augmenté sur les échéances supérieures à six ans entre début juin et mi-juillet.

Sur cette période, l'Eonia s'est établi à – 0,12 %, en moyenne, et a fluctué dans un couloir étroit autour de cette valeur. Sur les échéances inférieures à six ans, les taux anticipés de l'Eonia ont continué de fléchir au cours de la période sous revue, mais ils ont augmenté au fur et à mesure de l'allongement des échéances, progressant de 11 points de base sur l'échéance à dix ans, se traduisant par une accentuation de la pente de la courbe des rendements du marché monétaire (cf. graphique 4). Si l'Eonia est demeuré stable entre le 5 juin et le 15 juillet, l'excédent de liquidité a augmenté de 115 milliards d'euros pour ressortir à 429 milliards. La hausse de l'excédent de liquidité s'explique par les achats dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs, ainsi que par l'allocation de 74 milliards d'euros lors de la quatrième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) du 18 juin, qui a légèrement dépassé les anticipations des marchés. À la fin du deuxième trimestre, le 30 juin 2015, l'Eonia a enregistré une forte hausse de 6 points de base sous l'effet de l'accroissement de la demande de liquidité en fin de trimestre. La hausse ne représentait que la moitié de celle enregistrée à la fin du trimestre précédent, reflétant l'augmentation de l'excédent de liquidité depuis lors.

Entre le 5 juin et le 15 juillet, les marchés boursiers européens ont globalement progressé, l'indice boursier large EuroStoxx enregistrant une hausse de près de 3 %.

La tendance haussière des cours des actions de la zone euro a été concentrée pour l'essentiel sur la période comprise entre le 5 et le 26 juin, sur laquelle l'indice EuroStoxx a gagné quelque 3 %, tandis que les cours des actions aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont augmenté d'un peu plus de 0,5 point de pourcentage. Sur cette période, la hausse des cours boursiers

dans la zone euro a été plus importante dans le secteur financier que pour les entreprises industrielles. En revanche, et principalement en raison de l'incertitude qui a entouré l'issue du référendum en Grèce, les cours boursiers ont enregistré de fortes baisses dans la zone euro fin juin et lors de la première semaine de juillet, de quelque 8,5 % et 7 % dans les secteurs financier et non financier, respectivement. Sur la même période, les cours boursiers ont également fléchi aux États-Unis, mais dans une mesure bien moindre, à savoir de 1 % environ dans les deux secteurs. La baisse des cours boursiers sur cette période s'est accompagnée d'une montée de l'incertitude, mesurée par la volatilité implicite des indices, qui a augmenté de quelque 6 points de pourcentage dans les deux zones économiques. Les tensions se sont atténuées au lendemain du référendum en Grèce, la volatilité implicite des marchés boursiers revenant en dessous des valeurs constatées début juin dans les deux zones économiques et les indices boursiers renouant peu à peu avec leurs pics relatifs de fin juin.

L'euro s'est déprécié en termes effectifs à la suite des événements en Grèce et de la montée de l'incertitude qui leur était associée. À l'issue d'une période de renforcement généralisé entre mi-avril et début juin, le taux de change de l'euro est resté globalement stable jusqu'à fin juin. Par la suite, l'euro s'est déprécié en termes effectifs dans un contexte de montée de l'incertitude déclenchée par les événements en Grèce. Au total, l'euro s'est déprécié de 1,5 % en termes pondérés des échanges commerciaux entre le 5 juin et le 15 juillet. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié de 1,9 % par rapport au dollar au cours de la même période. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis de la livre sterling, du yen japonais, du franc suisse et des devises des économies de marché émergentes. En revanche, il s'est apprécié par rapport à la plupart des devises d'Europe centrale et orientale ainsi que vis-à-vis de celles des pays exportateurs de matières premières. Au regard de l'incertitude croissante et des préoccupations quant au renforcement de la couronne suédoise, début juillet, la Sveriges Riksbank a décidé de prendre de nouvelles mesures d'assouplissement de sa politique monétaire.

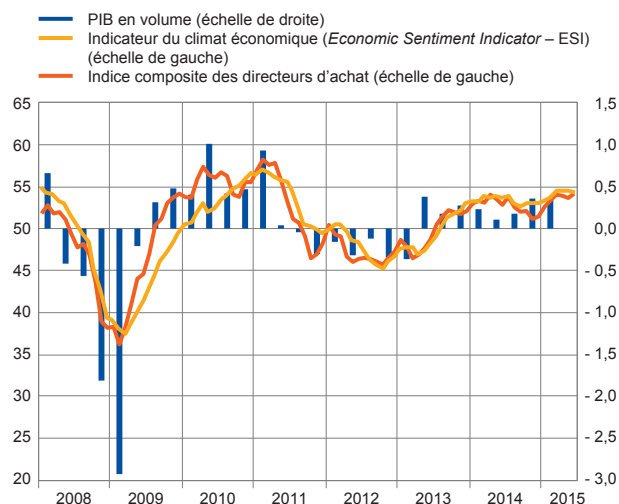
3 Activité économique

La reprise économique demeure en bonne voie dans la zone euro. Les dernières données montrent que le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015 (cf. graphique 5). La demande intérieure a continué d'être le principal moteur de la croissance de la production. Même si la croissance a été principalement soutenue par la consommation privée au cours des derniers trimestres, des signes encourageants montrent à présent que l'investissement privé se redresse également. Dans le même temps, les évolutions des stocks ont apporté une contribution légèrement positive à la croissance au premier trimestre, tandis que les exportations nettes y ont contribué négativement, la croissance des importations ayant été supérieure à celle des exportations. Au premier trimestre de cette année, le PIB en volume de la zone euro s'est établi à un niveau supérieur de 2,1 % au point bas enregistré au premier trimestre 2013, mais inférieur de 1,5 % au point haut d'avant la crise, atteint au premier trimestre 2008.

Graphique 5

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

(croissance trimestrielle en pourcentage ; indice ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'indicateur du climat économique est normé en utilisant la moyenne et l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat. Les dernières observations portent sur le premier trimestre 2015 pour le PIB en volume et juin 2015 pour l'indicateur du climat économique et l'indice des directeurs d'achat.

Globalement, les dernières données vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion économique au deuxième trimestre de cette année.

La production industrielle hors construction a diminué de 0,4 %, en rythme mensuel, en mai 2015. En conséquence, au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, la production a été inférieure de 0,2 % à sa moyenne du premier trimestre. Toutefois, en avril, la production dans la construction s'est établie 0,2 % au-dessus du niveau enregistré au premier trimestre. Par ailleurs, les évolutions récentes de la production de biens d'équipement indiquent une nouvelle progression de l'investissement dans la zone euro au deuxième trimestre, tandis que celles du commerce de détail et des nouvelles immatriculations de voitures particulières reflètent une poursuite de la forte augmentation de la consommation privée. Dans le même temps, les données relatives aux échanges commerciaux pour avril dénotent une poursuite de la croissance des exportations, quoique à un rythme plus lent que les mois précédents. Tandis que la contribution des économies émergentes à la croissance des exportations hors zone euro a fléchi, les exportations de la zone euro sont

actuellement soutenues par la forte demande en provenance des États-Unis et des autres économies avancées (cf. encadré 3). Globalement, ces évolutions sont conformes aux anticipations d'une généralisation de la reprise dans les mois à venir.

Des données d'enquêtes plus récentes, couvrant l'ensemble du deuxième trimestre, confirment des taux de croissance globalement inchangés à court terme.

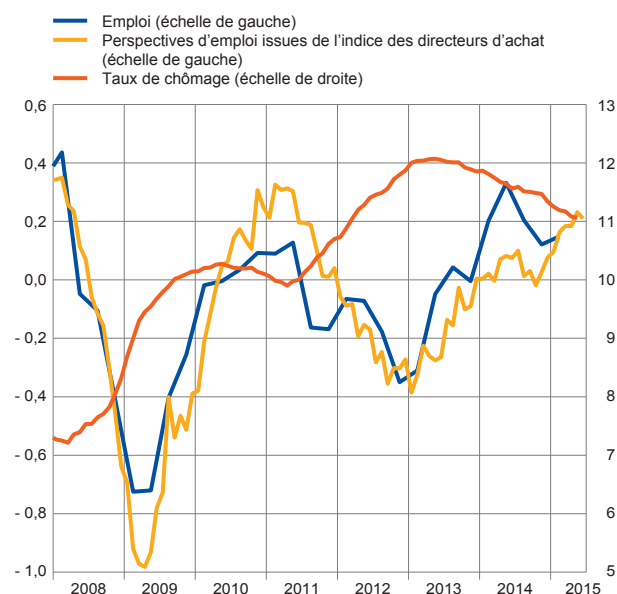
L'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) se sont améliorés au deuxième trimestre 2015 (cf. graphique 5). En juin, ces deux indicateurs ont été supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives. De plus, même si la confiance des consommateurs a montré récemment des signes de stabilisation, elle demeure nettement supérieure à sa moyenne de long terme (cf. également encadré 2). En outre, selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, au deuxième trimestre 2015, les critères d'octroi de prêts aux entreprises ont continué de s'assouplir, quoique à un rythme plus lent, soutenant ainsi la reprise de la croissance des prêts et des activités d'investissement. Les données d'enquêtes relatives aux évolutions des exportations, disponibles jusqu'en juin, sont conformes aux données solides sur les échanges commerciaux et indiquent une poursuite de la croissance des exportations au deuxième trimestre. Toutefois, la légère détérioration de l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation laisse présager un ralentissement de la dynamique des exportations au cours des prochains mois.

La situation s'améliore progressivement sur les marchés du travail. L'emploi a encore progressé au premier trimestre 2015, de 0,1 % en rythme trimestriel (cf. graphique 6). En conséquence, l'emploi s'est établi 0,8 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle depuis le deuxième trimestre 2008. Le taux de chômage pour la zone euro, qui avait commencé à diminuer mi-2013, a poursuivi son

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat est exprimé sous forme d'écart par rapport à 50 et divisé par 10. Les dernières observations portent sur le premier trimestre 2015 pour l'emploi, juin 2015 pour l'indice des directeurs d'achat et mai 2015 pour le chômage.

recul au deuxième trimestre 2015, ressortant à 11,1 % en mai. Des informations plus récentes tirées de résultats d'enquêtes vont dans le sens d'une légère accélération de l'amélioration des marchés du travail au cours des prochains mois.

Au-delà du court terme, la récente baisse des prix du pétrole devrait soutenir la croissance économique, et notamment la demande intérieure, via l'accroissement du revenu réel disponible des ménages et de la rentabilité des entreprises.

La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. Par ailleurs, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait profiter de la reprise de l'économie mondiale et de l'amélioration de la compétitivité-prix. Toutefois, le ralentissement en cours dans les économies de marché émergentes continue de peser sur les perspectives mondiales, tandis que la croissance économique dans la zone euro devrait continuer d'être freinée par le nécessaire

ajustement des bilans dans différents secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (cf. www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé demeurent pratiquement inchangées par rapport à la campagne d'enquête précédente. Par ailleurs, les anticipations relatives au chômage ont été légèrement revues à la baisse.

4 Prix et coûts

L'inflation dans la zone euro s'est stabilisée à des niveaux faiblement positifs.

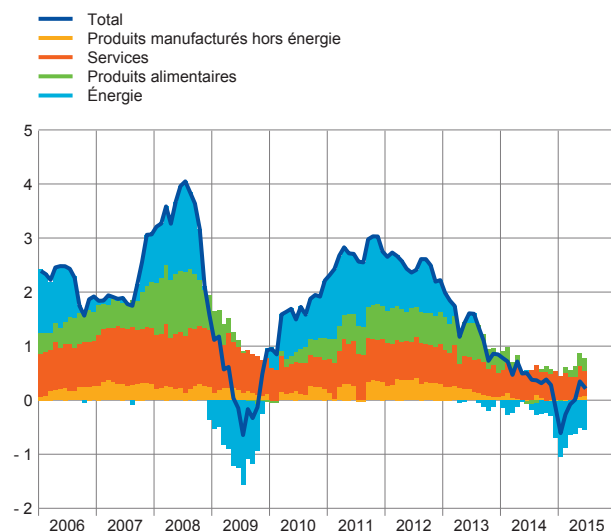
Selon Eurostat, la hausse de l'IPCH dans la zone euro s'est légèrement atténuée à 0,2 % en juin 2015, après 0,3 % en mai (cf. graphique 7), principalement en raison d'effets de calendrier temporaires relatifs à la composante services, qui ont accru l'inflation en mai et l'ont fait reculer en juin. Cette évolution se reflète également sur la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, qui s'est légèrement ralentie ressortant à 0,8 % en juin, après 0,9 % en mai.

Abstraction faite des évolutions propres à un mois donné, plus récemment, l'inflation sous-jacente s'est accentuée. Toutefois, une certaine incertitude demeure sur la question de savoir si la remontée de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (une mesure de l'inflation sous-jacente) par rapport au taux historiquement bas de 0,6 % en avril correspond à un retournement, dans la mesure où elle recouvre des facteurs d'une nature à la fois plus persistante

Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation porte sur juin 2015.

et plus temporaire (cf., également, encadré 4). Certains facteurs, comme les effets indirects des diminutions des prix du pétrole, continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH sous-jacent. Toutefois, lorsque ces effets décalés se seront dissipés, la répercussion de la dépréciation de l'euro depuis mai 2014 sur les prix à la consommation hors énergie devrait fournir une base plus solide à une remontée de l'inflation sous-jacente.

La répercussion de la dépréciation de l'euro sur les prix à la consommation est confirmée par la forte croissance des prix à l'importation, mais les tensions en amont demeurent faibles au niveau intérieur. Tandis que la croissance annuelle

des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et des biens intermédiaires a été relativement soutenue à 4,8 % et 3,0 % en mai, respectivement, les prix à la production des ventes intérieures ont poursuivi leur baisse. Le recul des prix des matières premières pétrolières et non pétrolières enregistré en juin laisse penser qu'il n'y aura pas de

nouvelles tensions à la baisse sur les prix à la production des biens intermédiaires au cours des mois à venir. En aval de la chaîne de production et de tarification, les prix à la production ne s'étaient pas encore redressés en mai, la variation annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'établissant à 0,0 %, et celle des biens alimentaires à -1,4 %. En revanche, les indicateurs tirés d'enquêtes font état de tensions en amont sur les prix s'exerçant en aval de la chaîne de tarification : selon les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat, les prix des consommations intermédiaires du commerce de détail de produits non alimentaires ont augmenté pour le quatrième mois d'affilée.

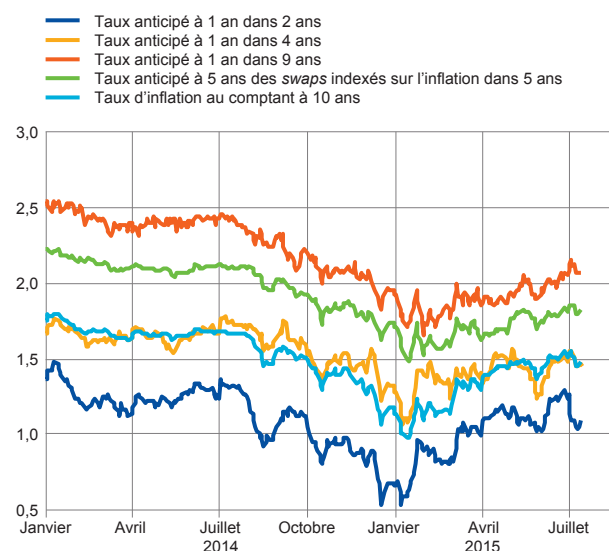
Les données les plus récentes relatives aux coûts de main-d'œuvre et aux marges bénéficiaires indiquent à ce stade une stabilisation des tensions d'origine interne sur les prix. Entre le quatrième trimestre 2014 et le premier trimestre 2015,

la croissance annuelle des salaires dans la zone euro s'est accentuée, de 1,3 % à 1,5 %, quand elle est mesurée par la rémunération par tête, et de 1,1 % à 1,6 % quand elle est mesurée en heures travaillées. La croissance de la rémunération par tête a ainsi convergé vers celle des salaires négociés, évolution qui traduit la faible incidence d'éléments pouvant entraîner une dérive salariale, comme les bonus. Les données sectorielles montrent que la hausse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête s'explique par une contribution plus élevée du secteur des services, qui a largement contrebalancé une contribution plus faible du secteur de l'industrie. La productivité ayant augmenté à un rythme plus soutenu que la rémunération par tête, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est légèrement ralentie au premier trimestre 2015. Cela étant, la croissance des bénéfices (mesurée par l'excédent brut d'exploitation) s'est accentuée, reflétant l'incidence du renforcement en cours de la croissance du PIB en volume et un redressement du taux de croissance des bénéfices par unité de production (un indicateur des marges bénéficiaires). En raison des

Graphique 8

Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations portent sur le 14 juillet 2015.

évolutions des coûts de main-d'œuvre et des marges bénéficiaires, la progression annuelle du déflateur du PIB, qui donne une indication des tensions inflationnistes d'origine interne, s'est inscrite en légère hausse au premier trimestre 2015.

Sur la base des informations disponibles et des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, le glissement annuel de l'IPCH devrait rester faible au cours des prochains mois et augmenter seulement vers la fin de l'année, en raison notamment d'effets de base liés à la baisse des cours du pétrole fin 2014. Sous l'effet de la reprise économique attendue, de l'incidence de la dépréciation du cours de change de l'euro et de l'hypothèse ressortant des contrats à terme d'une légère remontée des prix du pétrole au cours des années à venir, les taux d'inflation devraient continuer d'augmenter en 2016 et 2017.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro, qu'elles soient tirées d'enquêtes ou fondées sur les marchés,

sont proches de l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2015 (l'EPP la plus récente), les prévisionnistes ont révisé leurs anticipations d'inflation pour 2015 et 2016 à la hausse de 0,1 point de pourcentage à 0,2 % et 1,3 % respectivement, tout en laissant l'estimation pour 2017 inchangée à 1,6 % (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Les anticipations d'inflation à long terme à un horizon de cinq ans sont ressorties en légère hausse, à 1,9 %. Les mesures fondées sur les marchés indiquent que les anticipations d'inflation, telles qu'elles ressortent des *swaps* indexés sur l'inflation, avaient initialement augmenté en juin pour les échéances allant de deux à dix ans (cf. graphique 8). Toutefois, fin juin et durant la première quinzaine de juillet, elles ont diminué pour s'établir à des valeurs inférieures à celles constatées début juin. Dans le même temps, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans s'établissait mi-juillet à 1,82 %, soit 5 points de base au-dessus de son niveau début juin.

5

Monnaie et crédit

La dynamique monétaire reste soutenue. Après la forte hausse de 5,3 % en avril, le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit à 5,0 % en mai (cf. graphique 9). La croissance de M3 continue de s'expliquer par la forte progression de M1, dont le taux de croissance annuel s'est encore accentué en mai, ressortant à 11,2 %, après 10,5 % en avril. La robuste croissance des dépôts à vue peut s'expliquer par les faibles coûts d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides. Globalement, la solide croissance annuelle de M1 va dans le sens d'une poursuite de la reprise économique dans la zone euro.

Les dépôts à vue ont apporté une contribution significative à la croissance de M3.

La rémunération généralement faible des actifs monétaires et le profil plat de la courbe des rendements incitent les détenteurs de monnaie à placer leurs fonds dans les dépôts à vue inclus dans M3. En revanche, les données récentes font état d'une contraction des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue. Le taux de variation des instruments négociables (M3–M2), qui ont un poids faible dans M3, est resté positif, à 5,0 %. Il reflète le redressement des flux de parts de fonds d'investissement monétaires qui a été observé depuis mi-2014, parallèlement à l'amélioration de leurs rendements par rapport à d'autres actifs à court terme de caractéristiques similaires (cf. encadré 5). En outre, la croissance des avoirs du secteur détenteur de monnaie en titres de créance émis par les institutions financières monétaires (IFM) et assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans s'est accentuée depuis début 2015.

Les réaménagements de portefeuille jouent un rôle moteur pour la croissance de l'agrégat large.

Une évaluation des contreparties de M3 montre que la dynamique de cet agrégat est essentiellement déterminée par des arbitrages de portefeuille au détriment des engagements financiers à long terme et, dans une moindre mesure, par un flux en diminution, bien que toujours positif, au profit des avoirs extérieurs nets des IFM. De plus, les crédits au secteur privé ont apporté une contribution positive à la croissance de M3 après avoir été le principal frein à la croissance monétaire ces dernières années. La contraction annuelle des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie s'est encore accentuée, ressortant à – 6,8 % en mai (après – 5,7 % au premier trimestre 2015). Sa forte contribution à la croissance de M3 reflète plus particulièrement le profil plat de la courbe des rendements et, pour partie, le remplacement par les IFM de titres de créance à long terme par des fonds provenant des TLTRO. Le soutien apporté à la croissance annuelle de

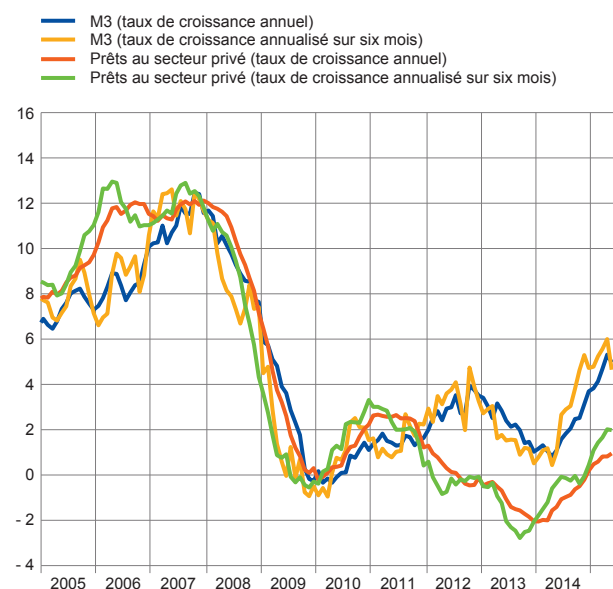
M3 par les avoirs extérieurs nets a continué de se réduire. Par rapport au pic qu'elle avait atteint mi-2014, la contribution de la position extérieure nette du secteur des IFM a encore diminué en mai, demeurant toutefois positive grâce à l'excédent élevé du compte des transactions courantes. Ce ralentissement reflète principalement des sorties nettes plus élevées des portefeuilles de la zone euro dans le contexte des achats effectués dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP), qui a favorisé des arbitrages de portefeuille au profit d'instruments de placement hors zone euro.

La dynamique des prêts s'est améliorée, mais reste faible, en particulier pour les prêts aux sociétés non financières.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé a légèrement augmenté, ressortant à 1,0 % en mai (cf. graphique 9). L'amélioration progressive de la dynamique du crédit a été observée pour les ménages et les entreprises.

Graphique 9
M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation porte sur mai 2015.

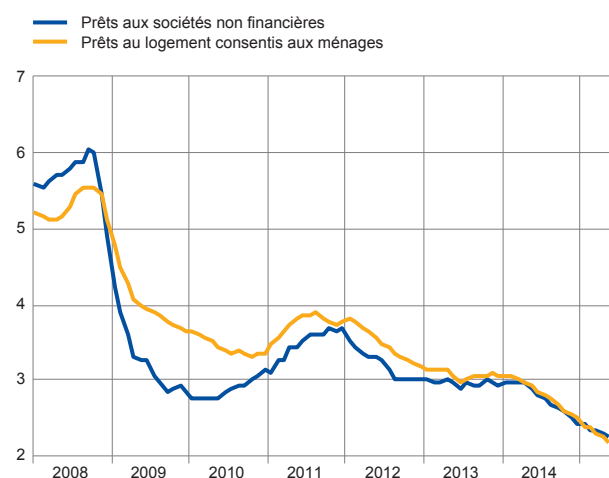
Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement augmenté en mai pour s'établir à 1,4 %, dépassant ainsi le taux moyen de 0,5 % observé depuis l'été 2012. La croissance annuelle des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières (SNF) (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est encore accentuée pour s'établir à 0,1 % en mai (après un point bas de – 3,2 % en février 2014). En dépit de ces évolutions favorables, l'assainissement des bilans des banques et les besoins de désendettement qui subsistent dans certains secteurs économiques et juridictions bancaires continuent de freiner la dynamique du crédit.

Les taux débiteurs bancaires ont encore baissé, malgré la correction des marchés obligataires en mai (cf. graphique 10). L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, une consolidation de la situation bilancielle et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers en général ont contribué à une réduction des coûts composites de financement des banques, qui se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Par exemple, les coûts du financement par les dépôts pour les banques de la zone euro sont ressortis à 0,48 % en mai. Le recours au financement de marché s'est réduit sur le même mois. Les émissions nettes de titres de créance par les IFM sont demeurées négatives, tandis que la poursuite par les banques de la réduction de la taille de leur bilan et du renforcement de leur assise en fonds propres, ainsi que les TLTRO, réduisent, pour ces institutions, la nécessité d'avoir à émettre des titres de créance pour se financer. Depuis l'annonce du train de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les banques ont progressivement répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Les taux des prêts consentis aux SNF ont encore fléchi en mai (les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF de la zone euro sont revenus à 2,24 %, après 2,79 % en juin 2014). Les taux des prêts au logement accordés aux ménages ont également diminué en mai (les taux débiteurs bancaires composites appliqués

aux prêts au logement consentis aux ménages se sont établis à 2,18 %, après 2,87 % en juin 2014). Le coût nominal total du financement externe pour les SNF de la zone euro a légèrement augmenté en mai, après s'être stabilisé à des niveaux historiquement bas. Le coût des fonds propres et celui de la dette de marché ont tous deux augmenté en mai et en juin, pour ce dernier à la suite de la correction des prix sur le marché des emprunts publics (cf. section 2).

Graphique 10
Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Note : L'indicateur relatif aux taux débiteurs bancaires composites est calculé en agrégeant les taux à court terme et à long terme en utilisant la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux.

L'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état de nouvelles améliorations des conditions de crédit (cf. l'enquête à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Au deuxième trimestre 2015, les banques ont continué d'assouplir (en termes nets) les critères d'attribution de toutes les catégories (prêts aux SNF, prêts au logement et crédits à la consommation). Toutefois, les critères d'octroi demeurent restrictifs dans une perspective historique. L'assouplissement net pour les SNF s'explique par

une intensification de la pression concurrentielle dans le secteur bancaire ainsi que par une baisse des coûts de financement des banques et par une amélioration de la situation du bilan des IFM. L'enquête fait aussi apparaître un redressement de la demande de prêts dans toutes les catégories. Dans ce contexte, la faiblesse générale des taux d'intérêt a été un facteur important à l'origine de la demande de prêts, mais la FBCF a également contribué à l'accroissement de la demande de prêts des SNF.

Encadré 1

Pourquoi la croissance s'est-elle ralentie dans les économies de marché émergentes ?

La croissance s'est ralentie dans les économies de marché émergentes (EME) depuis 2010.

Le taux de croissance annuel global du PIB des EME, qui était supérieur à 7 % en 2010, est ressorti à 4 % environ cette année, niveau nettement inférieur à celui observé au début des années 2000. Le ralentissement a

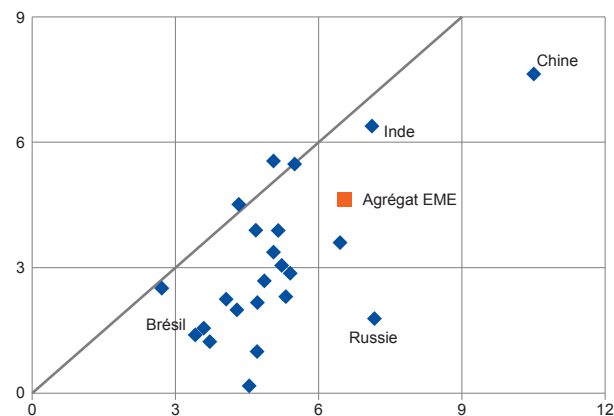
Graphique

Croissance du PIB

dans les économies de marché émergentes

(variations annuelles en pourcentage)

Axe des abscisses : croissance moyenne du PIB, 2000-2007
Axe des ordonnées : croissance moyenne du PIB, 2012-2014



Source : Haver Analytics.

Notes : L'échantillon comprend l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la Corée du Sud, l'Égypte, Hong Kong, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Pologne, la Russie, la République tchèque, Singapour, Taïwan, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela. L'agrégat EME est une moyenne pondérée du PIB de ces pays.

été généralisé : la croissance de 21 des 23 principales EME a été, en moyenne, plus faible sur les trois dernières années qu'avant la crise financière mondiale. Dans certains pays, l'activité s'est fortement ralentie (cf. graphique). Les EME jouent un rôle important par l'impulsion qu'elles donnent à l'économie mondiale et en tant que partenaires commerciaux de la zone euro, de sorte qu'un ralentissement plus prononcé de leur activité pèserait sur la croissance mondiale et sur celle de la zone euro. Le présent encadré examine les facteurs à l'origine du ralentissement de la croissance économique dans les EME. À cet égard, on peut citer les effets conjugués d'une modération structurelle de la croissance dans certains grands pays et de facteurs conjoncturels comme les répercussions des faiblesses des économies avancées, les modifications des conditions financières extérieures et le durcissement des politiques au plan national.

Une des composantes du récent ralentissement est de nature structurelle.

La croissance potentielle

dans les EME était orientée à la hausse avant la crise

financière mondiale, soutenue par une importante accumulation de capital, des gains de productivité et des évolutions démographiques favorables, mais elle a diminué depuis lors.

Les facteurs à l'origine des évolutions de la croissance du PIB potentiel diffèrent selon les pays.

En Chine, l'accumulation de capital s'est modérée après des années d'investissement soutenu, qui se sont traduites notamment par des capacités excédentaires et une mauvaise allocation des ressources, pesant sur la productivité. Dans le même temps, la population en âge de travailler diminue depuis 2011. Les autorités chinoises ont souligné la nécessité de rééquilibrer l'économie pour garantir la soutenabilité de la croissance à long terme. En Russie, les évolutions démographiques défavorables pèsent également sur la croissance potentielle. En outre, la baisse des prix de l'énergie et les sanctions internationales

ont renforcé les obstacles déjà existants de longue date à une progression de l'investissement et de la croissance, comme les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et un climat des affaires médiocre, qui ont entraîné des sorties de capitaux pendant de nombreuses années. Au Brésil, la croissance potentielle s'est détériorée, la baisse des prix des matières premières ayant pénalisé les principales exportations. De plus, la faiblesse de la productivité a été accentuée par les réglementations relatives aux investissements dans les infrastructures et par le caractère limité des réformes structurelles. En Inde, en revanche, la croissance potentielle a mieux résisté, le nouveau gouvernement ayant pris des mesures pour soutenir l'activité, par exemple en accélérant l'investissement public dans les infrastructures, en adoptant une stratégie de ciblage de l'inflation, en retirant les subventions génératrices de distorsions des prix et en lançant des actions visant à améliorer le climat des affaires ¹. De plus, les évolutions démographiques demeurent favorables à un renforcement de la croissance.

Des facteurs conjoncturels, notamment la faiblesse de l'environnement extérieur, ont également contribué au ralentissement de la croissance des EME.

Après la crise financière mondiale, les économies avancées ont enregistré une croissance atone. Cette évolution, associée au ralentissement de l'activité en Chine, a contribué à maintenir la croissance des échanges commerciaux internationaux à un niveau inférieur aux normes historiques depuis 2011 ², freinant par voie de conséquence l'activité économique dans les EME. Plus récemment, certaines EME exportatrices de matières premières ont subi une très forte dégradation des termes de l'échange en raison de la baisse des prix des matières premières, les prix des produits énergétiques et des métaux industriels enregistrant des reculs particulièrement importants. En revanche, les EME importatrices de matières premières ont bénéficié de la diminution des prix de l'énergie.

Le durcissement des politiques au plan national a également pesé sur la croissance dans certains pays.

Immédiatement après la crise financière mondiale, les EME ont bénéficié du soutien des politiques nationales. En Chine, sous l'effet d'une forte croissance des dépenses d'investissement, les politiques budgétaires étaient expansionnistes. Les politiques monétaires étaient également accommodantes et la faiblesse des taux d'intérêt réels a favorisé une expansion rapide du crédit dans de nombreuses EME. Plus récemment, toutefois, plusieurs banques centrales ont relevé leurs taux d'intérêt en raison de la montée des tensions inflationnistes qui a suivi la dépréciation de leurs monnaies. De même, les politiques budgétaires sont devenues plus restrictives dans certaines EME, les autorités cherchant à reconstituer des volants de sécurité, qui s'étaient amoindris après la crise.

En revanche, l'environnement financier extérieur a continué de soutenir la croissance dans les EME. Les EME ont bénéficié de conditions de financement globalement favorables depuis la crise financière mondiale, les banques centrales des économies avancées ayant mené des politiques accommodantes,

¹ Cf. l'encadré intitulé *La montée en puissance de l'économie indienne*, *Bulletin économique*, n° 4, BCE, juin 2015.

² Cf. l'article intitulé *Comprendre la faiblesse du commerce mondial*, *Bulletin économique*, n° 3, BCE, avril 2015.

en maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau et en procédant à des achats d'actifs de grande ampleur. Les flux de capitaux vers les EME sont donc restés soutenus durant la période d'après-crise, à l'exception des périodes de plus forte aversion au risque durant la crise de la dette souveraine dans la zone euro et, en 2013, à la suite des spéculations relatives aux intentions de politique monétaire du Système fédéral de réserve.

Toutefois, le resserrement de la politique monétaire attendu aux États-Unis devrait affecter l'environnement financier mondial et pourrait faire peser des risques sur les perspectives économiques des EME. Par le passé, les épisodes de resserrement des conditions de financement aux États-Unis et d'appréciation du dollar ont généralement été associés à une amplification des turbulences financières dans les EME. Par rapport à la situation observée durant les précédentes crises, toutefois, la plupart des EME disposent désormais de structures macroéconomiques plus robustes et de régimes de change plus flexibles. Néanmoins, les spéculations qui, en 2013, ont entouré la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis ont entraîné des liquidations importantes d'actifs d'EME. Les taux de change ont baissé rapidement dans certains pays, notamment ceux présentant des fragilités externes comme d'importants déficits des transactions courantes ou une forte dépendance à l'égard du financement extérieur. L'augmentation de la dette extérieure, en particulier la hausse des engagements en dollars, risque de rendre certaines EME vulnérables à une détérioration durable des conditions de financement au plan mondial.

Globalement, la croissance des EME devrait rester plus modeste qu'avant la crise financière mondiale et les risques demeurent orientés à la baisse.

Le caractère moins accommodant des conditions de financement au plan intérieur et extérieur laisse penser que la croissance dans les EME se poursuivra au rythme plus modéré observé ces dernières années. La croissance potentielle s'est également ralentie, malgré des efforts de réforme prometteurs dans plusieurs EME. À plus long terme, il existe un risque que les obstacles conjoncturels et structurels qui entravent l'activité économique puissent exercer des effets plus marqués que prévu actuellement. Les EME jouent un rôle important dans l'économie mondiale : en termes de parités de pouvoir d'achat, ces économies représentent 60 % du PIB mondial et depuis 2000 elles ont contribué, en moyenne, aux trois quarts de la croissance mondiale. Un ralentissement plus prononcé des marchés émergents pourrait donc fortement freiner la croissance mondiale et celle de la zone euro (cf. encadré 5).

Encadré 2

La confiance des consommateurs permet-elle de prévoir la consommation privée ?

La confiance des consommateurs s'est sensiblement améliorée depuis fin 2014 dans la zone euro.

En dépit de son fléchissement récent, la confiance des consommateurs demeure élevée dans la zone euro (cf. graphique A). La forte hausse semble liée à l'amélioration de la situation sur le marché du travail ainsi qu'à une augmentation du revenu réel disponible résultant de la baisse des prix de l'énergie¹.

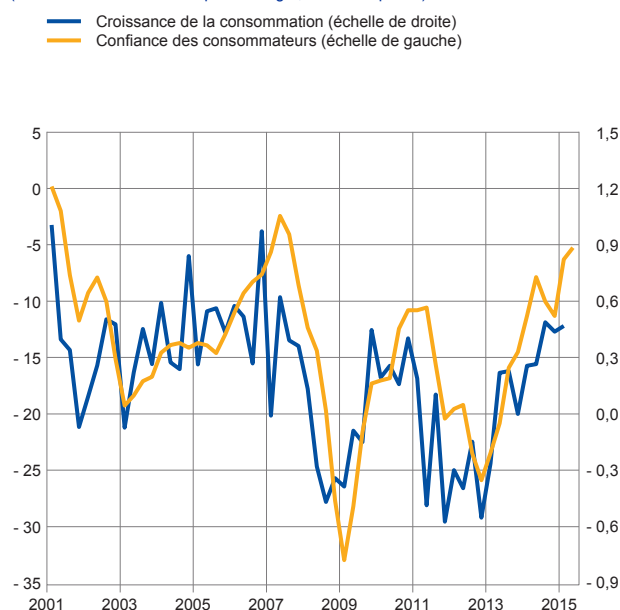
Des éléments montrent que la confiance des consommateurs préfigure la croissance de la consommation.

L'indicateur de confiance des consommateurs est étroitement lié à la croissance trimestrielle actuelle et future de la consommation (cf. graphique B). Même s'il n'existe pas de lien de causalité, cela montre néanmoins que la confiance des consommateurs constitue un bon indicateur pour évaluer les évolutions de la consommation.

Graphique A

Confiance des consommateurs et croissance de la consommation

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes d'opinion)

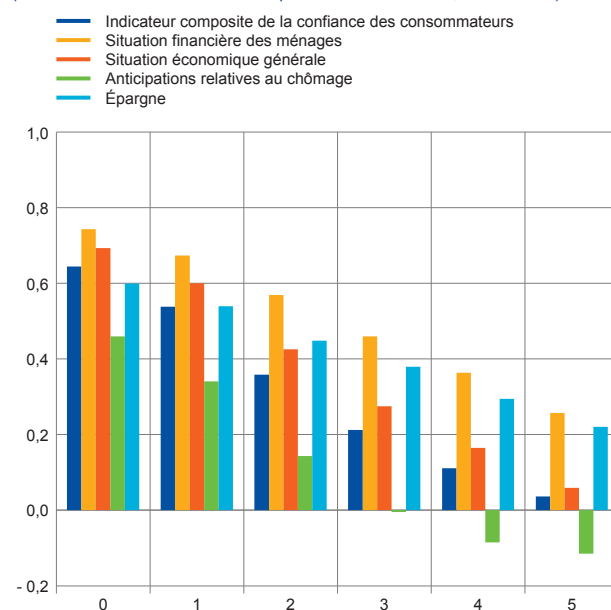


Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2015 pour la confiance des consommateurs et au premier trimestre 2015 pour la croissance de la consommation.

Graphique B

Corrélation entre la confiance des consommateurs et la croissance actuelle et future de la consommation

(axe des abscisses : croissance anticipée de la consommation, en trimestres)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : Les corrélations sont calculées à partir de la croissance trimestrielle de la consommation et des soldes d'opinion. Période d'échantillonnage : 1996-2014.

¹ Cf. l'encadré intitulé *Quels sont les facteurs qui ont influencé la confiance des consommateurs ?*, *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2015.

De fait, certaines questions servant à construire l'indicateur de confiance des consommateurs prédisent mieux la croissance de la consommation que l'indicateur lui-même^{2, 3}.

La corrélation de la question relative à la situation financière personnelle des participants à l'enquête avec la croissance future de la consommation est nettement supérieure à celle de l'indicateur de confiance global, notamment à un horizon de plusieurs trimestres (cf. graphique B). Intuitivement, il semble donc que les questions microéconomiques portant sur la situation financière personnelle des participants à l'enquête donnent une prévision plus satisfaisante de la croissance de la consommation, ces participants étant en principe mieux informés sur leur situation personnelle que sur la situation macroéconomique générale. Le graphique B montre que les corrélations entre les questions microéconomiques et la croissance de la consommation demeurent relativement fortes même sur un horizon de plusieurs trimestres.

Des données empiriques montrent que les évolutions de la confiance des consommateurs reflètent principalement des informations qui sont également incluses dans les déterminants habituels de la consommation.

D'une manière générale, il existe deux approches différentes du rôle de la confiance en macroéconomie (« les esprits animaux » par opposition à « l'information »). La première approche part du postulat que les fluctuations autonomes des convictions ont une incidence sur l'activité économique (la notion d'« esprits animaux »). Selon la seconde approche, la corrélation entre les mesures de la confiance des consommateurs et la croissance de la consommation qui s'ensuit est liée au fait que les mesures de la confiance intègrent des informations essentielles sur la situation actuelle et future de l'économie (l'approche par « l'information »), qui se reflètent également dans d'autres variables macroéconomiques. Les données disponibles pour la zone euro confortent principalement la seconde approche, à savoir que le pouvoir prédictif de la confiance des consommateurs reflète des informations qui sont également disponibles dans les déterminants habituels de la consommation. Toutefois, certains de ces déterminants ne pouvant être observés qu'avec un décalage, la confiance des consommateurs et ses sous-composantes peuvent de fait fournir des informations utiles pour la consommation future⁴.

La confiance des consommateurs peut constituer un indicateur avancé important grâce à la rapidité avec laquelle elle fournit des informations sur la croissance actuelle et future de la consommation. L'indicateur est généralement disponible quelques semaines avant les données relatives aux déterminants clés de la consommation (par exemple le revenu disponible). Le suivi de la confiance des consommateurs peut par conséquent présenter une utilité pour les responsables de la politique économique.

² Les quatre questions utilisées pour calculer cet indicateur sont celles qui ont trait aux anticipations des consommateurs concernant le chômage, la situation économique générale, leur situation financière personnelle et leur capacité à épargner au cours des douze prochains mois. Les réponses portant sur le chômage et la situation économique générale variant beaucoup plus, un poids nettement plus important leur est affecté dans l'indicateur de confiance des consommateurs. Par conséquent, on ne peut exclure que certaines questions de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs permettent de mieux prévoir la croissance future de la consommation que l'indicateur de confiance des consommateurs.

³ Cf. A. Jonsson et S. Lindén, *The quest for the best consumer confidence indicator*, *European Economy – Economic Papers*, n° 372, 2009 ; et *Evaluation of the Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys*, Commission européenne, 2012.

⁴ Cf. l'article intitulé *Indicateurs de confiance et évolutions économiques* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2013.

Encadré 3

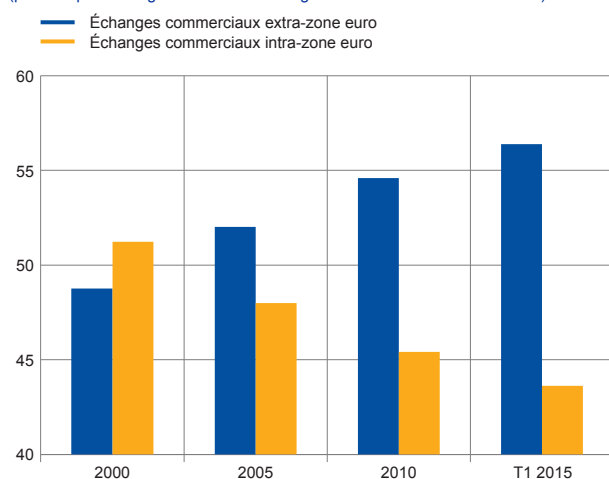
Évolutions récentes des échanges commerciaux hors zone euro : le rôle des économies de marché émergentes

Les échanges commerciaux hors zone euro ont joué un rôle de plus en plus important au cours des quinze dernières années. Au début des années deux mille, les échanges commerciaux entre pays de la zone euro formaient l'essentiel du commerce de la zone. Ce dernier était, par conséquent, largement tributaire des évolutions à l'intérieur de la zone. Depuis le milieu des années deux mille, cependant, les échanges commerciaux de la zone euro sont devenus plus sensibles aux évolutions dans le monde, en raison de la plus forte proportion d'échanges réalisés à l'extérieur de la zone, soit plus de 55 % du commerce total de la zone au premier trimestre 2015 (cf. graphique A). Cette évolution reflète le rythme rapide de la mondialisation depuis 2000 et l'adhésion de nouveaux pays à l'Organisation mondiale du commerce, notamment la Chine, ce qui a ouvert de nouveaux marchés aux exportateurs de la zone euro.

Contrairement à la demande intérieure de la zone euro, la demande extérieure s'est rapidement redressée depuis la crise. Depuis 2009, la demande intérieure de la zone euro a été freinée par les ajustements des bilans dans le secteur privé, le processus de désendettement des banques et des contraintes en matière de crédit, ainsi que par des conditions de financement restrictives dans certains pays de la zone. En outre, la crise de la dette souveraine en 2012 a suscité une montée de l'incertitude et a eu des effets négatifs sur la confiance des consommateurs

Graphique A
Échanges commerciaux intra et extra-zone euro

(parts en pourcentage du total des échanges commerciaux de la zone euro)

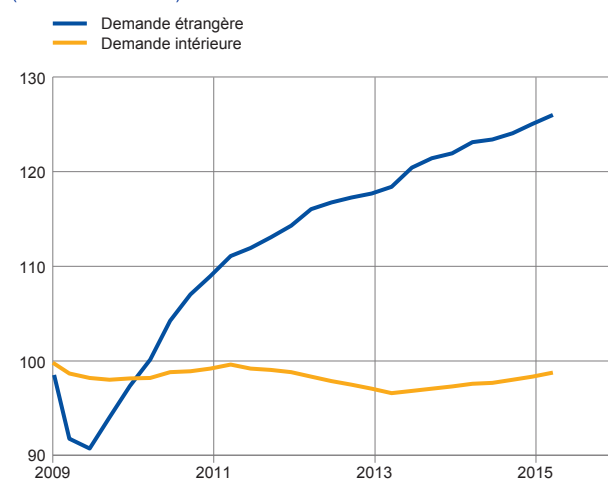


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les échanges commerciaux recouvrent à la fois les importations et les exportations.

Graphique B
Demande étrangère et demande intérieure

(indice : T4 2008 = 100)

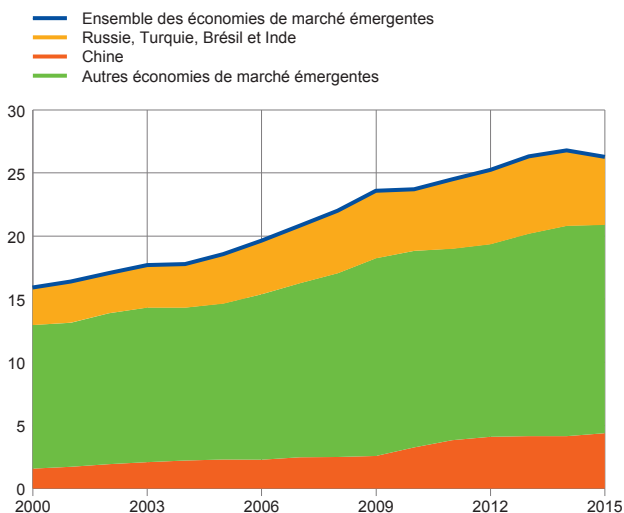


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique C

Exportations vers les économies émergentes

(parts en pourcentage du total des exportations de la zone euro)



Sources : Fonds monétaire international (*Direction of Trade Statistics*) et calculs de la BCE.

et sur les dépenses d'investissement. En raison de ces facteurs défavorables, la demande intérieure, quoique en hausse, n'avait toujours pas retrouvé son niveau d'avant la crise au premier trimestre 2015. En revanche, la demande extérieure adressée à la zone euro s'est rapidement redressée après la crise (cf. graphique B) et se situe actuellement à un niveau supérieur de 25 % environ à celui constaté fin 2008. Toutefois, son rythme de croissance s'est légèrement ralenti depuis début 2011, en liaison avec la moindre progression des échanges commerciaux à l'échelle mondiale.

Les exportations de la zone euro à destination des économies émergentes sont en hausse constante.

Les exportations hors zone euro sont dans une large mesure à destination des économies avancées de l'Union européenne ou d'autres pays européens. Par ailleurs, les États-Unis représentent 14 % environ des

échanges hors zone euro. La part des économies émergentes dans le total des exportations de la zone euro a enregistré une hausse constante au fil du temps, passant de 16 % en 2000 à un peu plus de 25 % en 2011 (cf. graphique C). Depuis, cette part a été globalement stable autour de 26 %. Parmi les économies de marché émergentes, la Chine est la principale destination des exportations hors zone euro, suivie de la Russie et de la Turquie.

Les cinq principaux partenaires commerciaux parmi les économies émergentes représentent quelque 10 % des exportations de la zone euro.

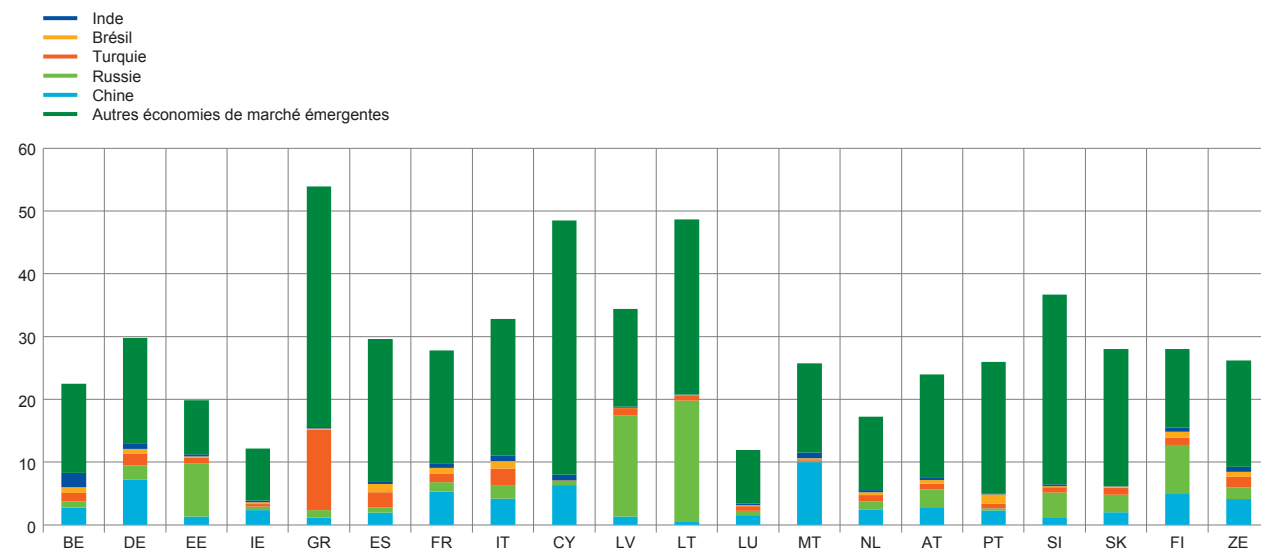
Par conséquent, à l'échelle de la zone euro et des différents pays, l'exposition vis-à-vis des cinq principaux partenaires commerciaux du groupe des économies émergentes (Chine, Russie, Turquie, Brésil et Inde), *via* les exportations, est non négligeable (cf. graphique D). C'est le cas tout particulièrement pour les États baltes, la Finlande et la Grèce. S'agissant des États baltes et de la Finlande, les échanges commerciaux avec la Russie représentent 10 % environ de leurs exportations totales. Dans le cas de la Grèce, les exportations vers la Turquie représentent 13 % des exportations totales. Pour ces économies, un nouveau ralentissement affectant certains de leurs principaux partenaires commerciaux parmi les économies émergentes pourrait réduire les exportations et donc freiner leur propre croissance. Toutefois, l'ampleur d'un tel ralentissement dans ces pays de la zone euro dépendrait également des conditions internes, ainsi que de la capacité de résistance de leurs secteurs exportateurs.

Récemment, la contribution des économies émergentes à la croissance des exportations hors zone euro a diminué. Depuis fin 2013, les cinq principaux partenaires commerciaux parmi le groupe des économies émergentes ont apporté une contribution négative à la croissance des exportations hors zone euro, notamment en raison de l'atonie persistante en Russie et au Brésil. Au premier trimestre 2015, la contribution de la Chine à la croissance des exportations hors

Graphique D

Exposition aux économies de marché émergentes via les exportations

(parts en pourcentage du total des exportations en valeur au T4 2014)

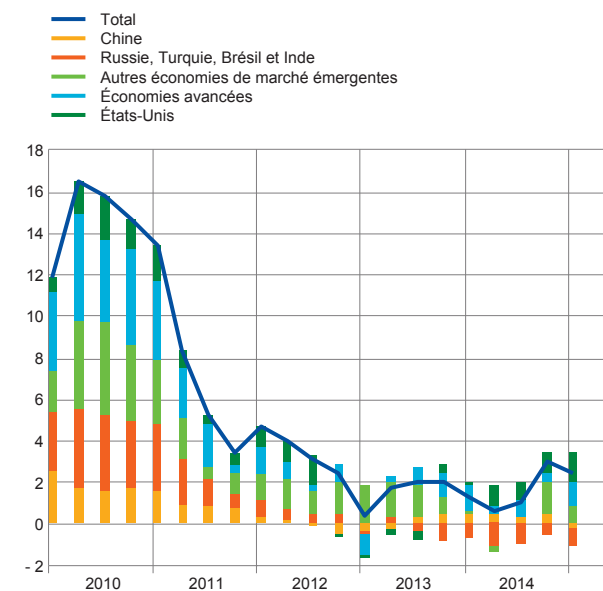


Sources : Fonds monétaire international (*Direction of Trade Statistics*) et calculs de la BCE.

Graphique E

Exportations hors zone euro

(croissance annuelle ; contributions à la croissance en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

zone euro est devenue négative (cf. graphique E). Tandis que la croissance s'est ralentie dans les économies émergentes, les économies avancées, telles que les États-Unis et le Royaume-Uni, ont augmenté leurs importations en provenance de la zone euro, la demande intérieure de ces pays s'étant légèrement redressée. Ainsi, la part des États-Unis dans les exportations hors zone euro s'est accrue au cours des trois dernières années, passant de 12 % en 2012 à 14 % au cours des premiers mois de 2015. Néanmoins, l'augmentation de la demande en provenance des États-Unis et d'autres économies avancées n'a pas entièrement compensé le ralentissement du rythme de croissance constaté dans les économies émergentes depuis début 2015. Les dernières données pour avril 2015 font état d'une faiblesse persistante de la performance des exportations vers la Chine, la Russie et le Brésil. Dans le même temps, les États-Unis ont continué de soutenir la croissance des exportations hors zone euro en avril.

Avec le ralentissement constaté dans les économies émergentes, la zone euro devra s'appuyer sur les économies avancées pour soutenir la hausse de ses exportations à court terme.

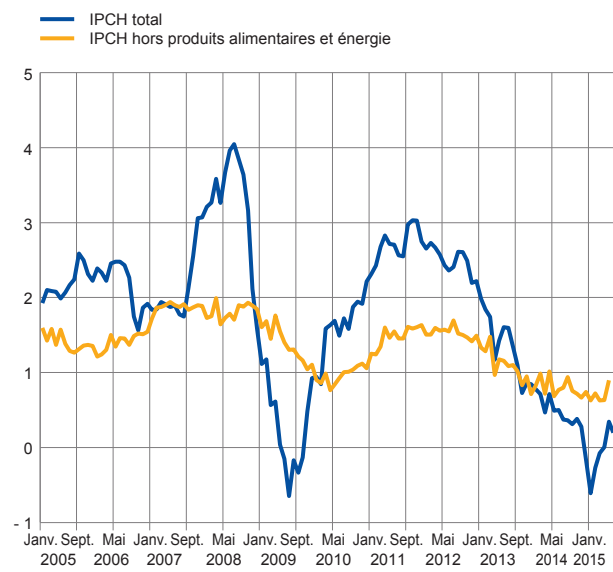
Encadré 4

L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?

Graphique A

Inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Le retournement de tendance de l'IPCH total observé depuis février 2015 a été jusqu'ici principalement attribuable à l'évolution des prix des produits alimentaires et de l'énergie, mais, plus récemment, l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est également inscrite en hausse.

En ce qui concerne cette dernière mesure (IPCHX), souvent utilisée pour mesurer l'évolution sous-jacente de l'inflation, le retournement est cependant moins clair. L'IPCHX s'est établi à 0,8 % en juin, en légère baisse par rapport à mai (0,9 %) mais en hausse par rapport au point bas historique de 0,6 % atteint en mars et en avril (cf. graphique A). Cet encadré examine le récent redressement de l'IPCHX et un certain nombre d'autres indicateurs afin de déterminer s'ils signalent un retournement de l'inflation sous-jacente.

Les récentes hausses de l'IPCHX reflètent une combinaison de facteurs persistants et temporaires. Les facteurs persistants sont ceux

qui déterminent une modification durable de l'inflation, tandis que les facteurs temporaires sont ceux qui n'entraînent qu'une variation passagère de l'inflation, en raison d'effets de calendrier par exemple. L'examen des deux types de facteurs est important pour identifier les signes d'un point de retournement. Certains de ces facteurs peuvent être examinés au niveau de l'IPCHX total, tandis que pour d'autres, il est utile de regarder les données plus détaillées contenues dans l'IPCHX, l'exposition aux facteurs persistants et temporaires ayant tendance à différer selon les composantes.

Des mouvements importants des prix du pétrole peuvent brouiller le signal de l'IPCHX en raison de leurs effets indirects. Ces effets indirects s'exerçant

le long de la chaîne de production et de la chaîne des prix affectent à la fois la composante biens industriels hors énergie et la composante services de l'IPCHX. Des fluctuations prononcées des prix du pétrole peuvent alors donner lieu à des mouvements de l'IPCHX ne reflétant pas une évolution généralisée et durable de l'inflation sous-jacente. Selon des études antérieures¹, les effets indirects des variations des prix du pétrole sur l'IPCHX n'atteignent généralement le maximum de leur intensité qu'au cours de la deuxième année suivant un choc et ont par

¹ Cf. , par exemple, Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, *Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy, Occasional Paper Series*, n° 113, BCE, Francfort sur le Main, juin 2010.

conséquent une incidence beaucoup plus graduelle que les effets directs. Au stade actuel, il est donc probable que la forte baisse des prix du pétrole observée jusqu'à janvier 2015 exerce encore une incidence baissière sur l'IPCHX et peu probable que l'inversion partielle de ce recul au cours des derniers mois ait déjà entraîné une hausse de l'IPCHX. Cela signifie que la légère progression de l'IPCHX enregistrée en mai et en juin n'était pas due à une éventuelle incidence haussière temporaire des prix du pétrole.

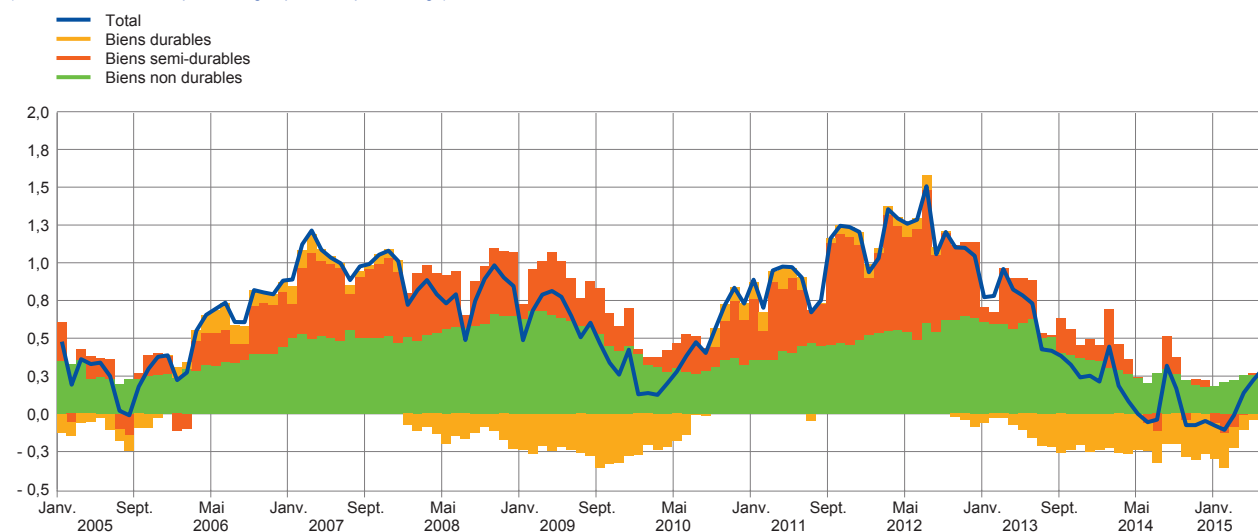
La hausse des prix des biens industriels hors énergie a augmenté régulièrement au cours des derniers mois, reflétant un redressement des composantes les moins volatiles.

Les accélérations précédemment observées de la hausse des prix des biens industriels hors énergie ont souvent eu pour origine des mouvements temporaires des prix des biens semi-durables, en lien avec les changements de calendrier ou d'intensité des périodes de soldes dans l'habillement d'une année sur l'autre (comme en février et en août 2014, par exemple). Toutefois, le redressement le plus récent s'est caractérisé par des hausses au cours de chacun des quatre derniers mois (de - 0,1 % en février 2015 à 0,3 % en juin) et a été relativement généralisé à l'ensemble des composantes des biens industriels hors énergie (cf. graphique B). La composante biens durables est celle qui a augmenté le plus (de 1 point de pourcentage depuis novembre 2014), sous l'effet notamment des prix des automobiles et de l'ameublement. Ces hausses sont cohérentes avec l'accroissement de la consommation de biens durables observé au cours des derniers trimestres et avec la forte augmentation des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires. Cette dernière évolution fait suite à la dépréciation de l'euro enregistrée au cours des derniers trimestres et en particulier depuis le début de l'année, des effets haussiers différés étant encore attendus.

Graphique B

IPCH relatif aux biens industriels hors énergie et ses composantes

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



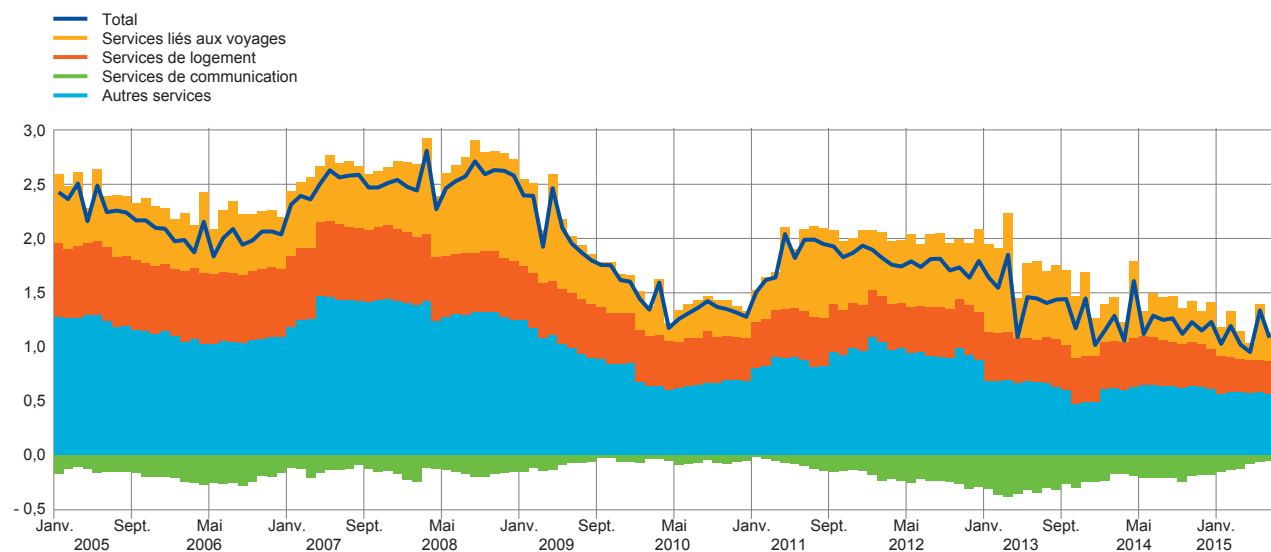
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données sont corrigées des modifications statistiques du traitement des produits saisonniers introduites en 2010 et 2011.

En revanche, les récents mouvements de l'inflation dans le secteur des services reflètent seulement une certaine volatilité, sans signe de redressement pour la part la plus persistante. Cela traduit également le fait que les composantes dont les évolutions sont habituellement les plus persistantes enregistrent des tendances divergentes. La variation des prix des services de communication est devenue nettement moins négative au cours des trois derniers trimestres, compensant globalement une tendance durable au ralentissement de l'inflation dans le secteur des services de logement. Une large part des rubriques restantes regroupées dans la composante « autres » sont restées globalement stables à un faible niveau d'inflation au cours des dix-huit derniers mois. Les éléments plus volatils, c'est-à-dire ceux liés aux services de voyage, ont été à l'origine du sursaut passager de l'inflation dans le secteur des services observé en mai 2015, les prix de services tels que le transport aérien et les voyages organisés ayant été fortement influencés par le décalage des vacances de la Pentecôte en 2015 par rapport à 2014 (cf. graphique C).

Graphique C
IPCH relatif aux services et ses composantes

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



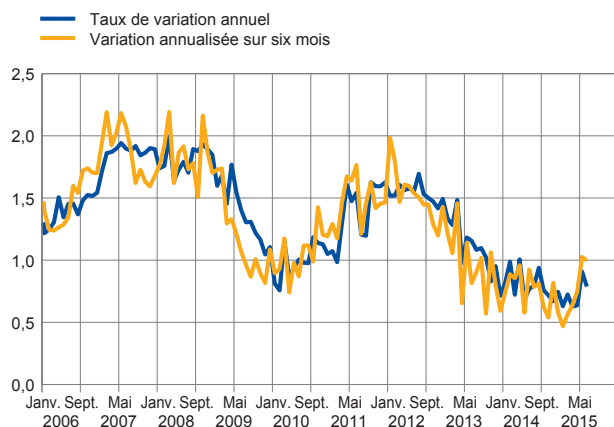
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les mesures à court terme ont indiqué une hausse plus durable de l'IPCHX mais, compte tenu de la volatilité passée, peu de données probantes sur un point de retournement. Identifier les points de retournement en examinant les taux de variation annuels plutôt que les variations mensuelles en données corrigées des variations saisonnières comporte le risque qu'une hausse du niveau des prix ne devienne évidente qu'avec un décalage. Toutefois, comme les variations mensuelles tendent à être très volatiles et ne peuvent par conséquent pas fournir de signaux évidents, une mesure intermédiaire, telle que la variation annualisée sur six mois de l'IPCHX, pourrait fournir rapidement des signaux plus clairs. Cette mesure fait état d'une hausse relativement persistante depuis le début de l'année, mais enregistre encore une volatilité considérable, ce qui rend difficile de conclure que le récent redressement a trait à un véritable point de retournement cyclique (cf. graphique D).

Graphique D

Mesures à court terme de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie

(variations annuelles en pourcentage ; variations annualisées sur six mois en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les taux de croissance annualisés sont fondés sur des données corrigées des variations saisonnières.

Une façon de procéder à une évaluation plus formelle consiste à appliquer une mesure généralement utilisée pour l'évaluation du cycle conjoncturel, la mesure des « mois à dominante cyclique »². Appliquée aux variations annualisées sur six mois de l'IPCHX, cette mesure indique qu'en moyenne l'évolution dans une certaine direction doit être observée durant sept à huit mois pour que le signal émanant de la composante cyclique domine le bruit à court terme de la série. Cela implique que le récent redressement doit être envisagé avec prudence, compte tenu notamment des récents effets de calendriers mentionnés précédemment.

D'autres mesures de l'inflation sous-jacente se sont également inscrites en hausse en ligne avec l'IPCHX et certaines d'entre elles ont enregistré des hausses significatives au cours des derniers mois. L'IPCHX inclut encore des composantes

volatiles, telles que les voyages organisés, ce qui rend

difficile l'identification du signal à un certain point dans le temps. Afin de vérifier que le redressement de l'IPCHX est plus généralisé, il est important de recouper les informations avec les évolutions d'autres mesures de l'inflation sous-jacente. Outre celles qui excluent de façon permanente les mêmes composantes, d'autres mesures excluent certains éléments sur la base de critères statistiques (c'est-à-dire des moyennes tronquées qui éliminent l'incidence de composantes individuelles avec les taux d'inflation les plus élevés et les moins élevés) ou ont recours à des techniques économétriques afin d'extraire la composante commune aux différentes séries de prix. Si l'on examine un large éventail de mesures de ce type, tous les indicateurs³ se sont établis, en juin 2015, à des niveaux plus élevés qu'en mars (cf. graphique E). Par ailleurs, deux autres mesures ont affiché une hausse significative par rapport à leurs niveaux au début de l'année. La première est fondée sur un modèle à facteur dynamique, qui retrace les facteurs persistants communs aux taux d'inflation de différents pays et aux composantes de l'IPCH⁴ et qui, sur longue période, a montré des propriétés d'indicateur avancé pour l'IPCHX. Une autre mesure est un indice de diffusion qui tente de retracer dans quelle proportion les variations du taux d'inflation sont dues à un mouvement généralisé des prix plutôt qu'aux variations d'un nombre limité de produits. D'après cet indicateur, la part non pondérée des composantes de l'IPCH qui ont vu leur taux de variation annuel augmenter au cours des trois mois précédents s'est fortement accrue par rapport à janvier 2015.

² Pour une explication plus détaillée de la façon dont les mesures des « mois de dominance cyclique » sont calculées, cf. l'encadré intitulé *Identifier les signaux cycliques à partir des indicateurs économiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mai 2012.

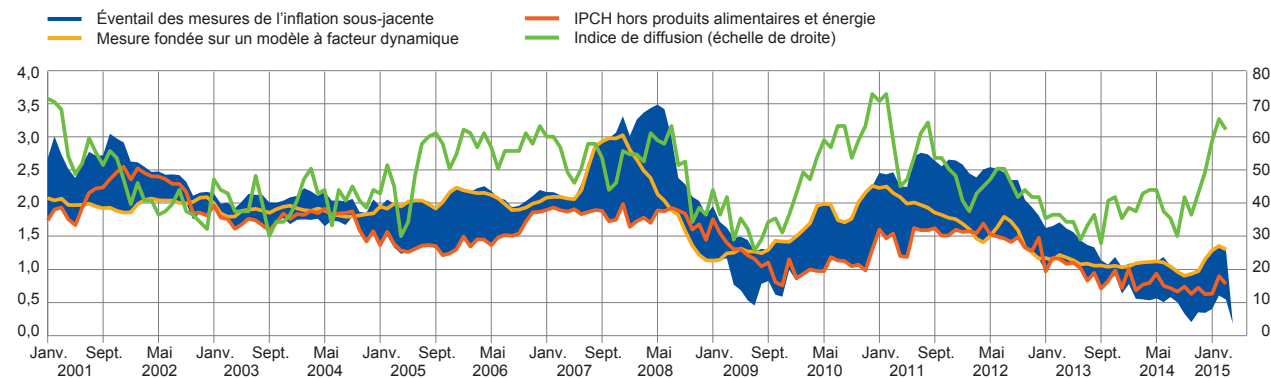
³ Les mesures fondées sur l'exclusion permanente comprennent : l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; les mesures fondées sur l'exclusion statistique comprennent : les moyennes tronquées à 10 %, à 30 % et la médiane (moyenne tronquée à 100 %).

⁴ Cet indicateur est dérivé de la méthodologie introduite dans R. Cristadoro, M. Forni, L. Reichlin, et G. Veronese, *A Core Inflation Indicator for the Euro Area*, *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 37, 2005.

Graphique E

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage ; part)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : L'indice de diffusion est calculé comme étant la part des différentes composantes de l'IPCH dont le taux annuel de variation a augmenté au cours des trois derniers mois.

Au total, les mesures et indicateurs disponibles relatifs à l'inflation sous-jacente ont augmenté par rapport à leurs bas niveaux, en ligne avec la trajectoire de l'IPCHX envisagée dans les dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Ces projections tablent sur un renforcement graduel de l'IPCHX en 2015, reflétant l'incidence de la diminution de la sous-utilisation des capacités productives sur les salaires et les bénéfices, conjuguée à la dépréciation de l'euro et aux effets indirects du renchérissement attendu des matières premières. Cela étant, sur la base des résultats obtenus jusqu'à présent, il est encore trop tôt pour identifier un point de retournement de l'inflation sous-jacente d'un point de vue statistique. Un plus grand nombre de données sera nécessaire pour que le signal d'un tel point de retournement devienne suffisamment solide.

Encadré 5

L'impact des taux à court terme négatifs sur le secteur des fonds d'investissement monétaires

La période prolongée de taux d'intérêt à court terme de niveau bas – et récemment négatif – représente un défi pour le secteur des fonds d'investissement monétaires¹. Toutefois, tandis que les faibles rendements

pèsent sur la demande de ces fonds et réduisent la taille globale du secteur, les conditions semblent s'être stabilisées depuis mi-2014, les avoirs en parts de fonds d'investissement monétaires inclus dans M3 enregistrant des flux positifs. Cet encadré présente une vue d'ensemble des évolutions récentes du secteur et analyse les variations des rendements de ces fonds dans le contexte du bas niveau des taux d'intérêt.

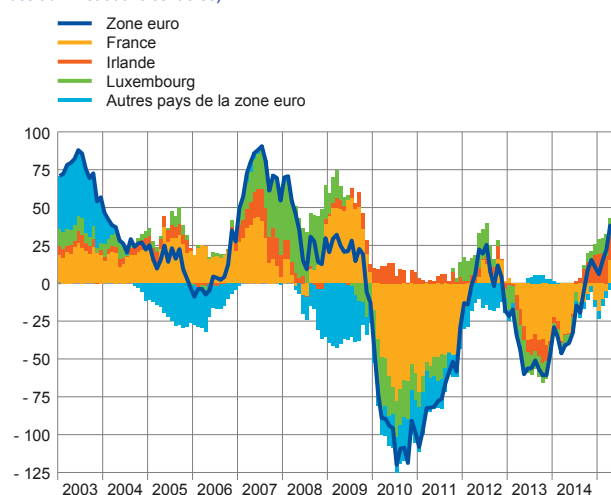
Les émissions de parts de fonds d'investissement monétaires de la zone euro souscrites par le secteur détenteur de monnaie de la zone ont augmenté depuis mi-2014 après une longue période de baisse. Le graphique A montre que les flux annuels de ces émissions sont passées de – 33 milliards d'euros

fin juin 2014 à 32 milliards fin mai 2015. Le graphique s'attache particulièrement aux évolutions relatives à la France, à l'Irlande et au Luxembourg, pays qui représentent plus de 95 % du total des actifs de l'ensemble des fonds d'investissement monétaires de la zone euro. Selon le graphique, les flux annuels ont généralement augmenté dans tous les pays depuis mi-2014 et ont été globalement positifs depuis début 2015, apportant un soutien à la croissance de M3.

Graphique A

Parts émises par les fonds d'investissement monétaires de la zone euro inclus dans M3

(montants en milliards d'euros ; flux annuels ; non-IFM de la zone euro hors secteur des administrations centrales)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à mai 2015.

En ce qui concerne les principales rubriques de l'actif et du passif des fonds d'investissement monétaires résidents de la zone euro, au second semestre 2014, les émissions de parts souscrites par des non-résidents ont été supérieures à celles souscrites par les résidents, tandis que l'on observait également une augmentation des avoirs des fonds d'investissement monétaires en titres de créance extérieurs (cf. graphique B). En Irlande et au Luxembourg, les fonds d'investissement monétaires

¹ La BCE définit un fonds d'investissement monétaire comme un organisme de placement collectif qui investit principalement en instruments du marché monétaire et/ou en autres titres de créances négociables d'une durée résiduelle inférieure à un an, et/ou qui recherche un rendement proche des taux d'intérêt des instruments du marché monétaire.

sont principalement tournés vers les non-résidents de la zone euro, tandis qu'en France, le secteur exerce essentiellement une fonction d'intermédiation au plan national. Les avoirs des fonds d'investissement monétaires en titres de créance émis par les IFM de la zone euro sont revenus de 280 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2014 à 263 milliards à la fin du premier trimestre 2015. Cette évolution reflète globalement la baisse des émissions totales de titres de créance par les IFM au cours de cette période, mais la part de l'encours de la dette des IFM actuellement détenue par les fonds d'investissement monétaires (6 % environ) reste inférieure aux niveaux observés jusqu'en 2010 (8 % environ), ce qui indique que l'importance des fonds d'investissement monétaires pour le financement des IFM de la zone euro a diminué.

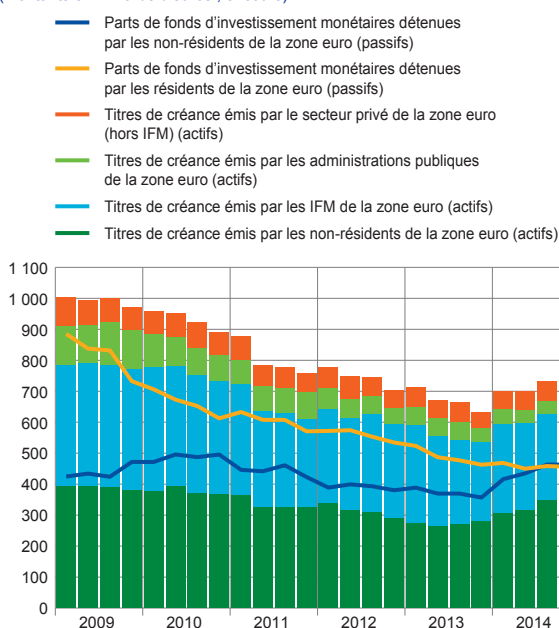
La contraction du secteur des fonds d'investissement monétaires depuis 2009 coïncide avec la baisse des rendements offerts par ces fonds au cours de la période (cf. graphique C). Si le rendement médian est encore légèrement positif, une grande proportion des fonds d'investissement monétaires ont des rendements négatifs. À fin juin 2015, 22 % des fonds ont affiché des rendements négatifs, mais ils ne représentaient que 5 % environ du total des actifs, ce qui laisse penser que les fonds les plus importants offrent généralement des rendements plus élevés.

Le rendement médian est resté relativement stable depuis fin 2013 et a même augmenté par rapport aux taux d'intérêt associés à des opportunités de placement similaires. Par exemple, depuis l'introduction de taux négatifs sur les

Graphique B

Actifs et passifs des fonds d'investissement monétaires de la zone euro par secteur de contrepartie et par zone

(montants en milliards d'euros ; encours)



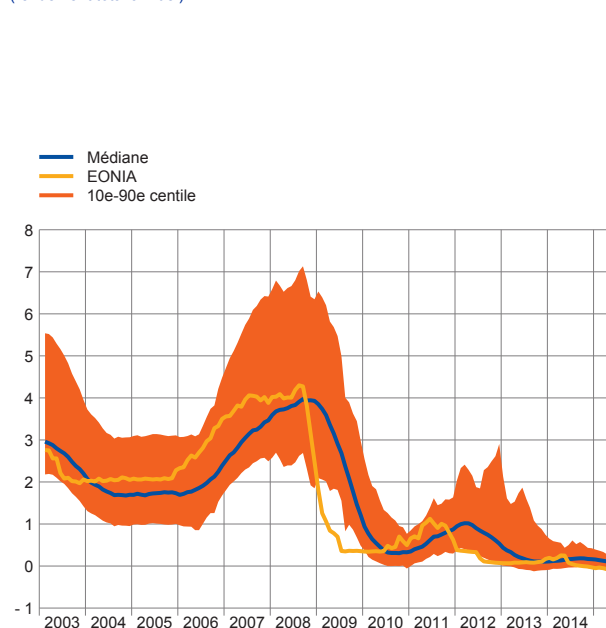
Source : BCE.

Notes : Les barres correspondent aux avoirs des fonds d'investissement monétaires en titres de créance et les lignes à leurs passifs. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2015.

Graphique C

Rendements totaux des fonds d'investissement monétaires de la zone euro

(rendement total annuel)



Sources : Bloomberg, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon est composé de 518 fonds, tous libellés en euros. Les rendements totaux prennent en compte l'appréciation et les dividendes réinvestis. La dernière observation se rapporte à juin 2015.

dépôts mi-2014, les rendements des fonds d'investissement monétaires ont été supérieurs à l'Eonia et à l'Euribor 3 mois, et la différence entre les rendements de ces fonds et les taux d'intérêt sur les dépôts d'une durée inférieure ou égale à un an a régulièrement diminué depuis 2013 (cf. graphique D).

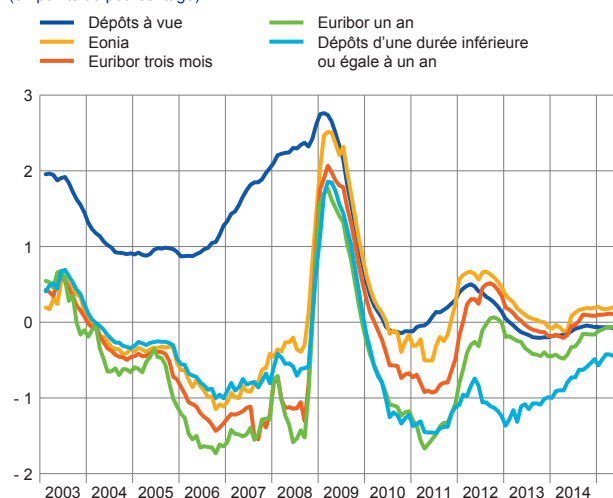
Il n'existe pas de données indiquant clairement que les fonds d'investissement monétaires ont cherché à accroître les rendements en allongeant la durée de leurs placements.

Le graphique E représente la part des titres détenus assortis d'une échéance initiale supérieure à un an en pourcentage du total des avoirs. Ces données générales ne permettent pas d'analyse approfondie des modifications de la durée de vie résiduelle des avoirs des fonds d'investissement monétaires, mais elles peuvent donner des indications sur les profils des types de titres détenus. Le graphique montre que les fonds d'investissement monétaires de la zone euro ont réduit la proportion de leurs avoirs en titres de créance d'une échéance supérieure à un an de 2008 à 2013, cette proportion ayant ensuite très légèrement augmenté. Toutefois, depuis le second semestre 2014, le taux de la facilité de dépôt de la BCE étant devenu négatif, il n'y a pas eu de variation importante de l'échéance initiale des titres de créance détenus. Il est important de rappeler que la durée moyenne pondérée des titres que les fonds d'investissement monétaires sont autorisés à détenir est réglementée, ce qui peut limiter la capacité des fonds à ajuster l'échéance de leurs avoirs. Globalement, il n'y a pas eu d'augmentation perceptible de la durée initiale des avoirs des fonds d'investissement monétaires depuis que le taux de la facilité de dépôt est devenu négatif.

Graphique D

Rendements des fonds d'investissement monétaires de la zone euro par rapport à d'autres taux d'intérêt

(en points de pourcentage)



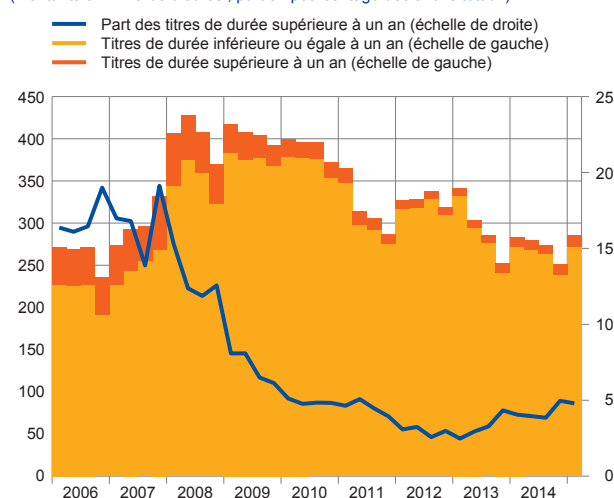
Sources : Bloomberg, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Comparaison exprimée par différence entre la médiane des rendements totaux des fonds d'investissement monétaires de la zone euro et le taux d'intérêt correspondant. La dernière observation se rapporte à mai 2015.

Graphique E

Avoirs des fonds d'investissement monétaires en titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à un an et supérieure à un an

(montants en milliards d'euros ; part en pourcentage des avoirs totaux)



Source : BCE.

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

En conclusion, l'environnement reste difficile pour le secteur des fonds d'investissement monétaires de la zone euro, même si les évolutions paraissent s'être stabilisées.

Toutefois, l'importance des fonds d'investissement monétaires pour le financement des IFM de la zone euro s'est réduite. Les hausses récentes des émissions, et par conséquent des actifs, résultent principalement de la demande des contreparties hors zone euro. La stabilisation des émissions vis-à-vis des résidents de la zone euro est probablement due au fait que les rendements de ces fonds ont été relativement constants au cours de l'année écoulée, en particulier dans le contexte de baisse des taux d'intérêt sur les opportunités de placement comparables. Une analyse de la durée initiale des titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires n'indique pas de modification flagrante. Cela pourrait signifier que les fonds d'investissement monétaires se sont accommodés de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt en tirant profit de l'ajustement actuel généralisé des prix relatifs et des rendements, plutôt qu'en modifiant leur modèle économique.

Article

La convergence réelle dans la zone euro : éléments probants, théorie et implications pour la politique économique

L'un des enseignements importants de la crise de la dette souveraine dans la zone euro est que la nécessité de mener des politiques économiques saines ne disparaît pas une fois qu'un pays a adopté l'euro. Il n'existe pas de mécanisme automatique permettant de garantir que le processus de convergence nominale qui se déroule avant l'adoption de l'euro génère une convergence réelle durable par la suite. La crise financière mondiale qui a débuté en 2008 a montré que les dispositifs structurels et institutionnels de certains pays participant à l'Union économique et monétaire (UEM) présentaient de graves faiblesses. Cette situation a entraîné une baisse importante et prolongée des niveaux du revenu réel par habitant dans ces pays depuis 2008.

Alors qu'une convergence réelle a été constatée depuis 1999 dans l'Union européenne (UE) considérée dans son ensemble grâce au rattrapage des économies d'Europe centrale et orientale, aucun processus de convergence réelle n'a été enregistré entre les 12 pays ayant adopté l'euro en 1999 et 2001. Cette absence de convergence est liée à plusieurs facteurs, notamment des institutions faibles, des rigidités structurelles, une faible croissance de la productivité et des politiques insuffisantes pour remédier aux envolées des prix des actifs. Dans ce contexte, plusieurs éléments sont essentiels pour garantir une convergence réelle dans l'UEM : la stabilité macroéconomique, et en particulier une politique budgétaire saine ; un degré élevé de flexibilité sur les marchés des biens et services et du travail ; des conditions favorables pour une utilisation efficace du capital et du travail dans l'économie, favorisant la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) ; l'intégration économique au sein de la zone euro ; et un recours plus actif aux instruments de politique économique nationaux pour éviter les cycles d'envolée et de chute des prix des actifs et du crédit.

1

Introduction

Parmi les nombreuses dimensions que recouvre le concept de convergence, cet article s'attachera à la convergence réelle mesurée par le PIB en volume par habitant¹. La convergence réelle durable est le processus par lequel les

¹ Les critères de convergence définis par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (critères de Maastricht), qui mesurent la convergence nominale, n'entrent pas dans le cadre du présent article.

niveaux du PIB par habitant des économies à revenu plus faible rattrapent, de manière durable, ceux des économies à revenu plus élevé. Pour que la convergence soit durable, la croissance potentielle à long terme par habitant doit être compatible avec une augmentation de la demande. En effet, la croissance du PIB résultant de facteurs externes tels qu'un choc de demande important au niveau mondial, ou d'un choc plus favorable tel que la réduction des écarts de taux d'intérêt qui s'est produite au moment du lancement de l'euro, peut s'avérer non durable si elle ne s'accompagne pas d'une hausse du potentiel de croissance.

Dans la littérature relative à la croissance économique, la convergence réelle est appréhendée par deux concepts complémentaires : la bêta-convergence (β -convergence) et la sigma-convergence (σ -convergence). Dans le cadre du premier type de convergence, les économies à faible revenu enregistrent une croissance plus forte que les pays à revenu élevé, s'inscrivant ainsi dans un processus de rattrapage. Cette évolution est généralement mesurée en termes de PIB relatif par habitant en standards de pouvoir d'achat (SPA). Le second concept fait référence à une réduction de la dispersion des niveaux de revenus entre les économies. Pour qu'il y ait convergence réelle, il faut que les pays à revenu plus faible puissent enregistrer, de manière durable, une croissance plus rapide que les pays à revenu plus élevé, les niveaux de revenus des premiers convergeant ainsi vers ceux des seconds. Par conséquent, la convergence réelle relève principalement de la dimension β de la convergence, la σ -convergence en étant un sous-produit ; une convergence durable est la condition préalable essentielle pour que les économies qui sont en cours de rattrapage soient résistantes aux chocs.

Une convergence réelle durable favorise le bon fonctionnement de l'Union monétaire à moyen terme. Premièrement, le fait de réaliser une convergence réelle durable par le biais de politiques économiques nationales saines est important pour favoriser la cohésion économique et sociale de l'UEM, notamment dans la mesure où les pays de la zone euro ne partagent pas de mécanismes de transfert budgétaire comparables à ceux existant dans le budget fédéral des États-Unis. Même si les Fonds structurels et le Fonds de cohésion, qui sont les instruments financiers de la politique régionale de l'UE, ont pour objectif de réduire les disparités de développement entre les régions et les États membres, leur portée est plus limitée que celle des instruments similaires dans un État fédéral. Deuxièmement, le caractère durable de la convergence réelle est également important car le processus de rattrapage a tendance à creuser l'écart d'inflation de certaines économies de la zone euro vis-à-vis de la moyenne de la zone euro à moyen terme. Dans une union monétaire, cette situation s'accompagne généralement d'une baisse des taux d'intérêt réels dans les économies en cours de rattrapage, les taux d'intérêt nominaux à court terme étant déterminés par le taux directeur de la banque centrale. Compte tenu de cette caractéristique essentielle de la politique monétaire dans une zone de monnaie unique, il convient d'attacher une grande importance aux politiques budgétaires et macroprudentielles qui permettent de maîtriser les cycles macro-financiers et de garantir la stabilité financière, afin d'éviter que les pays ne se retrouvent exposés à des phases d'expansion et de contraction. Un degré plus élevé de divergence conjoncturelle au sein de la zone euro compliquerait la conduite de la politique monétaire unique.

Le présent article examine les mécanismes et les incitations qui ont fait obstacle, jusqu'à présent, à une convergence réelle durable entre les pays de la zone euro. La section 2 présente des éléments témoignant d'une convergence réelle depuis le début de l'UEM, la section 3 analyse les raisons de l'absence de convergence réelle durable dans certaines économies de la zone euro ayant adopté l'euro à un stade précoce, la section 4 est consacrée au rôle essentiel de la croissance de la PGF dans le processus de convergence, la section 5 examine les politiques susceptibles de contribuer à réaliser une convergence réelle durable et la section 6 propose des éléments de conclusion.

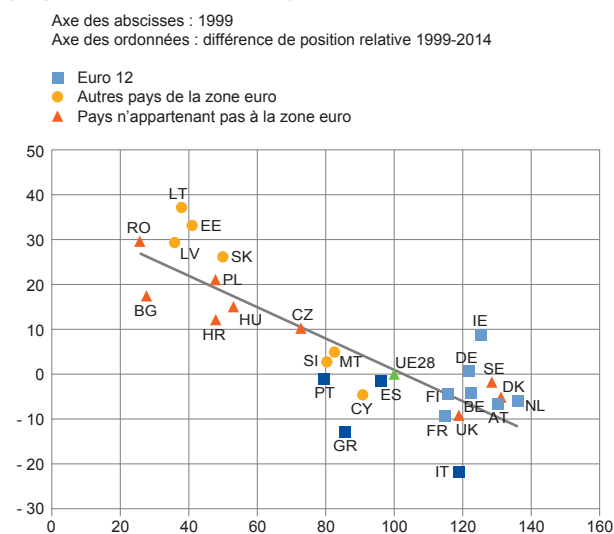
2 Éléments témoignant d'une convergence réelle

Entre 1999 et 2014, un certain degré de convergence réelle a été observé entre les 28 pays qui constituent à présent l'UE (l'UE 28). Comme le montre le graphique 1, les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (triangles orange) et les pays ayant adopté l'euro après 2002 (cercles jaunes) ont enregistré de meilleures performances sur la période 1999-2014 que le reste des pays de l'UE, à savoir les 12 pays (Euro 12) qui avaient adopté l'euro avant 2002 (carrés bleus). L'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et la Slovaquie ont enregistré jusqu'à

Graphique 1

Croissance du PIB par habitant par rapport à l'UE 28

(PIB par habitant en SPA ; UE 28 = 100)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : Le Luxembourg est exclu car les calculs du PIB par habitant sont faussés par le nombre élevé de travailleurs transfrontaliers. Les carrés bleu foncé représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal) ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

présent le plus fort degré de convergence parmi les pays de l'UE, suivies par d'autres pays d'Europe centrale et orientale ².

La convergence réelle a été faible entre les économies de la zone euro depuis la création de l'euro, en dépit des anticipations initiales qui prévoyaient que la monnaie unique agirait comme un catalyseur pour accélérer la convergence réelle.

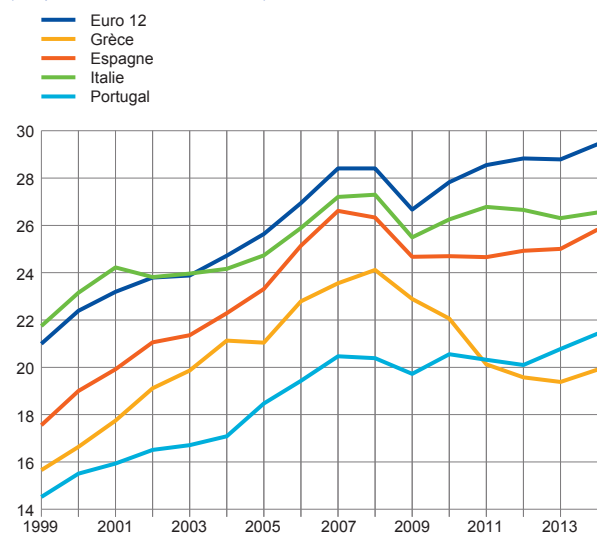
Il n'existe pas de relation claire entre les niveaux relatifs du PIB par habitant en 1999 et leur croissance relative entre 1999 et 2014. De fait, si l'on considère l'ensemble de la période, on observe une certaine divergence entre les premiers pays ayant adopté l'euro, dans la mesure où sur quinze ans, plusieurs pays à revenu relativement faible ont maintenu (Espagne et Portugal) ou même accru (Grèce) leurs écarts de revenus par rapport à la moyenne. De plus, l'Italie, qui était au départ un pays à revenu élevé, a enregistré la plus mauvaise performance, indiquant une divergence importante par rapport au groupe des pays à revenu élevé. Même si la crise qui a suivi la faillite de Lehman Brothers

² Les meilleurs résultats des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) en matière de convergence méritent une analyse plus approfondie qui n'entre pas dans le champ de cet article. Toutefois, la progression de l'intégration économique de ces pays au sein de l'UE sur la période d'échantillonnage pourrait expliquer en partie ces résultats. Des éléments relatifs aux effets positifs de l'appartenance à l'UE sur les pays à revenu relativement faible, principalement grâce à un degré plus important d'intégration économique, sont présentés dans J. Crespo Cuaresma, D. Ritzberger-Grünwald et M.A. Silgoner, *Growth convergence and EU membership*, *Applied Economics*, vol. 40, n° 5, 2008.

Graphique 2

PIB en volume par habitant dans l'Euro 12

(PIB par habitant en milliers de SPA)

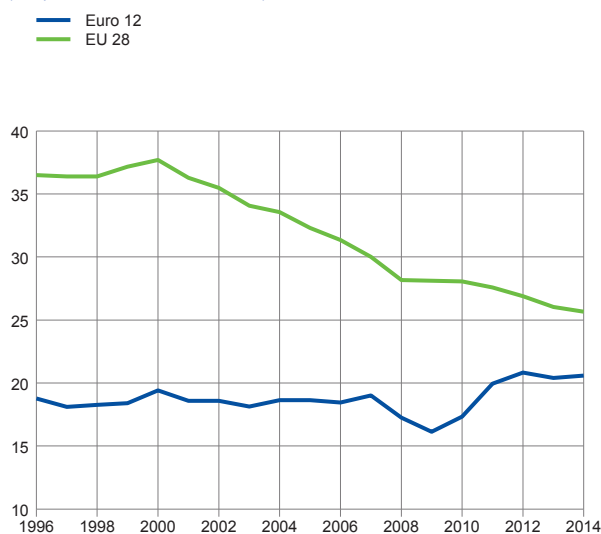


Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Graphique 3

Écart-type du PIB par habitant

(PIB par habitant en milliers de SPA)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Note : Le Luxembourg est exclu (cf. la note du graphique 1).

peut expliquer en partie la divergence observée dans ces pays, des facteurs plus profondément enracinés ont également joué un rôle. L'Irlande, par exemple, en dépit de la grave crise financière qu'elle a connue entre 2008 et 2012, montre des signes d'amélioration, demeurant parmi les pays à revenu plus élevé.

Si l'on considère les sous-périodes qui ont précédé et suivi la crise, on constate une certaine convergence temporaire avant 2007 entre les pays de l'Euro 12. Avant la crise financière mondiale, la croissance était plus rapide en Grèce et en Espagne que dans le reste de la zone euro. Ce processus de rattrapage s'est rapidement inversé sur la période 2008-2013 quand ces économies ont subi une grave récession. Dans le cas du Portugal, peu d'éléments vont dans le sens d'une convergence, même temporaire, durant la période qui a précédé la crise. Parmi les pays à revenu élevé, la croissance de l'Italie a été inférieure à la moyenne de la zone euro durant la quasi-totalité de la période, entraînant une accentuation de la divergence (cf. graphique 2).

De même, en termes de dispersion des revenus, des éléments montrent une certaine convergence au sein de l'UE 28, mais ils sont peu nombreux s'agissant de l'Euro 12. La dispersion des niveaux de revenu par habitant a augmenté dans l'ensemble pour l'Euro 12, après s'être temporairement réduite entre 2006 et 2008 (cf. graphique 3). On observe une certaine convergence en termes de réduction de la dispersion des revenus au niveau de l'ensemble de l'UE 28, grâce au rattrapage des économies d'Europe centrale et orientale. Toutefois, le rythme de cette réduction semble s'être ralenti durant la crise, c'est-à-dire depuis 2008.

Au début de l'UEM, de nombreux observateurs s'attendaient à ce que l'approfondissement de l'intégration monétaire et financière provoque une accélération de la convergence réelle. Comme le prévoyait la théorie (cf. encadré 1), les entrées brutes de capitaux privés ont été importantes durant les années précédant la crise dans les pays de l'Euro 12 ayant des niveaux de revenu par habitant nettement inférieurs à la moyenne de la zone euro, notamment en Grèce, au Portugal et, dans une moindre mesure, en Espagne. Dans le cas de l'Italie, les entrées de capitaux ont été beaucoup plus faibles (cf. graphique 4), comme pour la plupart des autres pays à revenu élevé. Les investissements en titres de créance et les flux bancaires ont constitué l'essentiel des entrées de capitaux dans ces pays, tandis que les investissements directs en provenance de l'étranger (IDE) ont été moins importants. En principe, l'afflux de capitaux privés vers les pays de la zone euro à faible revenu aurait dû favoriser les gains de productivité et des hausses à long terme durables des niveaux de revenu dans ces pays. Lorsque la crise financière mondiale a éclaté, le montant des financements privés externes a commencé à fléchir et a continué à diminuer sensiblement durant la crise.

L'absence de durabilité du processus de convergence réelle durant les années qui ont précédé la crise a principalement résulté de la combinaison de trois facteurs. Premièrement, les conditions institutionnelles dans certains pays n'étaient pas favorables à l'innovation des entreprises et à la croissance sous-jacente

de la productivité. Deuxièmement, des rigidités structurelles et l'absence de concurrence effective (en particulier dans le secteur non marchand) ont contribué à une mauvaise allocation des capitaux. Cette situation a empêché le potentiel d'offre de l'économie de rattraper la demande. Troisièmement, la forte baisse des taux d'intérêt réels a favorisé une croissance exubérante du crédit et entraîné une hausse de la demande, suscitant des anticipations erronées quant aux revenus futurs³.

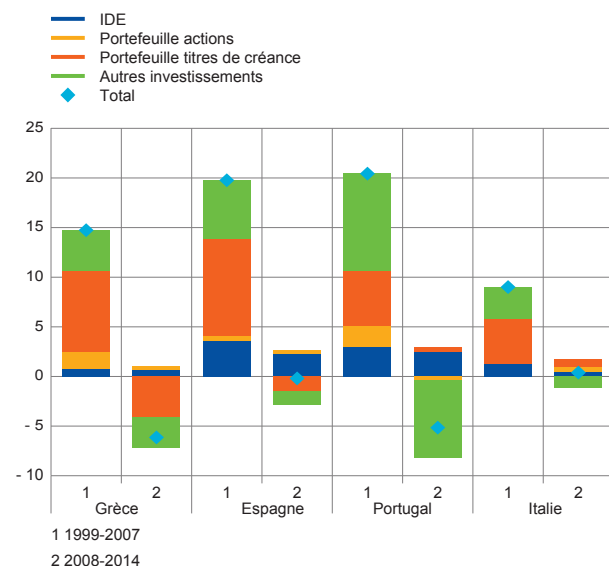
Premièrement, s'agissant des facteurs institutionnels, la qualité des institutions et de la gouvernance nationales exerce une incidence sur la croissance du revenu par habitant des économies.

Les pays mieux classés en termes de gouvernance ont tendance à afficher des niveaux de revenu plus élevés. Les pays de la zone euro qui ne faisaient pas preuve de convergence (ou même qui divergeaient) durant les années précédant la crise (Grèce, Espagne, Italie et Portugal) sont également les pays les plus mal classés en termes de gouvernance dans l'Euro 12 (cf. graphique 5). Ce mauvais classement reflète une combinaison d'éléments, notamment l'efficacité

Graphique 4

Flux bruts de capitaux privés vers la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Italie

(flux cumulés en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

Note : La rubrique « Autres investissements » exclut les flux vers l'État et la banque centrale nationale.

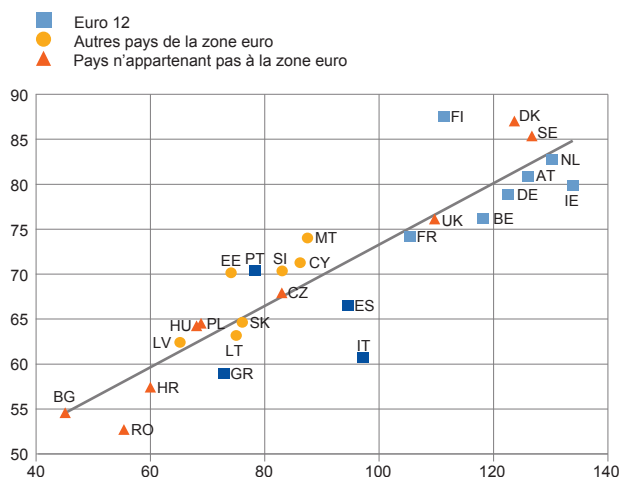
³ Cf. C. Borio, *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?*, Document de travail de la BRI n° 395, décembre 2012.

Graphique 5

Classement de l'Indicateur de gouvernance mondial et PIB par habitant

(PIB par habitant en SPA ; UE 28 = 100)

Axe des abscisses : PIB par habitant par rapport à l'UE 28 (2014)
Axe des ordonnées : Classement de l'Indicateur de gouvernance mondial (2008)



Sources : Banque mondiale et Eurostat.

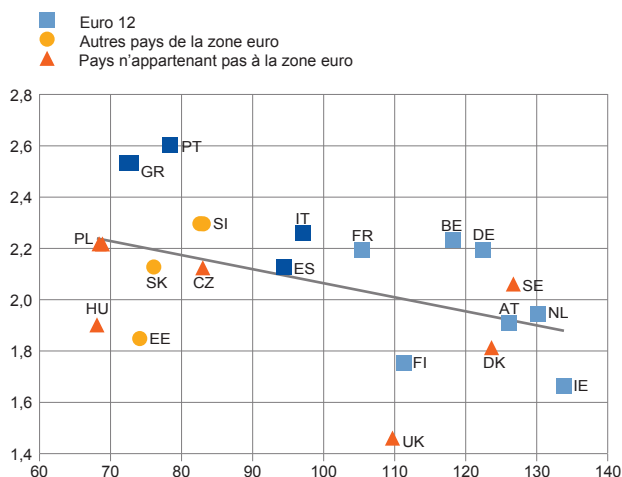
Notes : Les Indicateurs de gouvernance mondiale correspondent au classement composite des positions moyennes dans six grands domaines : voix et responsabilité, stabilité politique et absence de violence/terrorisme, efficacité gouvernementale, qualité de régulation, État de droit et contrôle de la corruption. Le Luxembourg est exclu (cf. la note du chapitre 1). Les carrés bleu foncé représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal) ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Graphique 6

Rigidités structurelles et PIB par habitant

(PIB par habitant en SPA ; UE 28 = 100)

Axe des abscisses : PIB par habitant par rapport à l'UE (2014)
Axe des ordonnées : Moyenne des indicateurs PMR et EPL (2008)



Sources : Commission européenne et Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE).

Notes : Les indicateurs de l'OCDE relatifs à la réglementation sur les marchés de biens et services (*Product market regulation* – PMR) couvrent les réglementations officielles pour le contrôle par l'État sur des entreprises commerciales, les obstacles juridiques et administratifs à l'entrepreneuriat ainsi que les obstacles aux échanges internationaux et à l'investissement. Plus la valeur est élevée, plus les réglementations sont rigides. Les indicateurs de l'OCDE relatifs à la législation sur la protection de l'emploi (*Employment protection legislation* – EPL) sont des indicateurs synthétiques de la rigueur de la protection contre les licenciements individuels ou collectifs pour les salariés titulaires de contrats permanents. Les indicateurs synthétiques sont obtenus par une analyse factorielle dans laquelle chaque composante est pondérée en fonction de la variance globale des données. Les données des indicateurs PMR et EPL ne sont pas disponibles pour 2008 pour la Bulgarie, la Croatie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, Malte et la Roumanie. Le Luxembourg est exclu (cf. la note du graphique 1). Les carrés bleu foncé représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal) ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

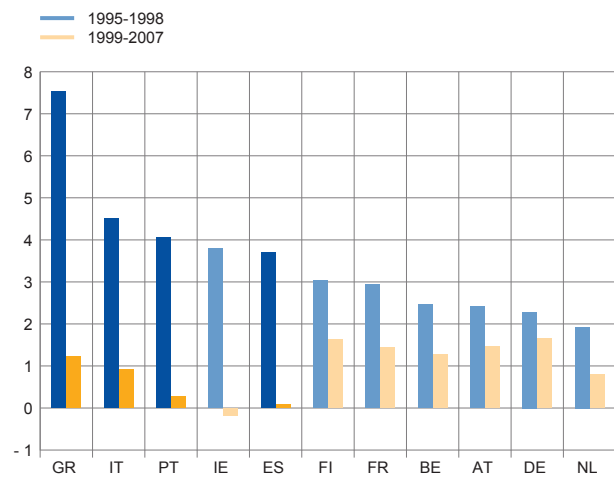
de l'État, la qualité de l'environnement réglementaire et la taille de l'économie informelle. Tous ces facteurs exercent une incidence significative sur la croissance à long terme.

Deuxièmement, les pays présentant des rigidités structurelles ont été touchés particulièrement durement pendant la crise financière mondiale, ce qui a contribué à l'inversion brutale de la convergence durant cette période. Certains pays de l'Euro 12 (en particulier la Grèce et le Portugal) avaient des marchés des biens et services et du travail très rigides avant la crise (cf. graphique 6). Sur le marché du travail, ces rigidités incluaient un degré élevé de protection de l'emploi et des systèmes de négociations salariales qui n'étaient pas propices à des ajustements flexibles des salaires. Sur les marchés des biens et services, plusieurs secteurs, y compris les activités de réseau, étaient à l'abri de la concurrence, ce qui a ralenti l'ajustement des marges bénéficiaires durant la crise. Les rigidités qui ont entravé l'ajustement des salaires et des prix ont sensiblement rallongé le processus de réallocation du travail et du capital des secteurs touchés par la crise (par exemple la construction) vers des secteurs à croissance plus rapide et ont accru le coût de l'ajustement en termes de chômage et de pertes de revenus.

Graphique 7

Taux d'intérêt réels à trois mois du marché monétaire dans l'Euro 12

(en points de pourcentage)



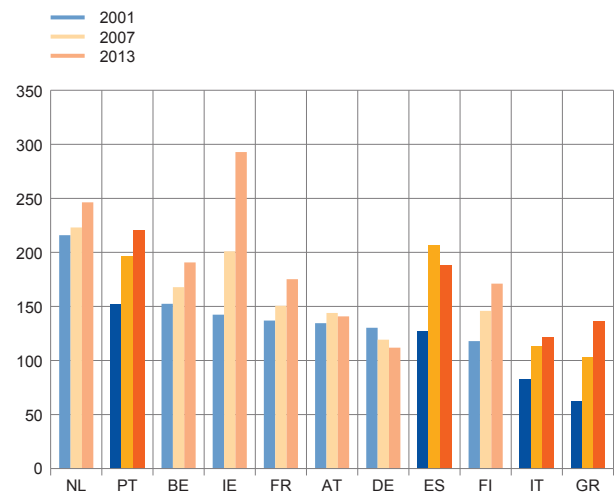
Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : Les taux d'intérêt nominaux à trois mois du marché monétaire sont corrigés de l'IPCH. Les colonnes plus foncées représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal), ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Graphique 8

Dettes du secteur privé dans l'Euro 12

(en pourcentages du PIB)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : La dette du secteur privé correspond à la somme de la dette non consolidée des ménages et des sociétés non financières. Les colonnes plus foncées représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal) ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Troisièmement, lors des années qui ont précédé la crise, une envolée de la demande intérieure alimentée par le crédit et des anticipations erronées quant aux perspectives de croissance économique future ont masqué la faiblesse du potentiel de croissance dans plusieurs pays. Par rapport à

la moyenne des années antérieures à la zone euro (entre 1995 et 1998), les taux d'intérêt réels ont baissé très fortement, en particulier dans les pays du sud de la zone euro ainsi qu'en Irlande (cf. graphique 7).

La baisse sensible des taux d'intérêt réels dans ces économies a résulté de deux facteurs : a) une convergence marquée des taux d'intérêt nominaux avant et après l'introduction de l'euro et, b) une hausse de l'inflation supérieure, dans ces pays, à la moyenne de la zone euro durant les premières années de l'UEM⁴. De plus, la forte hausse de la demande intérieure alimentée par le crédit, qui s'est poursuivie durant de nombreuses années, a conduit à surestimer le potentiel de croissance dans plusieurs pays, en particulier en Grèce et en Espagne. En conséquence, la politique budgétaire a été trop pro-cyclique durant les années d'expansion, les budgets étant fondés sur l'hypothèse selon laquelle les revenus élevés générés par une demande intérieure non soutenable se maintiendraient dans les années à venir. La grave crise qui est survenue a fait fortement baisser les recettes fiscales dans un contexte de volants de précaution budgétaires insuffisants, entraînant une augmentation rapide de la dette publique.

La croissance excessive des crédits au secteur privé dans certains pays a conduit à une augmentation des niveaux d'endettement dans le secteur des entreprises et/ou des ménages. L'Irlande, l'Espagne et, dans une moindre mesure, la Grèce et le Portugal, ont enregistré une

hausse significative de l'endettement du secteur privé (cf. graphique 8). Les risques liés à la forte croissance du crédit et à la hausse de l'endettement ont été insuffisamment pris en compte par les autorités nationales. En particulier, soit les outils

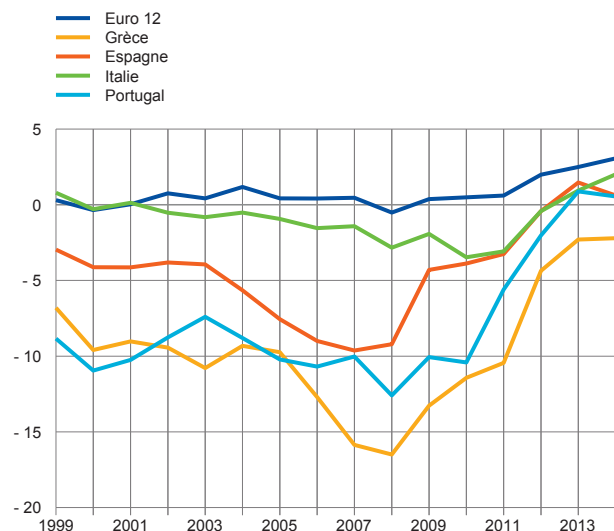
macroprudentiels pour limiter le recours excessif à l'endettement n'ont pas été utilisés, soit ils ont été trop faibles pour freiner suffisamment la croissance du crédit dans ces économies.

⁴ Pour une explication plus détaillée, cf. l'article intitulé *La politique monétaire et les écarts d'inflation dans une zone monétaire hétérogène*, Bulletin mensuel, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2005.

Graphique 9

Soldes des comptes des transactions courantes dans l'Euro 12

(en pourcentages du PIB)



Source : Commission européenne.

La croissance excessive du crédit et de la demande intérieure a également conduit à l'accumulation de déséquilibres extérieurs très importants durant les années précédant la crise.

Le déficit du compte des transactions courantes s'est sensiblement creusé en Grèce, en Espagne et au Portugal durant les années qui ont précédé la crise. En Italie, pays à revenu élevé, ce déficit est demeuré modéré (cf. graphique 9). Des déséquilibres cumulés importants du compte des transactions courantes dans les économies engagées dans un processus de rattrapage ne sont pas nécessairement problématiques si l'accumulation d'engagements extérieurs significatifs est compensée par la suite par des excédents courants. Si de tels déficits du compte des transactions courantes financent des investissements propices à la productivité qui entraînent une hausse des revenus des exportations à l'avenir, leur augmentation temporaire peut s'avérer soutenable. Toutefois, le profil de convergence de ces pays de la zone euro ne remplissait pas cette condition

durant la période précédant la crise, l'accumulation de capital étant fortement biaisée en faveur des secteurs non échangeables à faible productivité. Tandis que la progression des déséquilibres externes en Espagne a reflété principalement des investissements excessifs dans certains compartiments du secteur privé (en particulier la construction), en Grèce, ce sont des dépenses trop importantes dans le secteur public qui ont apporté la principale contribution à l'écart entre l'épargne et l'investissement. Au Portugal, la faiblesse de l'épargne publique et privée a joué un rôle important.

4 Le rôle de la croissance de la productivité dans le processus de convergence

Les flux financiers dirigés vers les pays à faible revenu n'ont pas réussi à entraîner une convergence de la productivité au cours de la période antérieure à la crise.

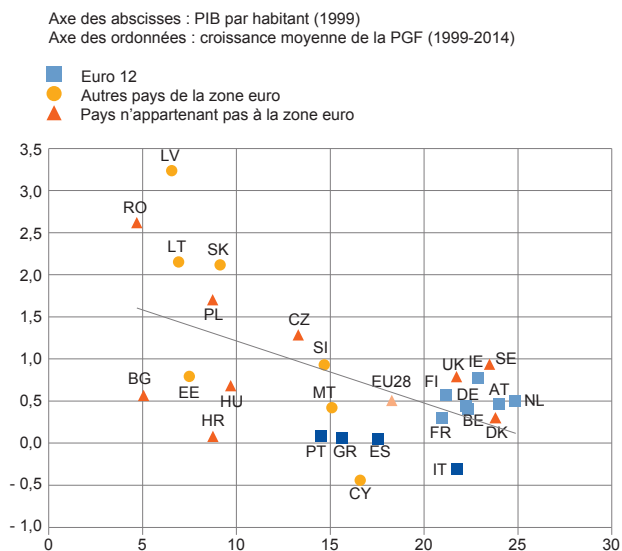
La PGF mesure l'efficacité avec laquelle le travail et le capital sont utilisés dans le processus de production et elle constitue un facteur clé de la convergence (cf. encadré 1). En tant que groupe, les pays de l'UE 28 ayant les plus faibles revenus ont eu tendance à afficher une plus forte croissance de la PGF, soutenant le processus de convergence (cf. graphique 10). Toutefois, les pays concernés étaient essentiellement des PECO. En fait, les pays de l'Euro 12 dont les niveaux de revenu initiaux étaient plus élevés ont même eu tendance à enregistrer, en moyenne, une croissance de la PGF plus forte que les pays de la zone euro à faibles revenus⁵.

⁵ Pour une analyse du rôle de la PGF et de l'absence de convergence dans la zone euro, cf. *Catching-up processes in the euro area, Quarterly report on the euro area*, vol. 12, n° 1, Commission européenne, mars 2013.

Graphique 10

PIB par habitant et croissance moyenne de la PGF

(PIB par habitant en milliers de SPA, variations en pourcentage)

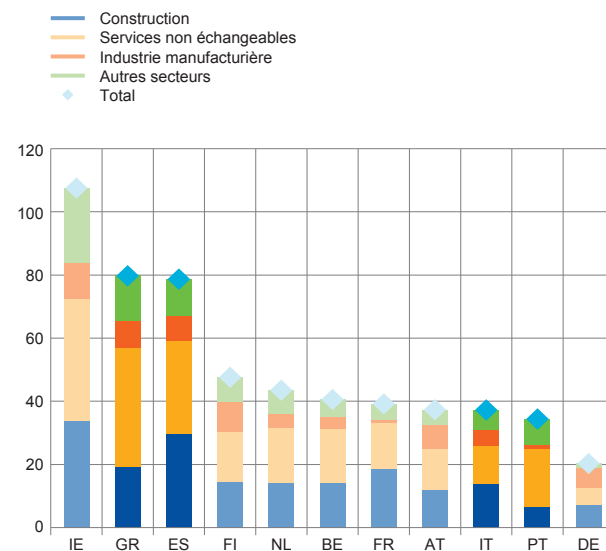


Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : Le Luxembourg est exclu (cf. note du graphique 1). Les carrés bleu foncé représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal), ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Graphique 11

Ventilation de la croissance de la valeur ajoutée par secteur dans l'Euro 12

(contribution à la croissance cumulée entre 1999 et 2007)



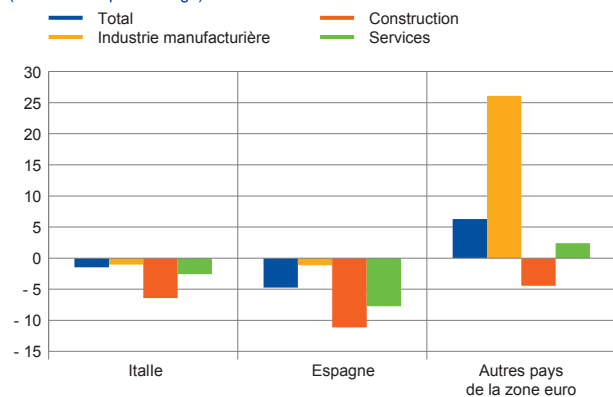
Sources : Commission européenne, à partir de la base de données KLEMS de l'UE et calculs des services de la BCE.

Notes : Il n'y a pas de données disponibles pour le Luxembourg. Pour la Belgique et le Portugal, la croissance est calculée entre 1999 et 2006, car il n'y a pas d'observation disponible pour 2007. La « construction » inclut les activités immobilières. Les « services non échangeables » désignent la distribution/le commerce de gros, les hôtels et les services collectifs/sociaux. Les « autres secteurs » font référence à l'agriculture et aux activités minières, à l'électricité, aux transports et à l'intermédiation financière. Les colonnes plus foncées représentent les économies de la zone euro s'inscrivant dans un processus de rattrapage (Euro 12) qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal), ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Graphique 12

Croissance de la PGF par secteur dans l'Euro 12

(variations en pourcentage)



Sources : Commission européenne, à partir de la base de données KLEMS de l'UE et calculs des services de la BCE.

Notes : Il n'y a pas de données disponibles pour la Grèce et le Portugal. Les « autres pays de la zone euro » font référence à la Belgique, l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande. « Total » recouvre les autres secteurs, tels que l'agriculture et les activités minières, l'électricité, les transports et l'intermédiation financière. La valeur retenue pour la Belgique en 2007 est extrapolée de 2006. Les valeurs agrégées ne sont pas pondérées.

La croissance de la productivité du travail de certaines économies opérant un rattrapage, notamment la Grèce, l'Espagne et le Portugal, a été décevante. En Italie, la croissance de la PGF a été nettement inférieure à la moyenne de la zone euro et compte parmi les plus faibles de l'UE28.

Les faibles résultats globaux de la PGF reflètent en partie la composition de la croissance sectorielle dans plusieurs pays. Après l'introduction de l'euro, les capitaux ont été de plus en plus orientés vers des secteurs où le produit marginal du capital est faible, c'est-à-dire à faible productivité, mais à rentes élevées⁶. Ces secteurs incluent généralement les secteurs (des services) non échangeables qui étaient très protégés de la concurrence, notamment la distribution et les activités de réseau. La principale raison pour laquelle, au cours des années antérieures à la crise, la valeur ajoutée a progressé beaucoup

⁶ Selon Acemoglu et Robinson, en définitive, l'explication des rentes excessives tient à des institutions économiques et politiques qui ne sont pas suffisamment « inclusives », et peut-être même « extractives », par nature. Cf. D. Acemoglu et J. A. Robinson, *Why Nations Fail*, Profile Books, 2012.

plus fortement en Grèce et en Espagne que dans les autres pays de l'Euro 12 (à l'exception de l'Irlande) réside dans un déplacement des ressources vers les secteurs (des services) non échangeables, y compris la construction dans le cas de l'Espagne. Au Portugal, où la croissance était atone dès avant la crise, le secteur non échangeable (des services) a également joué un rôle plus important dans la hausse de la valeur ajoutée. En Italie, la composition sectorielle de la valeur ajoutée était globalement similaire à celle des autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 11).

Dans certains pays de la zone euro, la croissance de la PGF a été également décevante dans le secteur marchand. En plus de l'allocation de capitaux à des secteurs à faible productivité, on observe que, dans certaines économies, même les secteurs à forte productivité potentielle ont réalisé de faibles performances dans ce domaine. Par exemple, en Espagne et en Italie, sur la période 1999-2007, la croissance de la PGF n'était pas seulement inférieure à la moyenne des pays de la zone euro dans les secteurs des services et de la construction, mais aussi dans le secteur manufacturier (cf. graphique 12). Cela semble indiquer une faiblesse plus généralisée de l'environnement économique de ces pays au cours des années qui ont précédé la crise, ce qui est un des facteurs les ayant empêchés d'atteindre leur pleine capacité en matière d'innovation ⁷.

Encadré 1

Le cadre conceptuel expliquant la croissance économique et le rôle clé de la PGF dans la convergence

Le présent encadré explique comment la théorie de la croissance économique a confirmé les rôles clés de la PGF et de la technologie dans le processus de convergence au fil du temps. Deux catégories de modèles sont examinées à cet effet : a) ceux qui supposent que l'évolution technologique est exogène et b) ceux qui introduisent l'endogénéité dans l'évolution technologique.

Dans la première catégorie de modèles, dits néoclassiques, le niveau de technologie détermine l'efficacité du processus de production. Dans son article fondateur, Solow ⁸ prend pour hypothèse que la population et la technologie croissent toutes deux à un rythme exogène, tandis que le stock de capital est déterminé par l'épargne. Plus le stock de capital physique existant dans l'économie est important, plus le montant de l'épargne nécessaire pour compenser la dépréciation et maintenir le capital à son niveau actuel est élevé. L'économie finira par atteindre un point où il y aura juste assez d'épargne pour maintenir le capital à son niveau actuel. Lorsque cet état stationnaire sera atteint, le capital par unité de main-d'œuvre effective n'augmentera plus et l'ensemble des variables par tête pertinentes progresseront au rythme des progrès technologiques.

⁷ Pour une analyse du rôle des évolutions sectorielles de la productivité en ce qui concerne la convergence dans la zone euro, cf. D. Sondermann, *Productivity in the euro area: any evidence of convergence?*, Working Paper Series, n° 1431, BCE, avril 2012.

⁸ R. Solow, *A contribution to the theory of economic growth*, Quarterly Journal of Economics, vol. 70, n° 1 (1956).

Le modèle de Solow explique les différences de taux de croissance entre les pays par le fait que ceux-ci disposent de stocks de capital physique différents et se situent donc à des points différents sur leurs trajectoires de croissance équilibrée. Une des hypothèses fondamentales du modèle de Solow est que le rendement marginal du capital diminue : plus le capital est élevé dans une économie, moins il est avantageux d'ajouter une unité supplémentaire de capital. Par conséquent, si l'économie dispose d'un faible stock de capital, les avantages d'une hausse de l'investissement sont élevés.

Ainsi, selon le modèle de Solow, c'est l'importance du rendement attendu de l'investissement dans les économies « pauvres » en capital qui motive les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres. La hausse des investissements entraîne un déplacement de l'économie vers le haut sur la trajectoire de la croissance équilibrée : c'est ce que l'on appelle le phénomène de « rattrapage ». Par conséquent, les économies convergent vers le même état stationnaire des revenus. Cette convergence est conditionnée au fait que les agents économiques des différents pays aient des préférences identiques et que toutes les autres caractéristiques de ces économies soient également similaires. La théorie de la convergence conditionnelle qui en résulte implique que s'il existe des différences persistantes entre les pays concernant les préférences et les autres caractéristiques institutionnelles, il peut y avoir divergence non seulement en termes de niveaux de revenus, mais également en termes de taux de croissance.

Les données empiriques ont suscité quelques doutes sur la validité du modèle de Solow pour expliquer la vitesse de convergence observée à travers le monde. En réalité, il n'est observé aucune différence des stocks de capital ni des flux de capitaux qui soit suffisamment importante pour expliquer la variation des niveaux de revenus dans le monde. Barro et Sala-i-Martin ⁹ ont étudié l'hypothèse de la convergence à la fois pour les États-Unis et pour un échantillon international de pays. Même s'ils ont pu démontrer la convergence dans les deux échantillons, ils ont conclu que leur estimation empirique de la vitesse de convergence de 2 % par an était bien plus faible que le niveau suggéré par la théorie.

Bien que la théorie néoclassique fournisse un cadre théorique séduisant, elle ne donne pas en pratique d'explication des sources de la convergence en dehors de la très étroite théorie « conditionnelle ». Les différences d'efficacité des facteurs de production et les vitesses variables des progrès technologiques peuvent constituer une explication des différences de revenus entre les pays. Toutefois, comme cette théorie ne parvient pas à expliquer l'origine des différences de niveau de ces importantes variables ou la façon dont les progrès peuvent être créés, elle échoue à expliquer comment la convergence des revenus peut être réalisée. Puisque, dans ce type de modèles, le comportement des agents entraîne déjà les meilleurs résultats possibles et que le taux de croissance est déterminé de façon exogène, il est également impossible pour la politique économique d'améliorer les performances de croissance d'un pays, en fournissant par exemple des incitations à épargner et à investir.

⁹ R. J. Barro et X. Sala-i-Martin, *Convergence*, Journal of Political Economy, vol. 100, n° 2 (1992).

Afin de surmonter ce problème, la deuxième catégorie de modèles introduit l'endogénéité dans le processus technologique en modélisant explicitement l'innovation et la formation.

Il est possible de distinguer deux approches générales : a) la modélisation de la hausse de la productivité par le biais des rendements croissants des facteurs de production (capital ou travail) et b) la modélisation explicite des activités de recherche-développement (R-D) en tant que secteur séparé de l'économie.

Il est possible d'introduire des rendements croissants des facteurs de production en prenant pour hypothèse que le capital humain, comme le capital physique, peut être augmenté par le biais de l'investissement. Uzawa ¹⁰ et Lucas ¹¹ incluent explicitement le capital humain comme facteur de production dans leurs cadres théoriques : l'investissement en capital humain correspond au temps que les individus consacrent à leur formation. L'hypothèse est qu'une main-d'œuvre plus qualifiée exerce une influence positive sur le reste de l'économie (constituant une externalité), ce qui augmente la croissance. Une des conclusions de la théorie néoclassique était que les capitaux afflueraient des pays riches vers les pays pauvres et contribueraient au processus de rattrapage dans les pays disposant de peu de capitaux. Puisque le capital humain (la main-d'œuvre d'un pays et son niveau de connaissances) n'est pas aussi mobile que le capital physique et est moins susceptible de partir à l'étranger, les modèles qui incluent le capital humain comme facteur de croissance peuvent contribuer à expliquer pourquoi des différences persistantes des performances de croissance des revenus peuvent être observées entre les pays. Les modèles de croissance endogène sont donc nettement mieux adaptés pour apporter une contribution aux décisions de politique économique.

Une autre façon de créer de la croissance de façon endogène, et d'expliquer la convergence dans un modèle théorique, consiste à considérer l'innovation comme un secteur séparé de l'économie. L'introduction d'un secteur de la R-D a permis à Romer ¹² d'expliquer comment la croissance permanente est possible. Comme les investissements en capital humain, la progression des activités de recherche augmente le niveau des connaissances et des avancées technologiques non seulement pour les centres de recherche concernés mais également pour l'économie dans son ensemble, exerçant ainsi une influence positive sur la croissance économique. Afin de surmonter la différence de revenu et de rattraper les économies plus avancées, les pays plus pauvres ont besoin d'un niveau élevé de croissance technologique.

Dans l'ensemble, les modèles de croissance endogène semblent mieux expliquer la vitesse de convergence observée dans le monde et permettent aux autorités de concevoir des stratégies susceptibles de stimuler la PGF. Selon ces modèles, les efforts visant à se doter d'une main-d'œuvre plus qualifiée et à accroître les dépenses de R-D, l'ouverture et la concurrence favorisent la productivité, la diffusion des nouvelles évolutions technologiques et, par conséquent, la croissance économique et la convergence.

¹⁰ H. Uzawa, *On a two-sector model of economic growth II*, Review of Economic Studies, vol. 30, n° 2 (1963).

¹¹ R. E. Lucas, *On the mechanics of economic development*, Journal of Monetary Economics, vol. 22, n° 1 (1988).

¹² P. Romer, *Increasing returns and long-run growth*, Journal of Political Economy, vol. 94, n° 5 (1986).

À quel degré de convergence réelle durable peut-on parvenir ?

Dans le contexte de l'absence de convergence réelle qui vient d'être mise en évidence au sein de l'Euro 12, cette section analyse les moyens par lesquels les politiques économiques pourraient favoriser une convergence durable et une résistance aux chocs négatifs¹³. L'analyse des éléments attestant d'une absence de convergence et de ses causes montre que trois conditions principales doivent être remplies pour parvenir à une convergence durable : (a) la stabilité macroéconomique doit être préservée, (b) les économies affectées doivent accroître le degré de flexibilité de leur économie, et (c) les conditions de la croissance de la PGF doivent être améliorées.

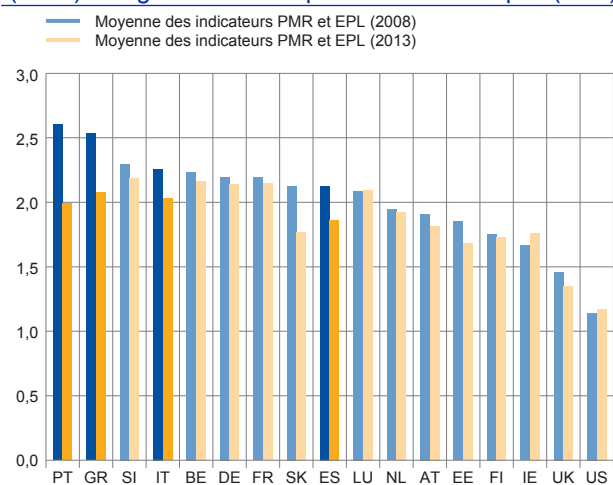
La première condition d'une convergence réelle durable est la stabilité macroéconomique. La section précédente a montré comment les institutions nationales et les caractéristiques structurelles ont contribué à l'accumulation de déséquilibres dans un groupe de pays de la zone euro, entraînant un écart grandissant entre la croissance de la demande et l'offre potentielle. Depuis la crise, les pays de la zone euro faisant l'objet d'un programme d'ajustement financier UE-FMI ont progressé sur la voie du rétablissement de leurs soldes macroéconomiques et ont également mis en œuvre des réformes structurelles significatives. Dans la plupart de ces pays, les déséquilibres des comptes des transactions courantes ont largement disparu. Cette évolution reflète en partie un ajustement prononcé des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les soldes budgétaires se sont aussi nettement améliorés par rapport aux ratios très élevés de déficit budgétaire rapporté au PIB observés durant la crise. Toutefois, les déséquilibres en termes de stocks, comme les fortes dettes extérieures et des secteurs publics et privés, sont encore très élevés dans de nombreux pays. Pour surmonter complètement les séquelles de la crise, il est important de consolider les gains de compétitivité obtenus durant la crise et de maintenir une orientation de politique budgétaire axée sur la stabilité qui garantisse un retour de la dette publique à des niveaux soutenables au cours des prochaines années.

La deuxième condition d'une convergence durable est une flexibilité accrue de l'économie permettant de corriger la mauvaise allocation des capitaux observée avant la crise. Comme indiqué dans la section précédente, plusieurs pays à faible niveau de revenu par habitant (par exemple, la Grèce, l'Espagne et le Portugal) ont souffert de niveaux de rigidité particulièrement élevés de leurs marchés des produits et du travail. Durant la crise, ces rigidités ont accru les coûts économiques de l'ajustement et entraîné une chute de la croissance potentielle plus forte que dans les autres pays. Pour garantir un modèle de croissance durable dans les économies de la zone euro ayant besoin de converger, il est essentiel d'éliminer les profondes déficiences structurelles responsables de la mauvaise répartition générale des capitaux et du travail qui prévalait avant la crise. Cette action peut

¹³ Le rôle et l'incidence des réformes structurelles pour la croissance dans la zone euro sont étudiés dans l'article intitulé *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, du Bulletin économique de la BCE, n° 2, 2015.

Graphique 13

Réglementation sur les marchés de biens et services (PMR) et législation sur la protection de l'emploi (EPL)



Sources : Calculs des services de la BCE et OCDE.

Notes : Cf. les notes du graphique 6 relatives aux indicateurs PMR et EPL de l'OCDE. En ce qui concerne les États-Unis, il n'y a pas de données PMR disponible pour 2013, ainsi seules les données EPL sont présentées. Les colonnes plus foncées représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal), ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

être renforcée par des mesures d'accroissement de la concurrence sur les marchés des biens, des services et du travail (cf. encadré 2). Tandis que les pays faisant l'objet de programmes d'assistance financière ont mis en œuvre depuis le début de la crise d'importantes réformes qui ont réduit l'écart de flexibilité de l'économie par rapport aux autres pays de la zone euro (cf. graphique 13), de nouveaux efforts sont nécessaires ne serait-ce que pour combler cet écart, sans parler d'atteindre le niveau des pays du monde ayant les marchés des biens et du travail les plus flexibles.

La troisième condition d'une convergence durable est de parvenir à une plus forte croissance de la PGF. Comme observé dans la section 4, la PGF a eu tendance à s'affaiblir (voire à chuter) dans certains des pays à faibles revenus de la zone euro avant la crise, même dans les secteurs à forte productivité (par exemple le secteur manufacturier). Des politiques nationales spécifiques à chaque pays devraient

soutenir les principaux moteurs de la PGF en mettant l'accent sur trois aspects principaux : (a) l'amélioration de la qualité du travail, par exemple en augmentant la proportion de travailleurs hautement qualifiés, (b) l'amélioration de la qualité du capital en favorisant l'adoption de l'innovation et de la technologie, et (c) la création d'un cadre institutionnel soutenant l'innovation dans les entreprises ¹⁴.

La productivité est clairement liée à la qualité du travail. Durant les premières années de l'UEM, la mauvaise allocation des ressources dans les secteurs à faible productivité a accru la demande de travailleurs peu qualifiés dans certaines économies opérant un rattrapage. Cela a eu une incidence négative pour le capital humain en créant des incitations peu judicieuses à quitter précocement les études. Des politiques actives et bien ciblées du marché du travail pourraient contribuer à orienter progressivement la population active vers les secteurs les plus avancés technologiquement.

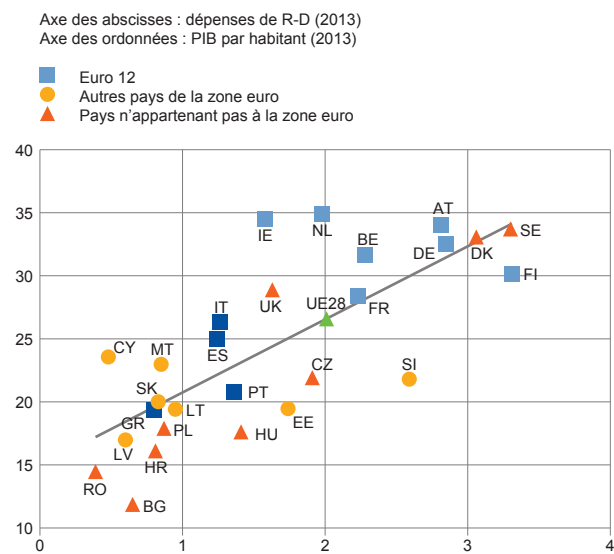
Les résultats de la PGF sont aussi clairement liés à l'investissement dans les secteurs des technologies de l'information et de la communication (TIC) et dans le progrès technologique, qui renforce la croissance potentielle. Selon la théorie économique, le développement des activités de recherche accroît le niveau des connaissances et de l'avance technologique de l'ensemble de l'économie et a par conséquent une influence positive sur la convergence réelle (cf. encadré 1). Les pays qui dépensent davantage pour la recherche et le développement affichent généralement des niveaux de revenus supérieurs (cf. graphique 14).

¹⁴ Pour plus d'informations sur les moteurs de la PGF dans la zone euro, cf. l'article intitulé *The drivers of total factor productivity in catching-up economies*, Quarterly report on the euro area, Commission européenne, vol. 13, n° 1, avril 2014.

Graphique 14

Dépenses de R-D et PIB par habitant en 2013

(Dépenses de R-D en pourcentage du PIB ; PIB par habitant en milliers de SPA)



Sources : Commission européenne et Eurostat.

Notes : En ce qui concerne l'Irlande, les dépenses de R-D se rapportent à 2012, car il n'y a pas de valeur disponible pour 2013. Le Luxembourg est exclu (cf. la note du graphique 1). Les carrés bleu foncé représentent les économies de l'Euro 12 s'inscrivant dans un processus de rattrapage qui ont montré une absence de convergence sur cette période (Grèce, Espagne et Portugal), ainsi que l'Italie, le pays de l'Euro 12 affichant la divergence la plus importante.

Des institutions nationales solides sont essentielles pour attirer les investissements en capital humain et en IDE, et pour la création de nouvelles entreprises.

Les incitations à innover destinées au secteur privé risquent de ne pas être efficaces si les entreprises opèrent dans un environnement caractérisé par la lourdeur des réglementations nationales, l'inefficacité des administrations publiques et des systèmes judiciaires ou l'insuffisance des mesures anti-corruption, ou si les entreprises sont en concurrence avec une économie informelle importante. Les politiques tant nationales qu'à l'échelle de l'UE doivent améliorer les conditions de gouvernance publique, lutter contre la corruption et créer les conditions permettant aux entreprises d'exercer leurs activités sans heurt et efficacement.

Une plus grande intégration économique devrait également soutenir le processus de convergence.

Avant la crise, l'intégration des marchés financiers a contribué à orienter les flux de capitaux vers les pays de la zone euro ayant les plus faibles revenus. Toutefois, en

raison des retards dans l'achèvement du marché unique pour les services au niveau européen, de nombreux obstacles nationaux à la concurrence ont été largement maintenus dans les secteurs des services, en particulier en Grèce, en Espagne et au Portugal, ainsi qu'en Italie. L'achèvement du Marché unique, en supprimant les obstacles réglementaires qui subsistent dans les secteurs protégés de la concurrence, favoriserait une allocation plus efficiente des capitaux et accélérerait la diffusion des nouvelles technologies, en particulier dans les pays de la zone euro ayant les plus faibles revenus et dont les marchés des services sont plus fermés. Les politiques européennes communes ont également un rôle évident à jouer pour supprimer les obstacles sectoriels qui subsistent entre les pays en approfondissant le Marché unique. Ainsi que l'explique l'encadré 2, le Marché unique est loin d'être achevé.

L'intégration des marchés de capitaux devrait contribuer à une répartition plus efficace des capitaux. Comme le montre la section 3, les flux de capitaux orientés avant la crise vers les pays de la zone euro à faible revenu étaient principalement générateurs d'endettement. Cependant, les flux d'actions, qui sont potentiellement plus propices à une plus forte croissance de la productivité, étaient plutôt faibles, reflétant en partie le sous-développement de l'intégration des marchés de capitaux dans la zone euro. Le développement d'une union des marchés de capitaux et une situation où les actions fournissent une plus grande part des financements sont nécessaires pour améliorer la répartition des capitaux entre les économies de la zone euro (cf. également l'encadré 2) ¹⁵.

¹⁵ En ce qui concerne le rôle joué par le secteur financier pour favoriser la convergence réelle dans la zone euro, cf. également P. Praet, *The financial cycle and real convergence in the euro area*, discours prononcé lors de la conférence annuelle Hyman P. Minsky sur l'état des économies américaine et mondiale, Washington, 10 avril 2014.

Encadré 2

Le rôle du Marché unique

Le Marché unique est un pilier de l'intégration économique de l'Europe. Depuis 1993, son objectif est de garantir la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux. Au cours des quelque vingt dernières années, il a été régulièrement modifié pour suivre le rythme des évolutions les plus récentes, telles que l'importance croissante du secteur des services et de l'économie numérique. Le Marché unique vise à renforcer la concurrence au sein de l'Europe, à faciliter une allocation efficace des ressources et à permettre aux entreprises européennes d'être compétitives sur les marchés internationaux.

En réduisant les obstacles aux échanges, à la mobilité du travail et à la concurrence et en facilitant la diffusion des technologies, le Marché unique devrait favoriser une convergence réelle dans la zone euro. Les pays spécialisés dans des secteurs à économies d'échelle croissantes devraient plus largement tirer avantage du Marché unique, dans la mesure où il existe une plus grande marge d'amélioration de l'efficacité dans ces secteurs ; cela s'applique également aux pays dont les secteurs sont plus protégés, puisque les bienfaits de la libéralisation seront plus importants dans leur cas. Une zone euro plus intégrée aboutira à des économies plus résilientes et favorisera une croissance soutenable, notamment dans les pays ayant affiché des vulnérabilités plus prononcées durant la crise. Certains aspects du Marché unique susceptibles de renforcer une convergence soutenable dans la zone euro doivent encore être améliorés. Cet encadré examine plus en détail la libre circulation des services, du travail et des capitaux.

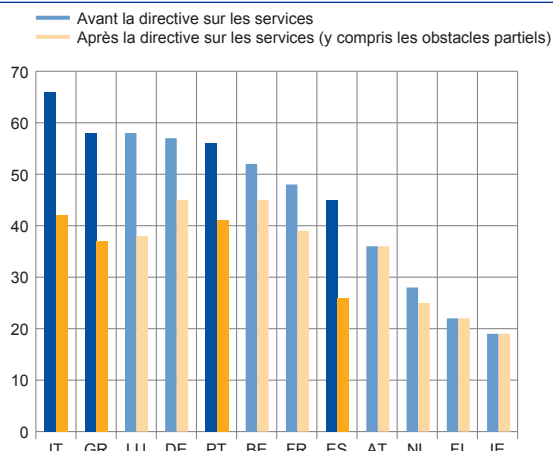
Bien que les progrès en matière de libre circulation des biens aient été importants, les échanges de services transfrontières continuent d'afficher un certain retard. Même si les services représentent plus de 70 % de l'économie de l'UE, ce secteur présente un niveau d'intégration commerciale beaucoup moins élevé que le marché des biens. Si cette situation tient en partie à la nature de certains services qui ne peuvent faire l'objet d'échanges transfrontières, il existe cependant encore des obstacles non négligeables s'agissant des services échangeables au niveau international.

La directive relative aux services dans le marché intérieur adoptée par l'UE en 2006 concerne spécifiquement les échanges et la concurrence dans le secteur des services. Elle vise à réduire la réglementation relative aux produits qui constitue un obstacle aux échanges transfrontières de services, notamment pour les petites et moyennes entreprises. Une évaluation du succès de cette directive réalisée par la Commission européenne en 2012 a révélé des résultats prometteurs (cf. Monteagudo et al.¹⁶). Sa mise en œuvre a entraîné les améliorations les plus perceptibles dans les pays où les obstacles étaient nombreux et/ou importants, notamment la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal (cf. graphique). Supprimer les barrières permet aux entreprises des pays à faible revenu d'entrer en concurrence sur les marchés étrangers et facilite l'échange d'idées et de technologie.

¹⁶ J. Monteagudo et al., *The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation*, European Economy Economic Papers, n° 456, Commission européenne, Bruxelles, 2012.

Graphique

Effet de la directive sur les services de l'UE
sur le nombre d'obstacles transfrontières



Sources : Monteagudo et al. et calculs des services de la BCE.

Note : Les colonnes de couleur plus foncée représentent les économies en rattrapage de l'Euro 12 n'ayant affiché aucune convergence durant cette période (Grèce, Espagne et Portugal) et l'Italie, qui est le pays de l'Euro 12 présentant la divergence la plus prononcée.

Les estimations de l'incidence de la directive sur la croissance du PIB indiquent un effet positif d'environ 0,8 % à l'échelle de l'UE¹⁷. Les effets propres à chaque pays dépendent du degré de mise en œuvre de la directive et de l'importance des différents secteurs selon les économies. S'agissant des économies de l'UE moins avancées que les autres en termes de réglementation du secteur des services, les bénéfices peuvent être particulièrement importants, comme le montrent des effets positifs s'élevant à 1 % et à 1,4 % du PIB en Grèce et en Espagne, respectivement. Dans un scénario de suppression totale de tous les obstacles aux échanges de services, les gains supplémentaires en termes de PIB pourraient atteindre 1,6 %. Cela

présenterait également l'avantage d'accroître la productivité de l'ordre de 5 % (Portugal) à 7 % (Grèce).

Un autre élément clé du Marché unique concerne la mobilité du travail. Les citoyens de l'UE ont le droit de circuler librement, c'est-à-dire le droit de vivre et de travailler dans n'importe quel pays de l'UE et d'être traité de la même façon par les employeurs locaux. Comme mentionné dans l'encadré 1, la mobilité du travail peut contribuer à la convergence *via* la mobilité du capital humain et des compétences, mais elle peut surtout également constituer un mécanisme important d'absorption des chocs s'exerçant au plan national ou sectoriel. Au cours des dix dernières années, la mobilité du travail au sein de l'UE a principalement résulté des écarts de salaire et de revenu entre les États membres d'Europe orientale et ceux d'Europe occidentale. Plus récemment, elle a également été alimentée par des différences croissantes en termes de performance du marché du travail, en particulier entre pays de la zone euro.

Durant la crise, on a constaté une augmentation des flux entrants de travailleurs dans les économies plus résistantes, telles que l'Allemagne et l'Autriche. Toutefois, ces flux ont été d'ampleur relativement réduite. De fait, si la mobilité du travail est un domaine dans lequel un nombre significatif de politiques ont été mises en œuvre au niveau de l'UE, on constate toujours un très net retard par rapport aux normes américaines. En réponse à la forte hausse du chômage ayant résulté de la crise prolongée, un certain nombre de politiques visant à supprimer les obstacles à la mobilité du travail ont été mises en œuvre, telles que la nouvelle directive de l'UE sur les qualifications professionnelles (en vigueur à compter de janvier 2016), la création d'un réseau de coopération paneuropéen pour la recherche d'emploi (EURES) en 2014 et la nouvelle directive sur les droits à pension complémentaire en 2014.

¹⁷ Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement. Un marché unique pour la croissance et pour l'emploi : une analyse des progrès réalisés et des obstacles restants entre les États membres, Contribution à l'examen annuel de la croissance 2014, Commission européenne, Bruxelles, novembre 2013.

Enfin, le marché unique des capitaux est loin d'être achevé. Des avancées importantes ont été réalisées dans la création d'un marché de capitaux unique avec la directive sur les services de paiement en 2007, qui a fourni le cadre de l'harmonisation des services de paiement, et l'Espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA). La dernière étape dans l'intégration des marchés de capitaux est l'Union des marchés de capitaux, annoncée par la Commission européenne début 2015¹⁸ et qui vise à renforcer l'intégration des marchés financiers, à améliorer l'accès au financement des entreprises et à créer de nouvelles opportunités d'investissement pour les ménages et les entreprises européennes. Le bon fonctionnement des marchés de capitaux facilitera également la mobilisation des financements privés dans le cadre du Plan d'investissement pour l'Europe, lancé en novembre 2014.

6 Conclusions

Tandis que les PECO se sont employés à rattraper la moyenne de l'UE durant ces quinze dernières années, les progrès en matière de convergence réelle accomplis par les douze pays qui formaient initialement la zone euro ont été décevants. L'expérience a montré que la convergence initiale peut se déliter rapidement face à des chocs exogènes si elle n'est pas soutenue par un cadre institutionnel solide et des conditions structurelles propices à la croissance de la productivité.

La crise a montré que les afflux massifs de capitaux dans les pays à faibles revenus ne peuvent contribuer à une convergence réelle durable que si les ressources sont réparties efficacement dans l'économie. L'un des facteurs clés de succès dans une union monétaire est une économie suffisamment flexible dans laquelle les signaux de prix permettent une orientation appropriée des ressources vers les secteurs à forte productivité. Il est tout aussi important de compléter la politique monétaire unique par des outils budgétaires et macroprudentiels contracycliques à l'échelle nationale afin de remédier à un stade précoce au risque d'alternance de phases d'expansion et de contraction dans les économies de la zone euro opérant un rattrapage.

Rechercher une convergence durable est une responsabilité essentiellement nationale. Toutefois, les efforts à l'échelle nationale doivent être complétés par des réformes structurelles à l'échelle européenne visant à approfondir le Marché unique. L'approfondissement du Marché unique permettrait de mieux absorber les chocs spécifiques aux différents pays, en particulier les pays à faibles revenus. C'est particulièrement important pour l'union des marchés de capitaux, où des progrès importants et rapides sont encore nécessaires.

¹⁸ *Construire l'union des marchés de capitaux*, Livre vert n° 63, Commission européenne, Bruxelles, février 2015.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

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

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Décembre	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Janvier	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Février	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
Mars	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
Avril	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
Juin	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Décembre	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Janvier	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
Février	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
Mars	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6
Avril	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9
Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2
Juin	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouve- lables et découverts	Pro- rogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entre- preneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composé du coût d'emprunt
		À vue	Rembour- sables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux va- riable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans		
2014	Juin	0,27	1,05	1,32	1,74	7,42	17,17	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Juillet	0,24	1,01	1,30	1,75	7,26	17,02	5,55	6,54	6,90	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Août	0,24	0,93	1,21	1,66	7,26	16,99	5,55	6,52	6,86	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Septembre	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Octobre	0,22	0,92	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Novembre	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,60	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Décembre	0,22	0,86	0,96	1,58	7,08	17,05	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,54	2,69	2,77	2,50
2015	Janvier	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,30	6,30	6,64	2,79	2,32	2,54	2,45	2,42	2,71	2,40
	Février	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,23	6,23	6,64	2,79	2,08	2,47	2,33	2,50	2,59	2,38
	Mars	0,18	0,80	0,89	1,37	7,07	17,00	5,20	5,98	6,35	2,73	2,12	2,45	2,28	2,42	2,55	2,31
	Avril	0,17	0,77	0,88	1,15	6,98	16,96	4,93	5,94	6,28	2,68	2,03	2,39	2,17	2,38	2,51	2,25
	Mai ^(p)	0,17	0,80	0,84	1,09	6,93	17,07	5,20	6,03	6,45	2,67	2,04	2,33	2,09	2,30	2,43	2,18

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- ve- lables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ à 250 000 euros			> à 250 000 euros et ≤ 1 million			> à 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	Juin	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juillet	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Août	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Septembre	0,26	0,51	1,53	3,69	4,02	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Octobre	0,25	0,50	1,43	3,61	4,01	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,73	2,26	2,49	2,58
	Novembre	0,25	0,44	1,20	3,54	3,79	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,72	2,18	2,25	2,49
	Décembre	0,24	0,43	1,29	3,44	3,72	3,74	3,27	2,35	2,79	2,47	1,73	2,18	2,10	2,43
2015	Janvier	0,23	0,44	1,28	3,43	3,82	3,84	2,98	2,32	2,83	2,04	1,65	2,04	2,17	2,43
	Février	0,22	0,35	1,09	3,37	3,59	3,71	3,12	2,24	2,71	2,37	1,51	2,00	2,14	2,34
	Mars	0,21	0,33	1,14	3,33	3,49	3,65	3,13	2,16	2,68	2,31	1,63	2,11	1,98	2,34
	Avril	0,19	0,31	0,95	3,27	3,48	3,57	2,95	2,19	2,65	2,25	1,62	1,93	2,03	2,30
	Mai ^(p)	0,19	0,30	0,96	3,21	3,39	3,49	2,95	2,16	2,49	2,22	1,57	1,85	2,03	2,24

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

		Encours							Émissions brutes ¹⁾						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admi- nistra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admi- nistra- tions pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2012		1 426	581	146	–	75	558	66	703	491	37	–	52	103	21
2013		1 247	477	122	–	67	529	53	508	314	30	–	44	99	21
2014		1 312	545	120	–	58	538	50	410	219	34	–	39	93	25
2014 Décembre		1 312	545	120	–	58	538	50	342	191	24	–	27	66	34
2015 Janvier		1 388	599	127	–	66	543	54	378	186	28	–	33	94	36
Février		1 400	606	134	–	70	534	56	351	162	37	–	30	83	39
Mars		1 420	604	137	–	71	543	66	373	162	45	–	35	89	42
Avril		1 410	601	134	–	80	533	62	350	158	37	–	38	82	35
Mai		1 393	591	133	–	80	530	59	324	141	36	–	36	78	33
Long terme															
2012		15 204	4 815	3 167	–	840	5 758	624	255	98	45	–	16	84	12
2013		15 107	4 405	3 087	–	919	6 069	627	222	70	39	–	16	89	9
2014		15 119	4 040	3 158	–	992	6 286	643	219	65	43	–	16	85	10
2014 Décembre		15 119	4 040	3 158	–	992	6 286	643	131	42	38	–	11	29	10
2015 Janvier		15 220	4 058	3 202	–	1 002	6 316	642	261	80	48	–	8	113	13
Février		15 264	4 038	3 209	–	1 015	6 356	646	207	64	21	–	18	86	17
Mars		15 348	4 026	3 247	–	1 032	6 399	644	285	84	62	–	17	112	10
Avril		15 275	4 000	3 212	–	1 034	6 389	641	221	70	33	–	21	87	10
Mai		15 354	3 982	3 234	–	1 037	6 462	640	185	49	41	–	6	85	4

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	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2012		16 629,8	5 396,0	3 312,5	.	914,8	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,5
2013		16 354,2	4 881,8	3 209,3	.	985,6	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014		16 431,2	4 585,7	3 278,4	.	1 050,5	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2014	Décembre	16 431,2	4 585,7	3 278,4	.	1 050,5	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2015	Janvier	16 608,5	4 657,3	3 328,6	.	1 068,0	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	836,0	5 013,9
	Février	16 664,0	4 643,6	3 343,7	.	1 084,8	6 890,5	701,4	6 855,5	650,5	899,6	5 305,4
	Mars	16 768,7	4 630,5	3 383,8	.	1 102,8	6 941,5	710,1	7 055,7	688,7	933,3	5 433,7
	Avril	16 685,7	4 600,6	3 346,2	.	1 113,6	6 921,8	703,6	6 959,7	683,8	908,3	5 367,7
	Mai	16 747,0	4 572,2	3 366,9	.	1 116,2	6 992,2	699,6	6 983,8	675,4	901,5	5 406,8
Taux de croissance												
2012		1,3	-1,8	-0,3	.	14,3	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013		-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014		-0,7	-7,9	0,2	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014	Décembre	-0,7	-7,9	0,2	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015	Janvier	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
	Février	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
	Mars	-0,2	-7,1	2,1	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8
	Avril	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,4	6,8	1,1	0,8
	Mai	-0,8	-7,2	0,0	.	5,7	2,1	1,4	1,3	5,8	1,4	0,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,4	100,9	91,9	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,5	92,8	104,2	95,4	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	92,9	104,8	96,2	114,8	97,0
2014 T3	101,7	98,2	95,9	92,2	104,3	95,8	113,8	95,9
T4	99,6	96,1	94,2	90,5	102,0	93,9	112,6	94,5
2015 T1	93,7	90,4	89,4	85,6	95,9	88,0	106,9	89,3
T2	92,0	88,8	88,2	.	.	.	104,8	87,4
2015 Janvier	95,9	92,4	91,1	—	—	—	109,3	91,3
Février	94,0	90,7	89,8	—	—	—	107,4	89,7
Mars	91,4	88,2	87,4	—	—	—	104,2	87,0
Avril	90,5	87,4	86,9	—	—	—	102,8	85,8
Mai	92,3	89,2	88,5	—	—	—	105,1	87,6
Juin	93,1	89,9	89,1	—	—	—	106,4	88,7
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2015 Juin	0,8	0,9	0,8	—	—	—	1,2	1,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2015 Juin	-9,7	-9,7	-8,3	—	—	—	-7,6	-8,8

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-19 de partenaires commerciaux.

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 T3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
T4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 T1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
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
2015 Janvier	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Février	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
Mars	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
Avril	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
Mai	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
Juin	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2015 Juin	0,6	0,2	-0,3	0,0	1,8	3,0	1,9	-0,1	0,4	-0,3	0,6	0,6
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2015 Juin	-17,8	-0,1	-0,5	0,0	2,0	0,0	0,6	-10,4	1,7	2,0	-14,2	-17,5

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2014	T2	18 472,2	19 741,3	-1 269,2	7 542,8	5 630,5	5 960,8	9 449,4	-70,3	4 532,2	4 661,5	506,8	11 426,2
	T3	19 220,1	20 468,0	-1 247,8	7 797,7	5 900,7	6 306,2	9 713,4	-55,7	4 652,3	4 853,9	519,7	11 836,4
	T4	19 351,7	20 748,8	-1 397,1	7 568,9	5 998,8	6 509,3	9 915,2	-43,6	4 782,7	4 834,7	534,4	11 869,4
2015	T1	21 087,3	22 381,9	-1 294,5	8 204,4	6 331,7	7 270,9	10 995,3	-21,0	5 029,9	5 054,9	603,1	12 632,8
encours en pourcentage du PIB													
2015	T1	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
Flux													
2014	T2	185,1	97,6	87,5	-3,6	-5,7	144,4	176,3	9,8	34,1	-72,9	0,4	-
	T3	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
	T4	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015	T1	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
2014	Novembre	174,1	112,0	62,1	46,7	31,5	55,1	34,8	1,2	70,0	45,7	1,0	-
	Décembre	-131,1	-90,7	-40,4	-22,2	22,7	27,2	-1,3	2,6	-140,1	-112,1	1,4	-
2015	Janvier	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
	Février	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
	Mars	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
	Avril	112,8	130,8	-18,1	7,2	21,2	34,1	-17,4	4,2	72,2	127,1	-4,9	-
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Avril	948,4	730,1	218,3	259,6	188,2	461,6	420,1	69,0	155,5	121,8	2,7	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Avril	9,3	7,2	2,1	2,6	1,9	4,5	4,1	0,7	1,5	1,2	0,0	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks	Total	Expor- tations	Impor- tations	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	9 840,1	9 581,2	5 544,4	2 065,4	1 979,3	1 035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4 288,9	4 030,0
2013	9 931,7	9 598,4	5 571,9	2 094,9	1 940,4	1 006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4 362,7	4 029,5
2014	10 103,5	9 729,9	5 651,1	2 127,7	1 970,9	1 001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4 494,4	4 120,8
2014 T2	2 520,6	2 428,2	1 409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1 118,1	1 025,6
T3	2 531,5	2 437,5	1 416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1 135,0	1 041,0
T4	2 544,9	2 444,2	1 423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1 142,1	1 041,4
2015 T1	2 564,9	2 458,3	1 425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1 144,3	1 037,6
en pourcentage du PIB												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T2	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,5	-1,8	1,0	0,7	—	—	1,3	1,3
T3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	—	—	1,4	1,7
T4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	—	—	0,8	0,8
2015 T1	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	—	—	0,6	1,2
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	—	—	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	—	—	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	—	—	3,8	4,1
2014 T2	0,8	1,0	0,8	0,6	1,2	-1,5	4,9	2,8	—	—	3,2	3,8
T3	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	—	—	4,1	3,9
T4	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	—	—	4,1	4,6
2015 T1	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	—	—	4,2	5,1
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014 T2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	—	—
T3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	—	—
T4	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—
2015 T1	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	—	—
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	—	—
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	—	—
2014 T2	0,8	0,9	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	—	—
T3	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	—	—
T4	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	—	—
2015 T1	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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)												
2012	8 845,3	151,3	1 728,4	467,2	1 675,9	410,3	439,1	1 016,3	924,6	1 717,9	314,4	994,8
2013	8 924,2	154,5	1 740,7	460,1	1 684,8	407,2	440,6	1 032,5	937,1	1 748,0	318,7	1 007,5
2014	9 068,0	148,9	1 763,9	461,3	1 709,3	410,9	450,0	1 054,0	960,2	1 784,1	325,2	1 035,5
2014 T2	2 261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
T3	2 272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
T4	2 283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 T1	2 306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T2	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
T3	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
T4	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 T1	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 T2	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
T3	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
T4	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 T1	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2014 T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
T4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
2015 T1	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	—
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	—
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2014 T2	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	—
T3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	—
T4	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2015 T1	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 T2	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
T3	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
T4	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 T1	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 T2	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
T3	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
T4	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 T1	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 T2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
T3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
T4	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 T1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'emp- loi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	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		
2012	159,193	3,9	18,186	11,4	5,3	14,626	10,1	3,560	23,6	9,758	11,3	8,428	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,213	12,0	5,9	15,618	10,7	3,596	24,3	10,297	11,9	8,916	12,1	1,5
2014	160,315	4,6	18,598	11,6	6,1	15,192	10,4	3,406	23,6	9,896	11,4	8,702	11,8	1,7
2014 T2	160,077	4,6	18,632	11,6	6,1	15,208	10,4	3,424	23,7	9,931	11,5	8,701	11,8	1,6
T3	160,475	4,4	18,502	11,5	5,9	15,115	10,4	3,387	23,6	9,790	11,3	8,712	11,8	1,6
T4	160,966	4,6	18,357	11,4	6,1	15,049	10,3	3,309	23,1	9,729	11,2	8,629	11,6	1,8
2015 T1	160,084	4,7	17,974	11,2	5,9	14,741	10,1	3,234	22,7	9,557	11,1	8,417	11,4	1,7
2014 Décembre	–	–	18,205	11,3	–	14,933	10,2	3,272	22,9	9,660	11,2	8,545	11,5	–
2015 Janvier	–	–	18,066	11,3	–	14,814	10,1	3,253	22,8	9,619	11,1	8,447	11,4	–
Février	–	–	17,954	11,2	–	14,724	10,1	3,231	22,6	9,541	11,0	8,413	11,4	–
Mars	–	–	17,902	11,2	–	14,684	10,1	3,218	22,6	9,512	11,0	8,390	11,3	–
Avril	–	–	17,761	11,1	–	14,592	10,0	3,169	22,3	9,405	10,9	8,356	11,3	–
Mai	–	–	17,726	11,1	–	14,590	10,0	3,136	22,1	9,409	10,9	8,317	11,2	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
			Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,6	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 T2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,0	3,6	1,4	1,2	2,0	-0,3	3,9
T3	0,6	1,2	0,5	1,4	1,9	-3,1	-1,2	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
T4	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,3	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,1	1,4	1,6
2015 T1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,4	1,1	2,2	1,0	3,3	2,2	9,0
2014 Décembre	0,7	1,3	0,2	1,9	1,6	-1,9	-2,2	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015 Janvier	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,3	2,6	0,7	0,5	2,5	2,1	3,1	2,7	11,0
Février	1,9	1,2	-0,4	1,4	2,4	6,9	-3,5	0,7	2,4	0,9	3,6	3,2	8,1
Mars	2,1	1,9	0,3	1,3	4,0	4,5	-1,9	2,0	1,8	0,1	3,2	0,8	8,2
Avril	0,9	0,9	0,0	2,2	-0,1	0,7	0,0	2,6	2,7	1,5	3,8	2,6	6,5
Mai	1,6	2,4	2,2	4,1	0,1	-4,2	.	.	2,4	1,7	3,4	0,7	6,8
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2014 Décembre	0,6	0,6	1,1	1,1	-0,3	1,0	0,3	2,5	0,5	0,3	0,6	1,8	4,9
2015 Janvier	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	1,5	1,1	-2,2	0,3	0,8	0,4	0,7	1,9
Février	1,0	1,0	0,0	0,7	2,2	1,3	-1,5	0,0	0,0	-0,7	0,6	-0,8	-0,1
Mars	-0,4	-0,3	0,0	-0,3	0,3	-1,6	0,6	1,3	-0,4	-0,5	-0,3	-1,0	-0,2
Avril	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,4	-1,3	0,3	1,8	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7
Mai	-0,4	0,0	0,1	1,0	-0,9	-3,2	.	.	0,2	0,4	0,4	-0,7	-1,5

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

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

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	95,5	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,8	.	3,3	10,1	2,0
2012	12,6	97,5	-1,8	1,7	-4,6	0,7	-2,2	31,0	1,9	133,3	1,5	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,6	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,2	132,2	2,1	-1,7	1,1
2014 T2	12,6	95,4	0,4	1,5	-0,2	3,0	-0,1	30,9	3,3	133,2	2,3	2,0	1,1
T3	12,7	94,9	1,7	1,6	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,9	1,8	1,9	0,8
T4	12,7	94,8	1,3	1,8	-0,5	2,6	1,0	32,2	2,6	133,4	1,9	0,9	1,1
2015 T1	12,7	94,3	2,2	2,1	-0,1	.	.	.	2,7	134,9	2,3	1,0	1,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	T2	829,9	784,0	45,9	488,3	431,4	170,7	153,2	147,9	139,5	23,0	59,8	7,6	3,4
	T3	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
	T4	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015	T1	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
2014	Novembre	280,4	265,7	14,8	168,0	143,9	59,3	54,9	45,4	46,3	7,8	20,5	3,7	1,1
	Décembre	281,7	261,2	20,5	167,8	143,1	60,4	55,8	45,5	42,4	8,0	19,8	5,8	3,0
2015	Janvier	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
	Février	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
	Mars	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
	Avril	286,0	263,7	22,3	171,9	141,5	59,6	56,3	46,5	44,5	8,0	21,5	2,4	1,3
flux cumulés sur 12 mois														
2015	Avril	3 385,0	3 135,5	249,5	2 003,8	1 721,8	710,5	647,4	573,5	531,6	97,1	234,7	35,9	16,1
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2015	Avril	33,3	30,9	2,5	19,7	16,9	7,0	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :		
					Biens intermédiaires	Biens d'équipement		Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T2	0,6	0,3	480,9	234,6	95,9	137,7	394,8	437,7	271,1	61,0	99,1	281,6	77,5
	T3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,8	139,5	397,7	439,4	269,6	61,9	100,9	287,5	73,3
	T4	4,5	-0,2	498,1	237,1	102,3	145,0	409,2	434,6	260,0	63,2	102,2	292,3	66,1
2015	T1	5,0	0,4	503,7	240,2	103,2	148,5	419,7	439,8	256,4	68,0	107,1	309,6	58,5
2014	Novembre	1,1	-1,8	166,7	79,4	34,2	48,9	136,2	145,8	86,5	21,2	33,8	96,6	21,6
	Décembre	8,4	1,4	165,6	78,2	34,2	48,0	137,5	142,7	84,7	20,7	34,4	98,6	21,2
2015	Janvier	-0,7	-6,0	163,8	78,4	33,9	47,6	135,8	142,3	82,6	22,1	34,8	99,6	19,3
	Février	4,3	-0,1	168,5	80,4	34,9	49,6	140,9	145,9	85,2	22,8	35,4	103,2	19,0
	Mars	10,9	7,4	171,4	81,4	34,4	51,3	143,0	151,6	88,6	23,1	36,9	106,8	20,2
	Avril	8,8	2,8	173,4	.	.	.	143,3	149,1	.	.	.	102,0	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T2	0,7	2,3	114,6	113,1	113,8	116,9	115,4	101,5	101,5	98,6	103,0	103,9	92,2
	T3	1,2	2,1	114,5	112,6	114,3	116,4	114,7	101,5	101,2	100,0	102,9	104,4	88,7
	T4	2,9	1,7	117,2	113,5	119,2	121,0	116,7	101,8	101,8	98,3	101,8	103,7	97,2
2015	T1	2,4	3,7	117,2	114,3	118,1	121,8	117,6	104,1	104,8	101,2	103,3	106,4	111,4
2014	Novembre	-0,6	-0,7	117,4	113,7	119,2	122,6	116,5	102,3	100,8	101,4	100,7	103,3	93,0
	Décembre	7,5	5,0	117,2	113,1	118,5	120,5	117,4	102,0	103,0	94,6	102,8	104,3	106,5
2015	Janvier	-1,6	-1,0	115,8	112,8	117,7	119,7	115,2	103,2	103,5	101,8	102,0	104,3	117,4
	Février	1,5	3,5	117,5	114,8	120,0	121,8	118,6	103,6	104,6	102,6	102,0	106,3	109,6
	Mars	6,8	8,5	118,2	115,3	116,7	124,0	119,1	105,5	106,2	99,3	106,0	108,4	107,1
	Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires et énergie											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	—	—	—	—	—	—	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2014 T3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,4	0,2	1,6
T4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 T1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2
T2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
2015 Janvier	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3
Février	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,1	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2
Mars	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1
Avril	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
Mai	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0
Juin	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie	Loyers					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2015	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
T4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2015 T1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
T2	1,1	0,7	1,8	-1,4	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
2015 Janvier	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,1	1,2
Février	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
Mars	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3
Avril	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
Mai	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3
Juin	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ^{1), 2)}	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ^{1), 2)}
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,7
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	1,2
2014 T2	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,8
T3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	2,1
T4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,9
2015 T1	104,5	-2,8	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,4	0,3	1,0	.
2014 Décembre	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	—	—	—
2015 Janvier	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	—	—	—
Février	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	—	—	—
Mars	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,2	-6,7	—	—	—
Avril	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	—	—	—
Mai	104,8	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,4	—	—	—

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) Les données se rapportent à l'Euro 19.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 T3	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
T4	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 T1	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,7	2,6
2014 Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
2015 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	58,9	-0,1	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	56,7	-0,1	3,2	-1,9	3,4	5,9	1,1

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	—	—	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 T3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
2014 T4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 T1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2015 T2	-1,1	3,3	3,0	-15,5	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
2015 Janvier	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
2015 Février	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
2015 Mars	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
2015 Avril	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
2015 Mai	-0,6	2,4	2,6	-13,7	-0,6	56,0	55,4	50,0	49,3
2015 Juin	0,0	4,7	4,2	-15,0	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 T2	106,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
2014 T3	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
2014 T4	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 T1	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4

Sources : Eurostat et calcul de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et 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
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2012	102,5	1,9	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 T2	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
T3	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
T4	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 T1	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
Rémunération par tête												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 T2	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
T3	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
T4	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 T1	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
Productivité par personne employée												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 T2	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
T3	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
T4	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 T1	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
Rémunération par heure travaillée												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 T2	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
T3	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
T4	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 T1	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
Productivité horaire du travail												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 T2	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
T3	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
T4	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 T1	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	0,0

Sources : Eurostat et calcul de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2						M3-M2					
		M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investis- sement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans				
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2012		863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013		908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014		967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3
2014	T2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9 965,7
	T3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
	T4	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3
2015	T1	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	98,0	660,4	10 491,1
2014	Décembre	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3
2015	Janvier	984,8	5 057,3	6 042,2	1 580,5	2 120,7	3 701,1	9 743,3	119,5	438,6	103,0	661,1	10 404,5
	Février	992,4	5 106,6	6 099,0	1 536,0	2 123,4	3 659,4	9 758,5	132,4	443,1	108,9	684,3	10 442,8
	Mars	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	98,0	660,4	10 491,1
	Avril	1 003,3	5 187,9	6 191,2	1 518,2	2 150,9	3 669,0	9 860,3	130,9	450,8	104,7	686,4	10 546,7
	Mai ^(p)	1 006,7	5 263,7	6 270,4	1 486,5	2 157,1	3 643,5	9 913,9	112,1	442,9	94,9	649,8	10 563,8
Flux													
2012		20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013		45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014		58,0	369,5	427,4	-92,7	3,5	-89,3	338,1	0,8	10,8	14,0	25,5	363,6
2014	T2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1
	T3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
	T4	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,9	30,5	124,0
2015	T1	25,2	189,9	215,2	-63,9	4,8	-59,1	156,1	2,4	4,9	-9,2	-1,9	154,2
2014	Décembre	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,2	-6,3	-4,6	17,5	6,5	5,4
2015	Janvier	16,4	82,0	98,3	-34,9	-8,3	-43,2	55,1	-3,5	7,1	-4,1	-0,5	54,6
	Février	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,6	12,8	4,4	7,0	24,2	62,8
	Mars	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,3	-6,9	-6,6	-12,1	-25,6	36,7
	Avril	9,6	35,2	44,8	-9,2	3,8	-5,5	39,3	5,4	14,3	7,7	27,3	66,7
	Mai ^(p)	3,4	71,6	75,0	-33,0	6,1	-26,9	48,1	-19,0	-7,9	-10,1	-37,0	11,1
Taux de croissance													
2012		2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013		5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014		6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7
2014	T2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6
	T3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
	T4	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7
2015	T1	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7
2014	Décembre	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7
2015	Janvier	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	13,0	1,2	3,8
	Février	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,3	4,8	4,1
	Mars	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7
	Avril	8,2	10,9	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	7,4	9,0	41,9	11,9	5,3
	Mai ^(p)	8,3	11,8	11,2	-10,4	0,7	-4,2	5,0	-9,1	7,6	18,0	5,0	5,0

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2014 T2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
T3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
T4	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2015 T1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 Décembre	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2015 Janvier	1 853,5	1 379,5	366,2	96,4	11,4	5 565,6	2 786,5	795,4	1 979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
Février	1 851,9	1 393,6	347,1	97,2	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
Mars	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
Avril	1 843,5	1 386,9	332,9	112,8	10,9	5 609,3	2 857,2	756,5	1 991,9	3,7	960,7	230,1	344,2
Mai ^(p)	1 851,6	1 403,6	324,0	111,9	12,2	5 623,7	2 876,8	746,5	1 996,6	3,8	967,7	231,5	344,9
Flux													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,0	89,8	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,5	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 T2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
T3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
T4	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,6	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 T1	29,8	49,2	-17,1	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	0,0	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 Décembre	-20,1	-20,3	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Janvier	27,3	39,7	-4,1	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
Février	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
Mars	-9,2	-4,0	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
Avril	0,7	9,4	-6,7	1,9	-3,9	12,7	16,9	-5,1	1,3	-0,3	11,0	5,4	5,3
Mai ^(p)	5,6	14,8	-9,5	-1,0	1,2	13,7	19,1	-10,3	4,7	0,2	4,7	1,1	0,6
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 T2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
T3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
T4	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 T1	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 Décembre	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Janvier	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
Février	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
Mars	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
Avril	4,3	9,8	-11,5	5,4	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	15,6	1,6	7,4
Mai ^(p)	4,3	10,4	-14,0	4,3	-24,1	2,9	10,2	-12,6	0,2	-25,3	13,4	2,1	8,0

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2012		3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	–	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013		3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	–	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014		3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	–	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2014	T2	3 449,1	1 101,7	2 347,4	12 588,4	10 464,8	–	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,4	806,3
	T3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	–	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
	T4	3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	–	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2015 T1		3 673,2	1 153,2	2 520,0	12 680,4	10 615,3	–	4 310,2	5 234,8	935,6	134,6	1 276,9	788,3
2014 Décembre		3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	–	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2015	Janvier	3 653,0	1 148,7	2 504,3	12 634,4	10 581,4	–	4 301,0	5 223,2	918,3	138,9	1 277,3	775,6
	Février	3 638,5	1 146,5	2 492,1	12 653,1	10 589,7	–	4 313,0	5 222,2	917,5	137,1	1 272,9	790,4
	Mars	3 673,2	1 153,2	2 520,0	12 680,4	10 615,3	–	4 310,2	5 234,8	935,6	134,6	1 276,9	788,3
	Avril	3 699,0	1 151,5	2 547,4	12 651,7	10 606,0	–	4 301,6	5 233,9	933,5	137,1	1 263,9	781,8
	Mai ^(p)	3 696,2	1 144,0	2 552,1	12 660,8	10 608,5	–	4 298,6	5 242,0	923,8	144,1	1 261,1	791,2
Flux													
2012		185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013		-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014		72,6	16,3	56,3	-103,8	-50,9	18,6	-59,9	-13,7	11,1	11,6	-88,2	35,3
2014	T2	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
	T3	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
	T4	46,5	12,8	33,7	5,4	23,2	33,7	3,3	6,4	6,9	6,6	-34,8	17,0
2015 T1		38,4	21,6	16,8	36,2	45,8	53,1	8,7	19,7	11,4	6,0	-2,3	-7,3
2014 Décembre		23,2	8,0	15,3	24,6	24,2	25,0	9,9	3,3	8,4	2,5	-17,1	17,5
2015	Janvier	32,3	13,5	18,7	8,5	16,6	17,2	1,8	5,6	-1,3	10,5	0,7	-8,8
	Février	-20,5	2,7	-23,1	10,5	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-5,7	8,0
	Mars	26,6	5,4	21,2	17,2	21,1	20,6	-3,2	12,8	14,2	-2,6	2,7	-6,6
	Avril	36,8	-1,4	38,2	-10,3	6,8	17,3	-0,3	3,6	0,9	2,7	-10,7	-6,4
	Mai ^(p)	9,8	-7,7	17,5	5,0	-0,2	8,0	-4,3	7,9	-10,7	7,0	-3,0	8,1
Taux de croissance													
2012		5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014	T2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
	T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8
	T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 T1		2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,8	3,1
2014 Décembre		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015	Janvier	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,5	19,3	-6,5	3,3
	Février	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
	Mars	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,8	3,1
	Avril	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,3	2,7
	Mai ^(p)	4,0	0,9	5,5	0,2	0,5	1,0	-0,3	0,9	-0,9	26,9	-5,1	3,8

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans		Total	Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
	Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾					Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	4 544,6	—	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	—	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	—	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	—	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 279,5	—	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2014 T2	4 306,3	—	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	—	570,3	3 832,2	788,5
T3	4 288,1	—	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	—	567,1	3 843,7	783,8
T4	4 279,5	—	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2015 T1	4 310,2	—	1 089,9	738,9	2 481,4	5 234,8	—	567,9	3 891,7	775,3
2014 Décembre	4 279,5	—	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	—	563,2	3 861,3	776,1
2015 Janvier	4 301,0	—	1 087,4	735,5	2 478,2	5 223,2	—	566,2	3 879,7	777,3
Février	4 313,0	—	1 090,4	734,8	2 487,8	5 222,2	—	565,2	3 883,4	773,6
Mars	4 310,2	—	1 089,9	738,9	2 481,4	5 234,8	—	567,9	3 891,7	775,3
Avril	4 301,6	—	1 089,9	737,1	2 474,6	5 233,9	—	566,9	3 893,8	773,2
Mai ^(p)	4 298,6	—	1 084,7	741,9	2 472,0	5 242,0	—	568,1	3 901,1	772,9
Flux										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,9	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 T2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
T3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,5	1,2	13,1	-6,1
T4	3,3	5,8	-7,4	8,0	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-2,0
2015 T1	8,7	11,8	-0,6	8,0	1,3	19,7	23,9	2,5	17,6	-0,4
2014 Décembre	9,9	10,3	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,8
2015 Janvier	1,8	1,7	-1,8	5,3	-1,7	5,6	6,2	0,1	6,4	-0,8
Février	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
Mars	-3,2	-2,2	-1,9	3,8	-5,2	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
Avril	-0,3	1,9	3,3	-0,4	-3,2	3,6	11,9	-0,9	5,4	-0,9
Mai ^(p)	-4,3	1,3	-6,3	4,6	-2,6	7,9	10,3	1,6	6,7	-0,4
Taux de croissance										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2014 T2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
T3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
T4	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2015 T1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Décembre	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2015 Janvier	-1,1	-0,8	-0,9	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Février	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
Mars	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Avril	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,9
Mai ^(p)	-0,3	0,1	0,3	2,2	-1,3	0,9	1,4	0,5	1,4	-1,1

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2014 T2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 346,1	147,7	171,3	119,0
T3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
T4	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2015 T1	287,6	7 321,3	2 259,8	90,5	2 394,8	2 576,2	1 509,6	236,8	234,7	159,1
2014 Décembre	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2015 Janvier	306,0	7 292,7	2 245,5	92,8	2 402,6	2 551,8	1 481,3	234,5	203,3	133,3
Février	262,9	7 302,7	2 263,4	91,6	2 396,3	2 551,3	1 450,9	265,8	226,3	144,5
Mars	287,6	7 321,3	2 259,8	90,5	2 394,8	2 576,2	1 509,6	236,8	234,7	159,1
Avril	260,2	7 232,6	2 235,8	88,7	2 355,3	2 552,8	1 450,5	238,3	209,3	132,1
Mai ^(p)	275,9	7 225,6	2 232,0	87,4	2 342,5	2 563,7	1 466,7	241,6	222,9	140,7
Flux										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,0	-119,7	1,8	-154,7	110,6	244,9	-18,9	0,7	17,7
2014 T2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	74,9	23,9	-5,8	2,3
T3	-20,9	-3,1	-28,4	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
T4	4,4	-95,4	-25,1	1,0	-77,2	5,9	36,8	-55,7	20,9	18,1
2015 T1	22,2	-47,8	-30,7	-2,5	-47,4	32,8	1,8	52,2	50,1	19,3
2014 Décembre	0,4	-44,0	-6,2	2,4	-34,0	-6,2	-25,2	-60,8	0,1	9,0
2015 Janvier	40,6	-11,9	-16,1	-0,2	-12,7	17,2	-3,4	45,9	18,8	-6,5
Février	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-21,4	33,1	23,0	11,3
Mars	24,7	-18,0	-6,1	-1,1	-22,7	11,9	26,5	-26,9	8,3	14,6
Avril	-27,3	-39,5	-21,6	-1,8	-18,9	2,8	-28,7	2,0	-25,3	-27,0
Mai ^(p)	15,7	-17,7	-5,1	-1,3	-24,5	13,2	4,6	-10,3	13,6	8,6
Taux de croissance										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	—	—	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	—	—	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	—	—	0,4	14,5
2014 T2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	—	—	-23,8	-4,5
T3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	—	—	-17,5	-3,2
T4	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	—	—	0,4	14,5
2015 T1	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	—	—	32,5	36,3
2014 Décembre	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	—	—	0,4	14,5
2015 Janvier	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	—	—	22,4	28,3
Février	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	—	—	27,0	28,4
Mars	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	—	—	32,5	36,3
Avril	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,4	—	—	28,6	33,0
Mai ^(p)	-2,6	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	—	—	51,4	51,4

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/ excédent (+)	Recettes						Dépenses						
		Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales ³⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014 T1	-2,7	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
T2	-2,6	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
T3	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
T4	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7

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

1) Les données se rapportent à l'Euro 19. Les ratios trimestriels sont calculés à l'aide de sommes cumulées sur quatre trimestres.

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

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

6.2 Ratio dette publique/PIB ¹⁾

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire 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 mon- naies parti- cipantes	Autres devises	
					IFM									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 T1	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,7	2,6	16,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

1) Les données se rapportent à l'Euro 19. Les ratios trimestriels sont calculés à l'aide de sommes cumulées sur quatre trimestres (sauf pour la colonne 1).

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

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

6.4 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

		Service de la dette dû dans l'année ²⁾				Durée résiduelle moyenne ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾							
		Total	Principal ⁵⁾		Intérêts		Encours					Opérations		
			Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total		Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
									Échéances ≤ 1 an					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012		16,3	14,2	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013		16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014		15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014	T1	16,8	14,7	4,9	2,1	0,5	6,4	3,4	1,7	1,0	3,7	2,7	1,2	1,7
	T2	16,6	14,5	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6
	T3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
	T4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	Janvier	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
	Février	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
	Mars	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
	Avril	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7
	Mai	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6
	Juin	15,5	13,5	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

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

6 Évolutions budgétaires

6.5 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro ¹⁾

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8
2014 T1	-3,0	0,3	-0,2	-5,5	-10,2	-6,5	-3,9	-2,8	-12,9
T2	-3,3	0,3	-0,3	-5,2	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9
T3	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2
T4	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8
Dettes des administrations publiques									
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5
2014 T1	108,5	75,8	10,5	121,8	174,3	94,9	94,2	131,2	102,6
T2	108,9	75,6	10,5	116,8	177,4	96,4	95,3	134,1	109,7
T3	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7
T4	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 T1	-0,4	-1,0	1,4	-3,0	-3,1	-1,5	-3,9	-13,5	-2,6	-2,6
T2	-0,3	-1,3	1,1	-3,5	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,8
T3	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
T4	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
Dettes des administrations publiques										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 T1	38,6	39,7	23,7	71,8	68,1	81,1	133,3	77,1	57,6	57,3
T2	41,0	38,6	23,6	74,4	69,5	82,3	130,8	78,2	55,7	58,7
T3	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
T4	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

Source: Eurostat.

1) Les ratios trimestriels sont calculés à l'aide de sommes cumulées sur quatre trimestres pour les données de flux et le PIB.

© Banque centrale européenne, 2015

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

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 15 juillet 2015.

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